

**КАЗАНСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИНСТИТУТ УПРАВЛЕНИЯ, ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ**

Кафедра финансов организации

А.Б. АНКУДИНОВ, О.В. ЛЕБЕДЕВ, Э.И. ХАЙРУЛЛИНА

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ
КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ**

**Методическая разработка для проведения семинарских и
практических занятий, организации самостоятельной работы**

Направление 38.03.01

Профиль

Квалификация (степень)

Экономика

Корпоративные финансы

Магистр

Казань – 2015

*Принято на заседании кафедры финансов организации
Протокол № 1 от 29 августа 2014 года*

Рецензенты:

кандидат экономических наук, доцент
кафедры финансов организации КФУ **Е.Ю. Стрельник**,
кандидат экономических наук, доцент
кафедры финансов организации КФУ **И.А. Филиппова**

Анкудинов А.Б.

Современные проблемы корпоративных финансов /

А.Б. Анкудинов, О.В. Лебедев, Э.И. Хайруллина. – Казань: Казан. ун-т,
2015. – 30 с.

Магистерский курс «Современные проблемы корпоративных финансов» представляет собой углубленный экскурс в содержание отдельных разделов дисциплины «Корпоративные финансы» с акцентом на проблематику актуальных научных исследований. Существенное внимание в рамках курса уделяется углубленному изучению концепции рыночной эффективности финансовых и товарных рынков, пониманию ее роли в формировании финансовой и инвестиционной политики современной корпорации; овладению принципами корпоративной финансовой этики и корпоративной социальной ответственности в нормативном и инструментальном контекстах, а также методологией управления финансами корпорации, ориентированного на создание акционерной стоимости и ценности для прочих финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Методическая разработка включает: вопросы для обсуждения, контрольные вопросы, практические задания для индивидуального самостоятельного выполнения и список литературы.

The master's course of Contemporary problems in corporate finance represents an in-depth insight in a number of issues in corporate finance with an emphasis on the results of scientific research. Special emphasis is made on advanced study of the market efficiency concept as applied to financial as well as goods markets, understanding of its role in formulation of financial and investment policy of modern corporation; on the principles of corporate financial ethics and corporate social responsibility in normative and instrumental interpretations as well as on value creation for financial and nonfinancial stakeholders.

The manual includes discussion questions, review questions, problems, individual assignments as well as bibliography.

© Анкудинов А.Б., Лебедев О.В., Хайруллина Э.И., 2015

© Казанский университет, 2015

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
Тема 1. Концепция эффективности финансовых и товарных рынков и ее роль в формировании финансовой и инвестиционной политики корпорации	6
Тема 2. Финансовая этика и корпоративная социальная ответственность как составные элементы управления корпоративными финансами	8
Тема 3. Создание акционерной стоимости и ценности для прочих финансовых и нефинансовых стейкхолдеров как новая парадигма управления корпоративными финансами	12
Тема 4. Специальные разделы анализа эффективности корпоративных инвестиционных проектов	15
Тема 5. Модели оценки стоимости собственного капитала корпорации	19
Тема 6. Модели опционного ценообразования и их применение в реальной экономике	21
Тема 7. Корпоративные решения в области долгового финансирования	23
Тема 8. Современные модели управления структурой капитала и дивидендной политикой корпорации	25
Тема 9. Корпоративные финансовые риски и их хеджирование с использованием финансовых деривативов	28

ВВЕДЕНИЕ

Магистерский курс «Современные проблемы корпоративных финансов» представляет собой углубленный экскурс в содержание отдельных разделов дисциплины «Корпоративные финансы» с акцентом на проблематику актуальных научных исследований.

Специфика магистерского курса «Современные проблемы корпоративных финансов» состоит, прежде всего, в ориентации на использование результатов эмпирического анализа, выполненного по материалам как развитых, так и формирующихся финансовых рынков. Решения в области управления финансами современной корпорации обосновываются выводами и рекомендациями, соответствующими современным достижениям науки и практики корпоративного управления и корпоративных финансов.

Существенное внимание в рамках курса уделяется углубленному изучению концепции рыночной эффективности финансовых и товарных рынков, пониманию ее роли в формировании финансовой и инвестиционной политики современной корпорации; овладению принципами корпоративной финансовой этики и корпоративной социальной ответственности в нормативном и инструментальном контекстах, а также методологией управления финансами корпорации, ориентированного на создание акционерной стоимости и ценности для прочих финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Предлагаемая методическая разработка представляет собой вариант известного в мировой образовательной практике документа под названием «Syllabus», однако без привязки к конкретным датам. При электронной рассылке методической разработки эта проблема легко устраняется.

