

# Программа учебной дисциплины Корпоративные финансы

Утверждена  
Экспертно-методический совет  
ИППС НИУ ВШЭ

## 1. ЦЕЛЬ, РЕЗУЛЬТАТЫ ОСВОЕНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ И ПРЕРЕКВИЗИТЫ

Дисциплина Корпоративные финансы дает представление о методах обоснования целей в управлении финансами, выборе критериев оценки принимаемых решений, построении стимулирующих механизмов для менеджеров и механизмов снятия конфликтов между стейкхолдерами. В рамках курса объясняется понятие платности капитала, обосновывается величина платности (стоимость капитала в процентах годовых) в зависимости от операционного (производственного) и финансового рисков, а также рисков корпоративного управления. Дается представление о принципах управления стоимостью бизнеса (VBM) и влиянием инвестиционных и финансовых решений на справедливую рыночную стоимость компании при различных предположениях о внешней среде. Объясняются недостатки и преимущества различных методов анализа инвестиционных и финансовых возможностей компании. Дается представление об управленческой гибкости и методах ее оценки.

В результате освоения дисциплины Корпоративные финансы студент самостоятельно на базе открытой информации (финансовая отчетность, данные по структуре собственников и рыночной информации: капитализация, волатильность доходности акции, free float и т.п.)

- формирует показатели, позволяющие выявить финансовые проблемы компании и сформировать набор индикаторов для диагностирования процесса создания/проедания рыночной стоимости (обосновывает доходность бизнеса и отдачу по собственному капиталу в динамике,

- находит отраслевые характеристики отдачи по капиталу, рентабельности продаж, обосновывает стоимость отдельных элементов капитала различными методами,

- строит финансовую модель с прогнозированием таких показателей, как OCF, FCF, FCFE);

- строит финансовую модель по пяти ключевым характеристикам;

- показывает влияние ключевых инвестиционных и финансовых решений на справедливую рыночную стоимость, включая обоснование оптимальной структуры капитала методом WACC, волатильности прибыли и APV, обоснование дивидендной политики компании.

- приобретает навыки сбора финансовой и нефинансовой информации по компании и соответствующей отрасли (аналогам); отрабатывают компетенции представления результатов финансового анализа для инвесторов при обосновании инвестиционно-финансовых решений. Дисциплина позволяет овладеть терминологией современной (стоимостной) финансовой аналитики.

В результате освоения дисциплины студент должен:

*знать*

- отличие финансовых решений от инвестиционных и операционных;

- современные требования к проведению финансового анализа компаний в рыночной среде, анализу ее капитала (иметь представление об ограниченности учетной (бухгалтерской) модели анализа компании, двух контуров интересов диагностирования финансовых проблем и успеха);

- концепцию VBM и ее составные элементы;

- факторы, определяющие рыночную стоимость бизнеса и влияние изменений структуры капитала и дивидендной политики на модельную и наблюдаемую на рынке

стоимость бизнеса;

- области применения WACC и методы обоснования требуемой доходности по элементам капитала;
- различия дивидендных политик компаний в современном мире;
- роль финансовых механизмов корпоративного управления;
- требования к Equity Research в инвестиционной аналитике;

*уметь*

- рассчитать основные стоимостные показатели для компании (ROC, ROE, ROC-WACC, FCF, FCFE) и применить конструкцию DCF для оценки рыночной стоимости бизнеса;
- рассчитать стоимость элементов капитала (COE, COD);
- обосновать расчетами оптимальную структуру капитала;
- обосновывать принципы дивидендной политики для заданной компании (с учетом отрасли, стадии жизненного цикла и др. факторов);

*обладать навыками*

- обоснования принятия финансовых решений (изменения структуры капитала и дивидендной политики);
- объяснения различий в инвестиционной привлекательности компаний.

Настоящая дисциплина относится к циклу профессиональных дисциплин.

Изучение данной дисциплины базируется на следующих дисциплинах: Микроэкономика, Финансовый менеджмент, Бухгалтерский учет и отчетность.

Для освоения учебной дисциплины, студенты должны владеть следующими знаниями и компетенциями: знать основы финансового учета, основы финансового менеджмента (концепция стоимости денег, риска и доходности).

Основные положения дисциплины должны дополнить знания и компетенции, полученные при изучении вышеуказанных дисциплин.

