



## **Рабочая программа дисциплины Корпоративные финансы**

для образовательной программы  
«Финансовый менеджмент» направления подготовки 38.03.01 Экономика  
уровень бакалавр

**Разработчик программы: Черкасов Михаил Юрьевич**

### **Область применения и нормативные ссылки**

Настоящая программа учебной дисциплины устанавливает требования к образовательным результатам и результатам обучения студента и определяет содержание и виды учебных занятий и отчетности.

Программа предназначена для преподавателей, ведущих дисциплину «Корпоративные финансы», учебных ассистентов и студентов направления подготовки 38.03.01 Экономика, обучающихся по образовательной программе «Финансовый менеджмент».

Программа учебной дисциплины разработана в соответствии с:

- Образовательным стандартом ФГАОУ ВПО НИУ ВШЭ по направлению подготовки 38.03.01 Экономика, квалификация: академический бакалавр
- Образовательной программой 38.03.01 «Финансовый менеджмент»;
- Объединенным учебным планом образовательной программы «Финансовый менеджмент» НИУ ВШЭ.

### **Цели освоения дисциплины**

Для построения системы управления финансами современной компанией (публичной и закрытой, разных организационно-правовых форм, с государственным участием и без) и обоснования принятия адекватных инвестиционно-финансовых решений требуется грамотная финансовая аналитика, отвечающая требованиям современного состояния экономики и сложившейся практики принятия решений (включая практику лидеров рынка). Специалисты финансово-экономических служб должны обладать целым комплексом компетенций, обеспечивающий им своевременное и адекватное вызовам рынка принятие решений с целью наращивания конкурентных преимуществ и нахождения новых рыночных ниш.

Для успешного усвоения дисциплины студент, приступая к изучению (освоению) данной дисциплины, должен обладать общими знаниями об экономике фирмы, навыками работы с финансовой отчетностью.

Целью дисциплины является ознакомление студентов с логикой и основными принципами финансового управления, который строится на современном финансовом анализе. Дисциплина 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 дисциплины 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.

#### Задачи дисциплины:

- формирование базовых навыков анализа капитала компании (понимание различия двух моделей финансового анализа компании и двух контуров интересов финансовых стейкхолдеров; корректного расчета ключевых индикаторов финансового здоровья компании и инвестиционных проектов), понимания мотивов и стимулов ее основных стейкхолдеров;
- обеспечение понимания финансовой модели компании для принятия инвестиционных и финансовых решений; развитие навыков ее построения по ключевым параметрам внешней среды и целям собственников;
- формирование видения перспектив внедрения современной системы финансового менеджмента в российских компаниях.

#### Результаты обучения

В результате изучения дисциплины обучающиеся должны:

- иметь представление о современных требованиях 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);
- иметь представление о концепции управления стоимостью компанией (VBM), ее основных элементах;
- понимать значимость факторов внешней среды (макроэкономической, отраслевой, институциональной), систем внутреннего и корпоративного управления в разработке финансовой стратегии и обосновании отдельных инвестиционных и финансовых решений, влиянии их на рыночную стоимость;
- осознать первичность финансовых решений перед инвестиционными, понимать уровни финансовых ограничений и области учета нефинансовых ограничений на инвестиции;
- знать основные методы коррекции показателей финансовой отчетности и расчета ключевых аналитических показателей финансового здоровья компании (по трем проекциям и контурам кредитора и собственника); принципы построения финансовой модели компании в программном продукте Excel;
- уметь строить прогноз операционного и свободного денежного потоков (OCF, FCF, FCFE) компании по отраслевым пропорциям и ранее наблюдаемым финансовым коэффициентам по рассматриваемой компании и ее аналогов;
- уметь рассчитывать разными методами стоимость элементов капитала; обосновывать оптимальный уровень заимствования и формы расчета с собственниками;
- приобрести навыки сбора финансовой информации по компании и соответствующей отрасли; расчета параметров финансовой модели; представления результатов анализа для инвесторов при обосновании инвестиционно-финансовых решений;
- владеть терминологией современной (стоимостной) финансовой аналитики.

#### Содержание дисциплины

##### Тема 1. Корпоративные финансы – сфера деятельности, наука и учебная дисциплина

Корпорация как особая форма организации фирмы. Жизненный цикл фирмы и решения о создании корпорации. Комплекс финансовых решений фирмы и корпорации на различных этапах ее жизненного цикла. Рынок капитала как среда функционирования корпорации. Финансовый подход к анализу доходности корпорации, его отличия от бухгалтерского. Принцип создания экономической прибыли – основа анализа финансовых решений корпорации. Альтернативные издержки как принцип построения финансового анализа.