Основная часть методической разработки включает: вопросы для обсуждения, вопросы, подлежащие самостоятельной проработке студентами, контрольные вопросы и задания, практические задания, задания для самостоятельной работы, список литературы и перечень материалов для изучения по каждой

теме. Кроме того, учебно-методический комплекс дисциплины содержит дополнительные материалы для самостоятельного изучения по отдельным темам курса, которые доступны на бумажном носителе и в электронном виде. При этом целью контрольных вопросов выступает, прежде всего, самоконтроль студентами уровня освоения и глубины понимания рассматриваемых в курсе проблем. Студентам рекомендуется проработать список вопросов, относящихся к каждой теме заблаговременно, чтобы, если им не удалось найти ответы на вопросы в материалах, заданных для самостоятельной проработки, задать соответствующие вопросы преподавателю.

Изучение вопросов, подлежащих самостоятельной проработке и выполнение заданий для самостоятельной работы носят обязательный характер. Вопросы для самостоятельной работы не являются обязательными для обсуждения в ходе аудиторного занятия; при этом преподаватель вправе поднять соответствующий вопрос для обсуждения в ходе семинарского занятия. Задания для самостоятельного выполнения включают элементы творческого характера; их выполнение направлено на развитие навыков самостоятельного осмысления рассматриваемых в конкретной теме проблем. Преподаватель вправе проконтролировать выполнение заданий для самостоятельной работы с выставлением оценки в текущий блок. Основным критерием оценки качества выполнения заданий выступает продемонстрированное студентом понимание методологии управления корпоративными финансами и способность на этой основе формировать аргументированные решения, подкрепленные, при необходимости, соответствующими расчетами.

Семинарские занятия по курсу проводятся в интерактивной форме; в ходе них преподаватель выступает в роли модератора, а также резюмирует результаты обсуждения.

ТЕМА 1. КОНЦЕПЦИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ И ТОВАРНЫХ РЫНКОВ И ЕЕ РОЛЬ В ФОРМИРОВАНИИ ФИНАНСОВОЙ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ КОРПОРАЦИИ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Гипотеза (информационной) рыночной эффективности (Efficient Market Hypothesis, ЕМН), ее содержание и эволюция.
2. Гипотеза случайного блуждания (random walk) цен на финансовые активы и сырьевые товары. Мартингальные модели эффективного рынка капитала.
3. Определения рыночной эффективности по Ю. Фаме (Е. Fama) и М. Дженсену (М. Jensen) и их анализ. Три формы рыночной эффективности – слабая, умеренная (полусильная, средняя), сильная – по Ю. Фаме.
4. Критика концепции рыночной эффективности. «Рыночные аномалии» и их критический анализ.
5. Понятия «совершенного» и «информационно эффективного» рынка капитала. Воздействие уровня эффективности финансового рынка на инвестиционные и финансовые решения.
6. Эффективность товарного рынка и ее роль в формировании инвестиционных решений корпорации.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение термина информационной эффективности рынка капитала. Какие еще виды рыночной эффективности Вам известны?
2. Сформулируйте гипотезу случайного блуждания (random walk) цен на финансовые активы и сырьевые товары.
3. Что представляют собой мартингальные модели эффективного рынка капитала?
4. Сравните определения рыночной эффективности Ю.Фамы и М.Дженсена.

5. В чем заключаются принципиальные отличия трех форм рыночной эффективности? Как это может повлиять на корпоративные управленческие решения?

6. Охарактеризуйте основные проявления «рыночных аномалий».

7. Охарактеризуйте методы эмпирического тестирования гипотезы рыночной эффективности.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Эмпирическое тестирование гипотезы рыночной эффективности и его результаты.

2. Результаты эмпирического анализа уровня рыночной эффективности на развитых и формирующихся рынках.

Рекомендуемая литература

1. Буклемишев О. В., Малютин М. С. Анализ информационной эффективности российского фондового рынка // Экономика и математические методы. – 1998. – № 3. – С. 77-90.

2. Дяденко Г. В. Эволюция формы эффективности российского рынка // Финансы. – 2008. – № 4. – С. 76-81.

3. Золотарев В. С., Алифанова Е. Н. Проблемы оценки эффективности фондового рынка // Финансы. – 2008. – № 2. – С. 71-75.

4. Леонидов А. Путь к экономическому равновесию и эффективность финансовых рынков: взгляд физика // Вопросы экономики. – 2009. – № 11. – С. 82-89.

5. Наливайский В. Ю., Иванченко И. С. Исследование степени эффективности российского фондового рынка // РЦБ. – 2004. – № 15. – С. 46-48.

6. Федорова Е. А., Гиленко Е. В. Методология оценки измерения информационной эффективности фондового рынка // Финансы и кредит. – 2008. – № 33. – С. 32-40.

7. Fama E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work // The Journal of Finance. – 1970. – Т. 25. – № 2. – С. 383-417.