## **2. СОДЕРЖАНИЕ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ**

### **Тема 1. Области применения корпоративных финансов**

Корпоративные финансы и финансовый менеджмент. Основные понятия стоимостного финансового анализа и разработки финансовой стратегии (глоссарий), предмет и объект изучения. Цели и мотивы принятия решений основных стейкхолдеров компании, источники конфликта интересов. Финансовая стратегия в обосновании ключевых финансовых ограничений на принятие инвестиционных и операционных решений. Финансовые решения и диагностирование финансового успеха на разных этапах жизненного цикла компании. Три проекции в диагностировании финансового успеха и набор показателей для контура кредитора и собственника.

Концепции BSC, VBM и экономической прибыли (EVA) в разработке стратегии компании и диагностировании финансового успеха. Источники информации для принятия финансовых решений.

### **Тема 2. Концепция VBM и стоимостная аналитика**

Два контура анализа финансовых проблем компании (контур кредитора и контур собственника) и две модели финансового анализа (учетная и стоимостная). Ограниченность традиционных финансовых показателей на базе стандартной финансовой отчетности. Источники информации для проведения современного финансового анализа и разработки финансовой стратегии.

Рыночная стоимость бизнеса как интегральная оценка успеха компании на рынке

Многообразие показателей рыночной стоимости бизнеса. Обоснование рыночной стоимости бизнеса как долгосрочной финансовой цели. Концепция управления

стоимостью (VBM) и поддерживающие ее элементы. Управленческие решения по мотивации персонала и сглаживанию внутрикорпоративных конфликтов на основе концепции управления стоимостью. Факторы, влияющие на рыночную стоимость. Отличие рыночной капитализации и EV. Понятие вмененной стоимости и основные рыночные мультипликаторы, правила их формирования (P/E, EV/EBITDA и т.п.).

Формирование финансовых ограничений для принятия инвестиционных и операционных решений, проведения финансового анализа (концепция стоимости капитала для компании – WACC, дивидендного выхода). Спред и индекс эффективности, показатели добавленной стоимости (остаточная стоимость и EVA компании Стерна-Стюарта).

### **Тема 3. Факторы, определяющие рыночную стоимость бизнеса**

Факторы денежного потока и соответствующие показатели (OCF, FCF, FCFE). Диагностирование факторов систематического и специфического риска. Агентские конфликты на финансовых рынках. Значимость корпоративного управления в разрешении конфликта интересов.

Рост бизнеса и инвестиционные решения в наращении стоимости компании. Ключевые показатели, характеризующие целесообразность инвестирования (срок окупаемости, NPV, IRR). Отличие органического роста от M&A, специфика анализа синергии. Влияние рыночных несовершенств на возможность создания стоимости финансовыми решениями (парадокс MM). Основные финансовые рычаги наращения стоимости: сопоставительный анализ. Взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений.

### **Тема 4. Требуемая доходность по элементам капитала**

Отличие собственных и заемных источников финансирования компании: риски держателей этих элементов капитала и требуемая доходность. Стоимость элементов капитала для компании. Налоговый щит.

Портфельные, кумулятивные, субъективные методы обоснования стоимости денег с позиции анализируемого инвестора. Особенности портфельных методов в обосновании требуемой доходности по собственному и заемному капиталу. Основные методы и приемы обоснования стоимости заемных элементов капитала. Модели обоснования стоимости по собственному капиталу (CAPM, многофакторные модели). Источники информации для обоснования стоимости капитала компании.

Приемы практического обоснования параметров CAPM для непубличных компаний, малых компаний и компаний с наличием специфических рисков.

### **Тема 5. Концепция WACC и оптимальная структура капитала**

Расчет WACC и применение WACC для решения различных задач финансового управления.

Поведение стоимости элементов капитала (заемного и собственного) при изменении финансового рычага. Возможность моделирования стоимости акционерного капитала по модели CAPM: формула Р.Хамады и другие варианты отражения финансового риска в стоимости денег для компании. Модификации CAPM для развивающихся рынков. Значимость кредитного рейтинга для моделирования стоимости заимствования. Синтетический кредитный рейтинг.

Факторы, влияющие на выбор высокого финансового рычага (операционные, инвестиционные, структуры собственности, наличия интеллектуального капитала и т.п.). Особенности выбора структуры капитала на развивающихся рынках.