Цели и мотивы принятия решений основных стейкхолдеров компании, источники конфликта интересов. 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.

Место корпоративных финансов в системе финансовых учебных дисциплин.

## **Тема 2. Принципы и методы анализа эффективности инвестиций в реальные активы**

Экономический анализ (подход): основные концепции и отличия от бухгалтерского подхода. Понятие инвестиционного проекта. Этапы инвестиционного проекта – первоначальные инвестиции, период реализации проекта, завершение проекта. Характеристики инвестиционного проекта – риск и денежные потоки. Принципы анализа эффективности инвестиционных проектов. Потоки денежных средств проекта на различных этапах его жизни. Бухгалтерские методы оценки эффективности проекта и их ограниченность: период окупаемости (PB), метод бухгалтерской рентабельности (ARR). Традиционные методы анализа эффективности (NPV, IRR, DPB, PI). Роль теоремы разделения инвестиционных и финансовых решений. Правило чистой приведенной стоимости инвестиций и его связь с финансовым рынком и концепцией портфеля-копии. Внутренняя норма доходности проекта как финансовая ставка доходности и норма экономической прибыли. Индекс рентабельности проекта (P/I) и особенности его применения в анализе эффективности проектов. Финансовый подход к определению периода окупаемости проекта: период окупаемости с учетом дисконтирования.

Специфические проблемы в анализе проектов. Множественность ставок IRR. Модифицированная IRR. Роль предпосылки о возможности повторения проектов и метод эквивалентного аннуитетного потока в анализе проектов с различными сроками жизни. Проблема различия объемов первоначальных инвестиций. Типичные инвестиционные проекты снижения затрат и замены оборудования. Выбор инвестиционных проектов в условиях наличия бюджетных ограничений.

Дополнительные критерии экономической эффективности компании: EAA, DPP, DPI, MNVP, MIRR и пр.

## **Тема 3. Анализ доходности, ожидаемой собственниками фирмы**

Роль портфельной теории в построении моделей оценки доходности, ожидаемой собственником фирмы. Модель совершенного рынка капитала – методологическая основа построения аналитических моделей корпорации. Арбитраж на рынке капитала и понятие «портфеля - копии». Роль гипотезы эффективности рынка капитала в построении моделей анализа корпорации.

Система допущений модели ценообразования на долгосрочные активы фирмы (CAPM) и их роль в анализе систематического риска акций. Систематический риск капитала владельцев фирмы (бета). Можно ли протестировать модель CAPM – критика Ролла. Проблема подлинности фактора бета как измерителя систематического риска. Исторический и прогнозный методы анализа премии за рыночный риск. Деятельность финансово-аналитических агентств и создание «книг бета». Скорректированный бета (shrunk or adjusted beta): причины и принципы коррекции. Суммовый (lagged) бета. Альтернативные подходы к анализу доходности. Принципы и допущения многофакторных моделей. Арбитражная модель как основа анализа доходности на собственный капитал.

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.

## **Тема 4. 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.).

Агентские конфликты в финансовом менеджменте. Значимость корпоративного управления в разрешении конфликта интересов.

Концепции BSC, VBM и экономической прибыли (EVA) в разработке стратегии компании и диагностировании финансового успеха.

### **Тема 5. Диагностирование ликвидности и текущей эффективности в рамках контура интересов собственника для построения прогнозного денежного потока**

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), показатель свободного денежного потока (FCFF и FCFE). Взаимосвязь ключевых текущих финансовых показателей в рамках стоимостного анализа.

Построение прогноза денежного потока (OCF, FCF, FCFE) по стандартной финансовой отчетности (баланс и отчет о прибыли) и по ключевым финансовым показателям (отраслевым и рассматриваемой).

### **Тема 6. Структура капитала фирмы**

Структура капитала в условиях совершенного рынка капитала – основа построения моделей анализа. Теоремы Модильяни - Миллера. «Портфель-копия» как метод доказательства.

Построение модели анализа структуры капитала для несовершенного рынка: введение фактора налоговой экономии. Теоремы Модильяни и Миллера с учетом налога на прибыль. Модель Миллера: равновесие отдельного инвестора и равновесие фирмы с учетом персональных налогов на доходы инвесторов.