8. Fama E. F. Efficient capital markets: II // The Journal of Finance. – 1991. – Т. 46. – № 5. – С. 1575-1617.

9. Fama E. F. Random walks in stock market prices // Financial Analysts Journal. – 1965. № 5. – С. 55-59.
10. Jensen M. C. Some anomalous evidence regarding market efficiency // Journal of Financial Economics. – 1978. – Т. 6. – № 2. – С. 95-101.
11. Kendall M. G., Hill A. B. The analysis of economic time-series-part I: Prices // Journal of the Royal Statistical Society. – 1953. – Т. 116. – № 1. – С. 11-34.
12. Mandelbrot B. B. Forecasts of future prices, unbiased markets, and martingale models // Journal of Business. – 1966. – Т. 39. – С. 242-255.
13. Mandelbrot B. B. Long-run linearity, locally Gaussian process, H-spectra and infinite variances // International Economic Review. – 1969. – Т. 10. – № 1. – С. 82-111.
14. Roberts D. R. A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions // The Quarterly Journal of Economics. – 1956. – Т. 70. – № 2. – С. 270-294.
15. Samuelson P. A. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly // Industrial Management Review. – 1965. – Т. 6. – № 2. – С. 41-49.

ТЕМА 2. ФИНАНСОВАЯ ЭТИКА И КОРПОРАТИВНАЯ СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ КАК СОСТАВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Корпоративная финансовая этика и социальная ответственность в контексте стейкхолдерской модели корпоративного управления.
2. Инструментальный и нормативный подходы к стейкхолдерской теории, корпоративной финансовой этике и корпоративной социальной ответственности.
3. Критика корпоративной социальной ответственности как методологической основы построения системы корпоративного управления.

4. Эффективность инструментального и нормативного подходов к корпоративной финансовой этике и корпоративной социальной ответственности в условиях несовершенного рынка.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятия корпоративной финансовой этики и корпоративной социальной ответственности (корпоративной социальной деятельности).

2. Сформулируйте инструментальный и нормативный подходы к стейкхолдерской теории, корпоративной финансовой этике и корпоративной социальной ответственности.

3. Сформулируйте основные направления критики концепции корпоративной социальной ответственности (корпоративной социальной деятельности) компаний.

4. Каким образом низкая информационная неэффективность финансового рынка может сказываться на корпоративной социальной ответственности (корпоративной социальной деятельности) компаний?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Стейкхолдерская ценность как средство повышения эффективности компании в рамках инструментального подхода.

2. Внутренняя ценность стейкхолдеров как конечная цель в рамках нормативного подхода.

3. Проанализируйте основные положения научной дискуссии о содержании стейкхолдерских «стейков».

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Сигнальная (репутационная) теория и теория (не)достаточности ресурсов как альтернативные теоретические подходы к обоснованию взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компании.

2. Эмпирический анализ взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компаний.

3. Противодействие злоупотреблению информационной асимметрией и экспроприации квазирент как основной элемент корпоративной финансовой этики.

4. Корпоративная финансовая этика и корпоративная транспарентность.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте основные положения и аргументы сигнальной (репутационной) теории и теории (не)достаточности ресурсов как альтернативных теоретических подходов к обоснованию взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компании.

2. Почему стейкхолдерская ценность рассматривается как средство повышения эффективности компании в рамках инструментального подхода?

3. Почему противодействие злоупотреблению информационной асимметрией и экспроприации квазирент рассматривается как основной элемент корпоративной финансовой этики?

4. В чем заключается взаимосвязь корпоративной финансовой этики и корпоративной транспарентности?

Задание для самостоятельной работы

Выполните анализ отечественной и зарубежной научной литературы, посвященной эмпирическому анализу взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компаний.

Рекомендуемая литература

1. Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. Сер.8. – 2005. – №8. – С. 123-140.

2. Мусаева А.М. Контрактные отношения в системе отношений собственности // Проблемы современной экономики. Евразийский международный научно-аналитический журнал. – 2008. – № 4. – С. 96-99

4. Тамбовцев В.Л. Стейкхолдерская теория фирмы в свете концепции режимов собственности // Российский журнал менеджмента. – 2008. – Т.6. № 3. – С. 3-26.

5. Шаститко А. Неполные контракты: проблемы определения и моделирования // Вопросы экономики. – 2001. – № 6. – С. 80-99.