Анализ волатильности прибыли и фиксация общего уровня приемлемости риска. Взаимосвязь решений по структуре капитала и по распределению прибыли. Факторный метод обоснования оптимальной структуры капитала. Понятие целевой структуры

капитала и финансовой гибкости. Финансовый маркетинг как работа по созданию финансовой гибкости.

### **Тема 6. Дивидендная политика компаний и рыночная стоимость бизнеса**

Принципы разработки политики расчетов с собственниками. Формы финансовых взаимодействий компании и ее собственников. Понятие дивидендной политики, виды дивидендных политик и формы расчетов с собственниками (денежные дивиденды, выкуп акций и др.). Факторы, определяющие выбор величины дивидендов.

Взаимосвязь рыночной стоимости бизнеса (рыночной капитализации) и дивидендов: сигнальные эффекты. Специфика дивидендных выплат на развивающихся рынках капитала (влияние концентрации собственности и слабой институциональной защиты миноритариев).

### **Тема 7. Финансовые механизмы корпоративного управления**

Характеристики корпоративного управления и поиск информации для ранжирования компаний. Бонусные и опционные программы, направленные на снижение конфликта интересов и рост рыночной стоимости. Программы Фондовых опционов (фантомные, с различной фиксацией цены исполнения).

## **3. ОЦЕНИВАНИЕ**

Тип контроля	Параметры
Текущий	Индивидуальное практическое задание
Итоговый	Экзамен, выполнение и защита индивидуального практического задания. Количество дней оценки результатов контроля – 5 дней.

Текущий контроль – последовательное выполнение индивидуального задания, максимальное количество баллов за текущий контроль – 60.

Индивидуальное практическое задание текущего контроля оценивается следующим образом:

- оценка представленных расчетов по стоимостной аналитике компании – до 10 баллов;
- оценка представленных расчетов по WACC – до 10 баллов;
- оценка самостоятельно построенной DCF модели и сопоставление модельных и наблюдаемых на рынке оценок публичной компании (MCap, EV) – до 10 баллов;
- обоснование оптимальной структуры капитала – до 10 баллов;
- обоснование дивидендной политики – до 10 баллов;
- обоснование финансовых механизмов корпоративного управления – до 10 баллов.

Итоговый контроль - подготовка презентации, защита выполненного индивидуального практического задания и ответы на открытые вопросы по нему. Максимальная количество баллов за итоговый контроль – 40.

Результирующая оценка по дисциплине представляет собой сумму баллов, полученных студентом за текущий и итоговый контроль.

Результирующая итоговая оценка формируется следующим образом:

- индивидуальное практическое задание по публичной компании глобального рынка - 60 баллов,
- презентация выполненной работы и ответы на вопросы - 40 баллов.

Шкала пересчета общей итоговой оценки результирующей оценки на 10-балльную шкалу:

10-балльная шкала	100-балльная шкала
1	1-30
2	50-54
3	55-64
4	55-59
5	60-64
6	65-70
7	71-80
8	81-95
9	96-99
10	100

Результирующая оценка по дисциплине выставляется по 10-балльной шкале:

- Отлично - 8-10 баллов (по 10-балльной шкале);
- Хорошо - 6-7 баллов (по 10-балльной шкале);
- Удовлетворительно - 4-5 баллов (по 10-балльной шкале);
- Неудовлетворительно - 0-3 балла (по 10-балльной шкале).

#### 4. ПРИМЕРЫ ОЦЕНОЧНЫХ СРЕДСТВ

Индивидуальное практическое задание текущего контроля должна состоять из:

- представленных расчетов по стоимостной аналитике компании;
- представленных расчетов по WACC;
- самостоятельно построенной DCF модели и сопоставление модельных и наблюдаемых на рынке оценок публичной компании (MCap, EV);
- обоснования оптимальной структуры капитала;
- обоснования дивидендной политики;
- обоснования финансовых механизмов корпоративного управления.

Защита выполненного индивидуального практического задания включает ответы на открытые вопросы.