Построение модели для несовершенного рынка: введение издержек финансовой неустойчивости. Прямые и косвенные издержки банкротства. Теория компромисса в выборе структуры капитала (trade-off theory).

Построение моделей анализа структуры капитала для несовершенного рынка: введение асимметрии информации. Основы сигнальных моделей структуры капитала: принципы моделей Росса и Майлуфа. Агентские издержки и выбор структуры капитала: агентские издержки заемного капитала, агентские издержки собственного капитала. Основы концепции последовательного выбора источников финансирования (pecking order theory).

Затраты на капитал и альтернативные издержки инвесторов. Модель средневзвешенных затрат на капитал фирмы. Методы анализа затрат на заемный капитал. Роль кредитных рейтингов в анализе затрат на заемный капитал корпорации. Затраты на капитал и финансовый рычаг. Фактор налоговой экономии и его отражение в анализе затрат на заемный капитал. Методы анализа затрат на собственный капитал. Бета акций компании и ее финансовый рычаг. Поправка Хамады. Минимизация средневзвешенных затрат на капитал для определения оптимальной структуры капитала.

### **Тема 7. Взаимозависимость инвестиционных и финансовых решений**

Конфликт интересов собственников и кредиторов фирмы. Рисковый долг как предпосылка возникновения конфликта интересов. Менеджмент и его основная цель действовать в интересах акционеров. Инвестиционные решения с позиции акционеров и с позиции всех инвесторов. Проблема неэффективных инвестиционных решений в условиях присутствия рискованного долга. Типичные проблемы – недоинвестирования, предпочтения рискованных проектов, предпочтения краткосрочных проектов, сопротивления ликвидации.

Эмиссионные оговорки (covenants) и их роль в обеспечении принятия эффективных инвестиционных решений. Уникальные возможности процедуры банкротства - выпуск старшего долга. Неэффективные инвестиционные решения и их значимость в определении размера издержек финансовой неустойчивости.

Роль теоремы Фишера в инвестиционном анализе. Источники взаимосвязи инвестиционных и финансовых решений корпорации. Скорректированная приведенная стоимость (adjusted present value, APV) как метод инвестиционного анализа: множественность потоков денежных средств и ставок дисконтирования. Преимущества метода APV и границы его применения. Метод средневзвешенных затрат на капитал и специфика расчета денежных потоков при анализе инвестиционных решений. Учет побочных эффектов при использовании средневзвешенных затрат на капитал. Сравнение результатов метода скорректированной приведенной стоимости и метода средневзвешенных затрат на капитал.

### **Тема 8. Политика выплат собственникам и стоимость фирмы**

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). «Загадка» дивидендов и проблема оптимальной политики выплат собственникам. Построение моделей анализа политики выплат для несовершенного рынка: введение фактора налогов. Типы инвесторов по критерию чувствительности по налогам и проблема оптимизации политики выплат (clientele theory). Построение моделей анализа политики выплат для несовершенного рынка: введение фактора асимметрии информации. Дивиденды как информационный сигнал для инвестора. "Радикальные левые" и проблема оптимальной политики выплат. Политика выплат и требования инвесторов к доходности. «Систематизированные факты» Линтнера.

### **Порядок формирования оценок по дисциплине**

Текущий контроль оценивается по результатам выполнения кейсов.

Итоговой формой контроля знаний является экзамен.

Оценки выставляются 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).

### **Вопросы самостоятельной проверки знаний**

1. Цели и мотивы принятия решений основных стейкхолдеров компании.
2. Понятие агентского конфликта в финансовом менеджменте и механизмы его разрешения. Роль корпоративного управления.
3. Финансовые механизмы корпоративного управления.
4. Два контура анализа финансовых проблем компании (контур кредитора и контур собственника). Отличия в двух моделях финансового анализа (учетной и стоимостной).
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. Поведение стоимости элементов капитала (заемного и собственного) при изменении финансового рычага.
22. Расчет бета-коэффициента при применении метода аналогов.
23. Многообразие моделей для обоснования стоимости заемного капитала компании.
24. Влияние инвестиционных решений на рост стоимости бизнеса.
25. Отличие органического роста от M&A.
26. Влияние рыночных несовершенств на возможность создания стоимости финансовыми решениями (парадокс MM).
27. Взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений.
28. Модификации CAPM для развивающихся рынков.
29. Значимость кредитного рейтинга для моделирования стоимости заимствования. Синтетический кредитный рейтинг.
30. Оценка налогового щита (по заемному капиталу, по амортизации, по другим решениям компании). Понятие финансовой неустойчивости и оценка возникающих прямых и косвенных издержек.
31. Факторы, влияющие на выбор высокого финансового рычага (операционные, инвестиционные, структуры собственности, наличия интеллектуального капитала и т.п.).
32. Метод волатильности прибыли в обосновании структуры капитала.
33. Финансовый маркетинг как работа по созданию финансовой гибкости.
34. Формы финансовых взаимодействий компании и ее собственников.
35. Понятие дивидендной политики, виды дивидендных политик и формы расчетов с собственниками (денежные дивиденды, выкуп акций и др.). Факторы, определяющие выбор величины дивидендов.