6. Alchian A.A., Demsetz, H. 1973. The property right paradigm // Journal of Economic History 33. – №1. – C. 16-27.
7. Bacidore J.M., Boquist J.A., Milbourn T.T. and Thakor A.V. 1997. The search for the best financial performance measure // Financial Analysts Journal. – June. – C. 11-20.
8. Blair, M.M. 1995, Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for twenty-first century, Washington, D.C.: Brookings Institution.
9. Carroll, A.B. 1979. A three-dimensional conceptual model of corporate performance // Academy of Management Review. – №4 (4). – C. 497-505.
10. Carroll, A.B. 1991. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders// Business Horizons. – №34 (4). – C. 39-49.
11. Clarkson, M.E. 1995. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance // Academy of Management Review. – №20:1. – C. 92-117.
12. Coase, R. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – № 4. – C. 386 – 405.
13. Demsetz, H. 1988. The theory of the firm revisited // Journal of Law, Economics and Organization. – №4 (1). – C. 141-161.
14. Dodd E.M., Jr. 1932. For whom are corporate managers trustees// Harvard Law Review. – №45. – C. 1145-1163.
15. Donaldson, T. and T.W. Dunfee: 1994. Toward a unified concept of business ethics: integrative social contract theory//Academy of Management Review. – №20 (1). – C. 85-91.
16. Donaldson, T. and T.W. Dunfee: 1999, Ties that bind: a social contracts approach to business ethics, Boston: Harvard Business School Press.
17. Donaldson T., Preston Lee E. The Stakeholder Theory Of The Corporation: Concepts, Evidence and Implications // Academy of Management Review. – 1995. – №1. – C. 65-91.

18. Freeman, R.E. 1984, Strategic management: A Stakeholder approach, Englewood Cliffs, NJ: Pentice Hall.
19. Freeman R.E. Stakeholder Theory of the Modern Corporation // Ethical Theory and Business. – 1988. – № 7. – С. 69-74.
20. Freeman, R.E., Evan, W. 1990. Corporate governance: a stakeholder interpretation // The Journal of Behavioral Economics. – № 19(4). – С. 337-359.
21. Garcia-Castro, R., A.Arino, M. On the nature of Stakeholders' "stakes" // IESE Business School.
22. Goodpaster, K. 1991. Business ethics and stakeholder analysis // Business Ethics Quarterly. – №1. – С. 53-73.
23. Goodpaster, K., Holloran, T. 1994. In defense of a paradox //Business Ethics Quarterly. – №4. – С. 423-430.
24. Jensen, M. C. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3.
25. Tirole, J. 2001. Corporate governance // Econometrica. – № 69. – С. 1-35.
26. Wood, D.J. 1991. Corporate Social Performance Revisited // Academy of Management Review. – №16. – С. 691-718.

ТЕМА 3. СОЗДАНИЕ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ И ЦЕННОСТИ ДЛЯ ПРОЧИХ ФИНАНСОВЫХ И НЕФИНАНСОВЫХ СТЕЙКХОЛДЕРОВ КАК НОВАЯ ПАРАДИГМА УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Стейкхолдерско-агентский подход к ценностно-ориентированному управлению корпоративными финансами.
2. Нефинансовые стейкхолдеры как бенефициары стратегической ориентации на создание фундаментальной акционерной стоимости в долгосрочной перспективе.

3. Факторы устойчивого создания акционерной стоимости.

4. Решения в области структуры финансирования, оптимизации рисков и приобретения конкурентных преимуществ как основные инструменты создания акционерной стоимости в условиях информационно эффективных финансовых рынков.

5. Внедрение индикаторов ценностно-ориентированного управления как инструмент контроля агентских конфликтов и улучшения качества корпоративных управленческих решений.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте содержание понятия «Стейкхолдерско-агентский подход к ценностно-ориентированному управлению корпоративными финансами».

2. Почему нефинансовые стейкхолдеры выступают бенефициарами стратегической ориентации на создание фундаментальной акционерной стоимости в долгосрочной перспективе?

3. Перечислите и охарактеризуйте известные Вам факторы устойчивого создания акционерной стоимости.

4. Решения в каких областях выступают основными инструментами создания акционерной стоимости в условиях информационно эффективных и несовершенных финансовых рынков?

5. В чем заключаются необходимость и возможности наделения нефинансовых стейкхолдеров правами остаточных требований?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Связь расчетных стоимостных индикаторов с рыночной стоимостью компании и акционерной доходностью.

2. Методические аспекты внедрения ценностно-ориентированного управления корпоративными финансами.

3. Возможности наделения нефинансовых стейкхолдеров правами остаточных требований и их критический анализ.