##### **Примерный перечень открытых вопросов:**

1. Цели и мотивы принятия решений основных стейкхолдеров компании.
2. Понятие агентского конфликта в корпоративных финансах и механизмы его разрешения. Роль корпоративного управления.
3. Финансовые механизмы корпоративного управления.
4. Два контура анализа финансовых проблем компании (контур кредитора и контур собственника).
5. Ограниченность традиционных финансовых показателей на базе стандартной финансовой отчетности.
6. Источники информации для проведения современного финансового анализа и разработки финансовой стратегии.
7. Понятие финансовой стратегии в обосновании ключевых финансовых ограничений на принятие инвестиционных и операционных решений.
8. Финансовые решения и диагностирование финансового успеха на разных этапах жизненного цикла компании.
9. Три проекции в диагностировании финансового успеха и набор показателей для контура кредитора и собственника.
10. Концепции BSC и экономической прибыли (EVA) в разработке стратегии компании и диагностировании финансового успеха.
11. Многообразие показателей рыночной стоимости бизнеса. Концепция управления стоимостью (VBM) и поддерживающие ее элементы.

12. Управленческие решения по мотивации персонала и сглаживанию внутрикорпоративных конфликтов на основе концепции управления стоимостью.
13. Факторы, влияющие на рыночную стоимость.
14. Вмененная стоимость компании и основные рыночные мультипликаторы, правила их формирования (P/E, EV/EBITDA и т.п.).
15. Формирование финансовых ограничений для принятия инвестиционных и операционных решений
16. Концепция стоимости капитала для принятия инвестиционных и финансовых решений, диагностирования текущей эффективности.
17. Спред и индекс эффективности в диагностировании инвестиционной привлекательности компании.
18. Принципы расчета показателя свободного денежного потока (FCFF и FCFE).
19. Взаимосвязь ключевых текущих финансовых показателей в рамках стоимостного анализа.
20. Модели обоснования стоимости по собственному капиталу (CAPM, многофакторные модели). Приемы практического обоснования параметров CAPM для непубличных компаний, малых компаний и компаний с наличием специфических рисков.
21. Методы обоснования требуемой доходности по заемному капиталу. Налоговый щит и стоимость заемного капитала компании.
22. Поведение стоимости элементов капитала (заемного и собственного) при изменении финансового рычага.
23. Расчет бета коэффициента при применении метода аналогов.
24. Многообразие моделей для обоснования стоимости заемного капитала компании.
25. Влияние инвестиционных решений на рост стоимости бизнеса.
26. Отличие органического роста от M&A.
27. Влияние рыночных несовершенств на возможность создания стоимости финансовыми решениями (парадокс MM).
28. Взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений.
29. Модификации CAPM для развивающихся рынков.
30. Значимость кредитного рейтинга для моделирования стоимости заимствования. Синтетический кредитный рейтинг.
31. Факторы, влияющие на выбор высокого финансового рычага (операционные, инвестиционные, структуры собственности, наличия интеллектуального капитала и т.п.).
32. Формы финансовых взаимодействий компании и ее собственников.
33. Понятие дивидендной политики, виды дивидендных политик и формы расчетов с собственниками (денежные дивиденды, выкуп акций и др.). Факторы, определяющие выбор величины дивидендов.
34. Взаимосвязь рыночной стоимости бизнеса (рыночной капитализации) и дивидендов: сигнальные эффекты. Специфика дивидендных выплат на развивающихся рынках капитала (влияние концентрации собственности и слабой институциональной защиты миноритариев).
35. Финансовые механизмы корпоративного управления.

## **5. РЕСУРСЫ**

### **5.1. Основная литература**

#### **Литература:**

1. Теплова Т.В. Корпоративные финансы. М. ЮРАЙТ, 2013.

### **5.2. Дополнительная литература**

1. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор, М. Юрайт, 2010.

### 5.3. Программное обеспечение

№ п/п	Наименование	Условия доступа
1.	Microsoft Windows 7 Professional RUS Microsoft Windows 10 Microsoft Windows XP	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>
2.	Microsoft Office Professional Plus 2010	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>

### 5.4. Профессиональные базы данных, информационные справочные системы

№ п/п	Наименование	Условия доступа
<b><i>Профессиональные базы данных, информационно-справочные системы</i></b>		
1.	Консультант Плюс	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>
2.	Электронно-библиотечная система Юрайт	URL: <a href="https://biblio-online.ru/">https://biblio-online.ru/</a>
<b><i>Интернет-ресурсы (электронные образовательные ресурсы)</i></b>		
1.	Открытое образование	URL: <a href="https://openedu.ru/">https://openedu.ru/</a>

### 5.5. Материально-техническое обеспечение дисциплины

Учебные аудитории для лекционных занятий по дисциплине обеспечивают использование и демонстрацию тематических иллюстраций, соответствующих программе дисциплины в составе:

- мультимедийный проектор с дистанционным управлением.