36. 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).

## Учебно-методическое и информационное обеспечение дисциплины

### Базовый учебник

1. Брейли Р., Майерс С. «Принципы корпоративных финансов: Второе издание». — М., «Олимп-Бизнес», 2007.
2. Теплова Т.В. «Корпоративные финансы. Учебник для бакалавров». М., «Юрайт», 2013

### Основная литература

1. Дамодаран А. «Инвестиционная оценка». – М., «Альпина», 2004.
2. Розанова Н.М. «Ситуационный анализ в экономике». - М., «Экономика», 2011.
3. Бланк И.А. «Управление финансовыми ресурсами». – М., «Омега-Л», 2010.
4. Григорьева Т.И. «Финансовый анализ для менеджеров: оценка, прогноз: учебник». – М., «Юрайт», 2011.
5. Бахрамов Ю.М. «Финансовый менеджмент: Учебник для вузов. 2-е изд.». – СПб., «Питер», 2011.
6. Пласкова Н.С. «Стратегический и текущий экономический анализ: учебник». – М., «Эксмо», 2010.
7. Романов В.С. «Модель экспресс-оценки стоимости компании».
8. [http://www.cfin.ru/appraisal/business/prompt\\_evaluation.shtml](http://www.cfin.ru/appraisal/business/prompt_evaluation.shtml)
9. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Д. «Стоимость компаний: оценка и управление». — М.: «Олимп-Бизнес», 2000.
10. Fernandez P. Equivalence of ten different discounted cash flow valuation methods // Research Paper no. 549 / University of Navarra. — 2004. <http://ssrn.com/abstract=367161>
11. Этрилл П., Маклейни Э. «Финансовый менеджмент и управленческий учет для руководителей и бизнесменов». М., «Альпина Паблишер», 2008. ISBN: 978-5-9614-3429-3. <https://www.litres.ru/piter-etrill/finansovyy-menedzhment-i-upravlencheskiy-uchet-dlya-rukovoditeley-i-biznesmenov-19272444>
12. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 3-е издание. М., «Проспект», 2014. ISBN: 9785392147366. <https://www.litres.ru/valeriy-kovalev-10371844/finansovyy-menedzhment-teoriya-i-praktika-3-e-izdanie-21974362/>
13. Свон М. Блокчейн. Схема новой экономики. М., «Олимп-бизнес», 2017. ISBN: 978-5-9693-0360-7. <https://www.litres.ru/melani-svon/blokcheyn-shema-novoy-ekonomiki-23282342/>

### Видео-лекции:

1. Ивашковская И.В. Основы корпоративных финансов. Видеокурс лекций. <https://ru.coursera.org>
2. Damodoran A. Best lectures of Harvard. Видеокурс лекций. [https://www.youtube.com/watch?v=f8UMSWAihnc&list=PLVRKQWHHTPX\\_XOD7efakiduqE6g5nddzL](https://www.youtube.com/watch?v=f8UMSWAihnc&list=PLVRKQWHHTPX_XOD7efakiduqE6g5nddzL)

### **Дистанционная поддержка дисциплины**

Дистанционная поддержка дисциплины предусмотрена в форме размещения дополнительных заданий, тестов, вопросов для самостоятельной работы.

Дистанционные ресурсы:

- Учебный портал ИППС (студенты получают логин и пароль для доступа на соответствующую страницу);
- Электронная почта (групповая или индивидуальная почта преподавателя), адрес которой указывается в расписании.

### **Материально-техническое обеспечение дисциплины**

Для проведения лекций используется ноутбук, проектор.