Рекомендуемая литература

1. Ивашковская И.В., Кукина Е.Б. Детерминанты экономической прибыли крупных российских компаний // Корпоративные финансы. – 2009. – №4. – С. 18-33.
2. Ankudinov A. B., Safina L. A. 2011. Investment in Innovations as Value Driver: Review of Empirical Studies and Analysis of Impact on Value Creation in Emerging Markets // International Journal of Humanities and Social Science, vol. 1, no. 5. – pp. 48-52.
4. Bai Y., Green C. 2011. Determinants of Cross-Sectional Stock Return Variations in Emerging Markets. Empirical Economics, vol. 41, no. 1. – pp. 81-102.
5. Chen L., Zhao X. 2006. On the Relation Between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio. Finance Research Letters, no. 3 – pp. 253-266.
6. Chen P., Zhang G. 2007. How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence. Journal of Accounting and Economics, no. 43. – pp. 219-244.
7. Chua C. T., Eun C. S., Lai S. 2007. Corporate valuation around the world: the effects of governance, growth, and openness. Journal of Banking & Finance, no. 31. – pp. 35–56.
8. Copeland T., Dolgoff A. Outperform with expectations-based management: A state-of-the-art approach to creating and enhancing shareholder value. – John Wiley and Sons, 2011.
9. Fama E., French K. 1996. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. Journal of Finance, vol. 51, no. 1. – pp. 55-84.
10. Fruhan, W. E. Financial strategy: Studies in the creation, transfer, and destruction of shareholder value. – Homewood, Irwin, 1979. – 301 с.
11. Griliches, Z. Market value, R&D and patents // Economics Letters. – 1981. – № 7(2). – pp. 183-187.
12. Hirschey, M. Market structure and market value // The Journal of Business. – 1985. – № 58(1). – pp. 89-98.

13. Kleidon A. 1986. Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models. *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 5. – pp. 953-1001.
14. KPMG. Economic Value Added. Survey on Russian companies / KPMG. – KPMG Press, 2010. – 34 с.
15. La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, no. 57. – pp. 1147-1170.
16. Malighetti P., Meoli M., Paleari S., Redondi R. 2011. Value Determinants in the Aviation Industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, vol. 47, no. 3. – pp. 359-370.
17. Margaritis D., Psillaki M. 2010. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, no. 3. – pp. 621-632.
18. Meoli M., Paleari S., Vismara S. 2009. IPO Valuation of European Pyramidal Groups. *Banking and Finance Review*, no. 1 – pp. 17–34.
20. Pandey I. 2005. What Drives Shareholder Value. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, no. 1 – pp. 105–120.
21. Pedersen T., Thomsen S. 2003. Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: the Importance of Owner Identity. *Journal of Management and Governance*, no. 7. – pp. 27–55.
22. Young, D., O'Byrne, S. EVA and value-based management. A practical guide to implementation. – McGraw-Hill, 2001. – 493 с.

ТЕМА 4. СПЕЦИАЛЬНЫЕ РАЗДЕЛЫ АНАЛИЗА ЭФФЕКТИВНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ (3 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Базовые предположения анализа эффективности инвестиционных проектов и их критический анализ.

2. Необходимость и основные направления анализа эффективности корпоративных инвестиционных проектов в условиях отклонения от базовых предложений проектного анализа.

3. Решение об изготовлении или закупке и годовые сопоставимые затраты.

4. Взаимоисключающие проекты различной продолжительности. Стоимость избыточных мощностей.

5. Инвестиционные решения, связанные с заменой оборудования.

Практическое задание для аудиторной работы

Необходимо рассчитать оптимальный срок замены оборудования при нижеследующих данных.

Импортное оборудование стоимостью 1 500 000 руб., используемое при производстве соусов и майонеза имеет, по оценке его производителей, срок экономической жизни продолжительностью в 6 лет. По окончании этого периода вследствие износа деталей оборудование теряет требуемую точность дозирования, при этом капитальный ремонт не имеет экономического смысла. Ликвидационная стоимость оборудования после 6 лет эксплуатации равна нулю.

В силу и высокой конкуренции на рынке соусов и майонезов, денежные потоки даже в течение срока экономически обоснованной эксплуатации оборудования неравномерны (физическое старение оборудования снижает возможность изготовления продукции премиального качества).

Перед фирмой встает следующая проблема: эксплуатировать оборудование в течение всего срока его экономической жизни, или продать его до истечения нормативных 6 лет, заменив на более современную версию.

Чистые денежные потоки от реализации проекта (по годам) составят (в тыс. руб.): 800; 750; 700; 650; 600; 550.

Прогнозная динамика изменения рыночной стоимости оборудования (по годам) составит (в тыс. руб.): 1400; 1200; 1000; 600; 200; 0.

При этом для простоты рассуждений предполагается, что рыночная стоимость оборудования на конец соответствующего года дана с учетом налоговых

последствий от реализации; иначе возникла бы необходимость ввести в расчет годовую норму амортизации и ставку налога на прибыль. Предполагается также, что решения об обновлении оборудования осуществляются по окончании соответствующего года.

Приемлемая ставка дисконтирования составляет 20%.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте базовые допущения анализа эффективности инвестиционных проектов. При каких условиях они обоснованы?
2. Что представляют собой годовые сопоставимые затраты? Каким образом они рассчитываются?
3. Какие альтернативные подходы к анализу взаимоисключающих проектов различной продолжительности Вам известны? В чем они заключаются?
4. Каким образом и в каких случаях учитывается стоимость избыточных мощностей?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

Проработайте примеры 7.1 и 7.3 гл.7; выполните задания 7.3-7.9 к гл. 7 книги Г. Бирмана и С. Шмидта Экономический анализ инвестиционных проектов (см. список рекомендованной литературы).

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Лимитирование финансовых ресурсов и его причины.
2. Методы отбора проектов при лимитированном объеме финансовых ресурсов и их критический анализ.
3. Выбор времени осуществления инвестиций.
4. Инвестиционные решения при наличии возможности получения дополнительной информации.

Практические задания для аудиторной работы

Проработка примеров 8.1 гл.8 и 12.1 гл. 12 книги Г. Бирмана и С. Шмидта Экономический анализ инвестиционных проектов (см. список рекомендованной литературы).

Контрольные вопросы

1. Теоретически все проекты с положительными NPV должны быть обеспечены достаточным финансированием. В чем причины лимитирования капитала на практике?
2. Что понимается под внешним лимитированием финансовых ресурсов?
3. Охарактеризуйте основные принципы, положенные в основу выбора времени осуществления инвестиций.
4. Каким образом осуществляется анализ инвестиционных решений при наличии возможности получения дополнительной информации?

Задания для самостоятельной работы

Выполните задания 12.2-12.7 на с. 320, 321 к главе 12 книги Г. Бирмана и С. Шмидта Экономический анализ инвестиционных проектов (см. список рекомендованной литературы).

Занятие 3

Аудиторная контрольная работа по теме 4. Контрольная работа выполняется по вариантам и предусматривает решение различными методами задач по анализу инвестиционной привлекательности проектов.

Рекомендуемая литература

1. Бирман, Г., Шмидт, С. Экономический анализ инвестиционных проектов. / Пер. с англ. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – Части I, II.
2. Брейли Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 9,10,11.

3. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Часть II.

4. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 5-8.

5. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. – 4-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл. 11,12.

6. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: БИНОМ, 2011. – Часть IV.

ТЕМА 5. МОДЕЛИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Модель оценки капитальных активов (САРМ) и ее обоснование. Основные допущения модели.
2. Концепция коэффициента β . Практический расчет коэффициента β .
3. Основные направления эмпирической проверки модели САРМ.
4. Проблемы практического применения модели САРМ.
5. Альтернативные модели оценки капитальных активов. Теория арбитражного ценообразования и ее критический анализ.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте экономическое содержание модели САРМ. Какие из допущений модели представляются Вам наиболее «жесткими»?
2. Что представляет собой коэффициент β ? Каким образом осуществляется расчет исторической беты? Почему даже исторические бета-коэффициенты для одной и той же компании у различных аналитиков могут отличаться?
3. Каким образом осуществляется «корректировка» исторических β -коэффициентов?

4. В чем заключается эмпирическая проверка модели CAPM? Почему эта модели относится к числу «непроверяемых» на основе сравнения ожидаемых доходностей с фактически реализованными?

5. В чем заключаются проблемы практического применения модели CAPM?

6. Охарактеризуйте принципиальные отличия моделей CAPM и арбитражного ценообразования.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Основные положения критического анализа модели CAPM Ричарда Ролла (Roll's critique, 1977) и эмпирического анализа Ю. Фамы и К. Френча (E. Fama and K. French, 1992).

2. Оценка стоимости капитала непубличных компаний.

3. Применение модели CAPM в условиях несовершенных рынков.

Задание на индивидуальную самостоятельную работу по теме 5

Требуется оценить стоимость собственного капитала отечественной публичной компании на основе модели CAPM, используя *самостоятельно рассчитанный коэффициент β* (даже если значения последнего выглядят нереалистичными). Расчеты производить на основе биржевых данных отечественных торговых площадок за последние 5 лет. В качестве расчетного периода следует выбрать неделю или декаду.

Критериями оценки качества выполнения индивидуального задания выступают качество расчетов, наглядность представления результатов и качество оформления, а также соблюдение установленных сроков представления задания на проверку.

Рекомендуемая литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.

2. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005.

3. Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента / Пер. с англ. 11-е издание. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2004.

4. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997.

ТЕМА 6. МОДЕЛИ ОПЦИОННОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ И ИХ ПРИМЕНЕНИЕ В РЕАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Основные понятия теории опционов. Виды и формы опционов. Оценка опционов и ее роль в процессе принятия финансовых решений.
2. Биномиальная модель оценки опционов, ее преимущества и недостатки.
3. Модель ценообразования опционов Блэка–Шоулза, ее концептуальное обоснование и основные допущения.
4. Применение моделей опционного ценообразования к оценке реальных опционов. Проблемы корректности применения математического аппарата опционного ценообразования к оценке реальных опционов.
5. Хеджирование на основе использования опционов.

Контрольные вопросы

1. Дайте определения финансового и реального опционов. Как определяются цена и ценность финансового и реального опционов?
2. Какую роль играет оценка опционов в процессе принятия финансовых решений?
3. Охарактеризуйте биномиальную модель оценки опционов, ее преимущества и недостатки.
4. Охарактеризуйте модель ценообразования опционов Блэка–Шоулза и ее основные допущения.
5. Критически проанализируйте возможности применения моделей опционного ценообразования к оценке реальных опционов.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

Выполните задания 2, 4, 5-11 на с. 570 к главе 21 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

Рекомендуемая литература

1. Адельмейер М. Опционы КОЛЛ и ПУТ: Экономическое и математическое содержание опционов, М., 2004.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008.
3. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс в 2-х томах / Пер. с англ. под ред. Ковалева В.В. – СПб.: «Экономическая школа», 2006.
4. Бухвалов А. В. Реальны ли реальные опционы // Российский журнал менеджмента №3, 2006.
5. Бухвалов А. В. Реальные опционы в менеджменте: введение в проблему // Российский журнал менеджмента №1, 2004.
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. – 2-е изд., исправл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
7. Зокин А. Оценка стоимости бизнеса: опционная модель. // Бизнес и Банки, 2005, № 9.
8. Калинин Д. Новые методы оценки стоимости компаний и принятия инвестиционных решений // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 8.
8. Карпова Н., Почерин Н. Использование теории опционов для определения стоимости НИОКР и стоимости лицензионных соглашений. // Вопросы оценки, 2007. – №2.
9. Кожевников Д. Применение моделей «реальных опционов» для оценки стратегических проектов. – М.: МФТИ, 2007.
10. Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки компаний. // Рынок ценных бумаг, 2008, № 12.

11. Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 2007.

12. Лимитовский М. А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: учеб.-практич. пособие. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: «Издательство Юрайт», 2008.

13. Макмилан Л.Г. Опционы как стратегическое инвестирование : 3-е издание, М., 2003.

14. Сысоев А. Ю. Использование моделей «реальных опционов» при оценке эффективности инвестиционных проектов // Вестник ФА. – 2007. – Вып. 4.

ТЕМА 7. КОРПОРАТИВНЫЕ РЕШЕНИЯ В ОБЛАСТИ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Основы классической теории процентных ставок. Номинальные и реальные процентные ставки. Теория Фишера и ее эмпирическое тестирование.

2. Временная структура процентных ставок и доходность облигаций к погашению.

3. Рационализация временной структуры процентных ставок. Традиционная теория (гипотеза) ожиданий. Теория предпочтения ликвидности. Теория (гипотеза) сегментации рынка.

Контрольные вопросы

1. Дайте определения номинальных и реальных процентных ставок.

2. В чем заключается теория Фишера и каким образом осуществляется ее эмпирическое тестирование?

3. Что представляет собой временная структура процентных ставок?

4. Охарактеризуйте традиционную теорию (гипотезу) ожиданий, теорию предпочтения ликвидности, теорию (гипотезу) сегментации рынка.

Задания для самостоятельной работы

Выполните задания 2-10 на с. 647 к главе 25 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Виды корпоративного долга.
2. Защита интересов держателей корпоративного долга. Фонд погашения и защитные оговорки.
3. Корпоративные облигации с встроенными опционами.
4. Проектное финансирование.
5. Рационализация выбора лизинговой модели финансирования. Оценка эффективности лизингового контракта.

Контрольные вопросы

1. Какие виды корпоративного долга Вам известны?
2. Охарактеризуйте основные инструменты защиты интересов держателей корпоративного долга. Какие из них наилучшим образом подходят отечественным компаниям?
3. Охарактеризуйте корпоративные облигации с встроенными опционами.
4. Перечислите основные характеристики проектного финансирования.
5. На основе анализа каких факторов производится оценка эффективности лизингового контракта?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Выполните критический анализ доступности инструментов корпоративного долгового финансирования для отечественных корпораций, а также уровня защиты интересов держателей корпоративного долга. Какие защитные оговорки применяются в российской практике?
2. Выполните критический анализ инноваций на рынке корпоративного долга.

3. Проанализируйте опционную составляющую лизингового финансирования.

4. Выполните задание 11 на с. 696 к главе 26 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

Рекомендуемая литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.

2. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000.

**ТЕМА 8. СОВРЕМЕННЫЕ МОДЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ СТРУКТУРОЙ
КАПИТАЛА И ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКОЙ КОРПОРАЦИИ
(3 ЗАНЯТИЯ)**

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Решения по структуре капитала корпорации в контексте производственного и финансового риска.

2. Теорема Модильяни-Миллера без учета корпоративных налогов и ее арбитражное доказательство.

3. Модель Модильяни-Миллера с учетом корпоративных налогов.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение (определения) производственного (операционного) риска.

2. Охарактеризуйте понятие финансового риска. Какие подходы к определению финансового риска Вам известны?

3. Охарактеризуйте модель Модильяни-Миллера без учета корпоративных налогов. На основе каких допущений она обоснована?

4. Охарактеризуйте модель Модильяни-Миллера с учетом корпоративных налогов. Какую практическую значимость она имеет?

Задания для самостоятельной работы

1. Учет налогов на доходы физических лиц (модель Миллера).
2. Критический анализ моделей Модильяни-Миллера и Миллера.

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Компромиссные модели структуры капитала и их критический анализ.
2. Эффект информационной асимметрии.
3. Резервный потенциал заимствования и финансовая гибкость.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте и обоснуйте компромиссную модель структуры капитала.
2. Какой эффект оказывает информационная асимметрия на формирование структуры капитала публичной компании?
3. В чем заключаются эффекты необходимости обеспечения резервного потенциала заимствования и финансовой гибкости?

Задание для самостоятельной работы

Выполните письменный обзор факторов и детерминант формирования структуры капитала российских публичных компаний.

Занятие 3

Вопросы для обсуждения

1. Обоснование основных теорий дивидендной политики: теории иррелевантности дивидендов (Модильяни и Миллера), теории существенности дивидендов (Гордона и Линтнера), теории налоговой дифференциации (Литценбергера и Рамасвами).
2. Сигнальная роль решения о выплате дивидендов.

3. Эффект клиентуры и агентская проблема как факторы формирования дивидендной политики.

4. Политика выплаты стабильных дивидендов. Модель выплаты дивидендов по остаточному принципу.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте и обоснуйте основные теории дивидендной политики

2. Охарактеризуйте сигнальную роль решения о выплате дивидендов. Насколько значим этот фактор для российских публичных компаний?

3. В чем заключаются эффект клиентуры и агентская проблема как факторы формирования дивидендной политики?

4. Выполните сравнительный анализ политики выплаты стабильных дивидендов и политики выплаты дивидендов по остаточному принципу.

Задание для самостоятельной работы

Выполните эссе на тему: дивидендная политика компаний в условиях трансформационных экономик.

Задание на индивидуальную самостоятельную работу по теме 8

Требуется выполнить обзор результатов эмпирической проверки основных теорий дивидендной политики: теории иррелевантности дивидендов (Модильяни и Миллера), теории существенности дивидендов (Гордона и Линтнера), теории налоговой дифференциации (Литценбергера и Рамасвами).

Рекомендуемая литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.

2. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005, т.1.

3. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007.

4. Фабозци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ.- М.: ИНФРА – М, 2000.

5. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998.

ТЕМА 9. КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ И ИХ ХЕДЖИРОВАНИЕ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ФИНАНСОВЫХ ДЕРИВАТИВОВ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Источники и экономическая природа финансового риска. Классическая и неоклассическая интерпретация риска. Содержание процесса управления корпоративными финансовыми рисками.

2. Понятие, экономическое содержание и общая технология хеджирования. Хеджирование процентного риска: волатильность и дюрация. Определение коэффициента хеджирования.

3. Хеджирование ценовых и финансовых рисков на основе использования срочных – фьючерсных и форвардных – сделок. «Самодельные» форвардные контракты.

4. Своповые сделки, как инструмент хеджирования. Опционные стратегии хеджирования.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте классическую и неоклассическую интерпретации риска. Какая концепция риска заложена в «классическом» финансовом менеджменте?

2. Охарактеризуйте содержание процесса управления корпоративными финансовыми рисками?

3. Что представляет собой хеджирование процентного риска?

4. Охарактеризуйте понятие дюрации.

5. Охарактеризуйте механизм хеджирования ценовых и финансовых рисков на основе использования срочных – фьючерсных и форвардных – сделок.

6. Что представляют собой своповые сделки и как они используются в качестве инструмента хеджирования.

Задание для самостоятельной работы

Выполните задание 16 на с. 728 к главе 27 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

Рекомендуемая литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.
2. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996.
3. Колб Р.У. Финансовые деривативы: Учебник. Перс англ. Издание 2-е. – М.: ИИД «Филинь», 1997.
4. Рэдхэд К. и Хьюс С. Управление финансовыми рисками: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996.
5. Hull J. Options, Futures and other Derivative Securities. Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1989.
6. Kohn M. Financial Institutions and Markets. – McGraw-Hill, 1994.

Защита заданий на индивидуальную самостоятельную работу по темам 5,8.

Методическая разработка

Анкудинов Андрей Борисович,

Лебедев Олег Владимирович,

Хайруллина Эльвира Ильдаровна

СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