

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ФОНД ПОДГОТОВКИ КАДРОВ
ИННОВАЦИОННЫЙ ПРОЕКТ РАЗВИТИЯ ОБРАЗОВАНИЯ

Программа «Совершенствование преподавания социально-экономических дисциплин в
вузах»

Государственный университет Высшая школа экономики

Программа дисциплины

Корпоративные финансы
(сокращенный вариант)

Москва

2004

Программа дисциплины «Корпоративные финансы» составлена в соответствии с требованиями (федеральный компонент) к обязательному минимуму содержания и уровню подготовки дипломированного специалиста (бакалавра, магистра) по циклу «Общие гуманитарные и социально-экономические дисциплины» государственных образовательных стандартов высшего профессионального образования второго поколения, а также требованиями, предъявляемыми НФПК к новым и модернизированным программам учебных курсов, разработанным в рамках программы «Совершенствование преподавания социально-экономических дисциплин в вузах» Инновационного проекта развития образования.

Программа подготовлена при содействии НФПК – Национального Фонда подготовки кадров в рамках программы «Совершенствование преподавания социально-экономических дисциплин в вузах» Инновационного проекта развития образования.

Авторы (составители) :

Ивашковская Ирина Васильевна, заведующая кафедрой экономики и финансов фирмы, канд.эк.наук, профессор, Государственный университет Высшая Школа Экономики (ГУ-ВШЭ)

Пирогов Никита Константинович, старший преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы, Государственный университет Высшая Школа Экономики (ГУ-ВШЭ)

Рецензенты:

(ФИО, ученая степень, ученое звание, вуз)

I. Организационно-методический раздел

1. Цель курса

Предлагаемая программа направлена на повышение квалификации преподавателей блока финансовых дисциплин из региональных экономических вузов. Курс рассчитан на 32 часовую программу переподготовки преподавателей, которые в последующем смогут учить студентов по предложенной программе, но в объеме не менее 68 аудиторных часов.

Основная цель курса для преподавателей – становление единой модели преподавания курса «Корпоративные финансы» в региональных экономических вузах, соответствующей современному уровню экономического образования в ведущих университетах мира, сфокусированной на формировании у студентов методологического аппарата анализа капитала фирмы в рыночной среде на примере акционерной компании. Выполнение этой цели означает создание основы для освоения современного финансового анализа капитала фирмы, не зависимо от ее организационно-правовой формы и отраслевой принадлежности. Внедрение данного курса, имеющего методологическую направленность, будет вести к повышению качества преподавания цикла дисциплин финансов фирмы в экономических вузах.

2. Задачи курса.

- ознакомить преподавателей финансовых дисциплин в российских вузах с современными тенденциями в преподавании корпоративных финансов в ведущих университетах мира;
- сформировать модель преподавания студентам экономических вузов полноценного финансового анализа фирмы, базирующегося на преимуществах ключевых концепций микроэкономики об альтернативных издержках фирмы, экономической прибыли, соответствия доходности риску, выборе альтернатив размещения капитала в условиях определенности, в условиях риска и неопределенности;
- сфокусировать концепцию преподавания проблематики финансов фирмы на построении важнейших моделей, объясняющих принципы и алгоритм анализа полного цикла финансовых решений фирмы: о привлечении капитала и формировании его структуры, размещении капитала, выплатах инвесторам, осуществления реструктуризации бизнеса и капитала, приобретения контроля над акционерной компанией путем проведения операций ее покупки, об оценке результатов деятельности управленческой команды;

- сосредоточить концепцию преподавания курса вокруг ядра проблем формирования инвестиционной (подлинной) стоимости капитала фирмы, ключевой роли такого видения для проведения полноценного финансового анализа в условиях новой «интеллектуальной» экономики;
- сконцентрировать методику преподавания корпоративных финансов на вычленинии ключевых переменных, определяющих цикл финансовых решений фирмы, в рамках логической абстракции совершенного рынка капитала для выявления принципов коррекции моделей применительно к условиям несовершенного рынка капитала и применительно к специфике развивающегося (растущего) рынка капитала;
- сфокусировать методический аппарат курса на методологической составляющей корпоративных финансов, что отвечает современным требованиям, предъявляемым к обоснованию эффективности финансовых решений компании;
- построить методический аппарат курса с учетом необходимости усиления роли творческой, дискуссионной компоненты в подготовке бакалавров по проблематике полного цикла финансовых решений фирмы в рыночной среде.

3. Методическая новизна курса.

Концепция курса апробирована в течение 4 лет преподавания в международной программе Лондонского университета (Лондонской школы экономики) в Международном институте экономики и финансов (МИЭФ) ГУ-ВШЭ. Основные компоненты методики обучения предопределяются его целью и задачами. Преподавание курса строится вокруг задачи формирования целостной системы аналитических моделей, составляющих стержень современного анализа финансовых проблем фирмы. Поэтому важный методический прием – демонстрация преемственности аргументации и системы доказательств, что достигается, например, использованием принципа портфеля - копии в целом ряде тем первого раздела курса, и отвечает современным тенденциям в развитии западной учебной литературы по данному предмету. Второй важный методический прием – контраст модели и реальности, заставляющий студентов искать в самих моделях, представляющих собой логические картинки тех или иных сторон деятельности компании, ключи к поиску объяснения несовпадений конструкции и выводов моделей и реальных ситуаций практики. Третий важный прием – баланс логического и прикладного знания, достигаемый за счет интенсивного разбора задач различной степени сложности. В процессе работы над отдельными темами курса студенты

группируются в отдельные команды для подготовки к обсуждению ситуаций и презентации групповых результатов. Важная составляющая таких презентаций – коллективное оценивание, своего рода рецензирование результатов команды. Наконец, в проведении занятий применяются задания с элементами исследовательского характера, например, такие, которые основаны на принципе соединения теоретического знания из конкретной темы с самостоятельными поисками жизненных примеров, иллюстрирующих базовые условия модели или, напротив, опровергающих их.

4. Место курса в системе социогуманитарного образования.

Курс «Корпоративные финансы» относится к категории методологических и необходим для формирования правильной структуры дерева современных финансовых дисциплин в условиях назревшего перехода к фундаментализации финансовой компоненты образования экономистов. Данный курс необходим на бакалаврской ступени для формирования у студентов компетенций, требуемых от современного экономиста-аналитика. Место курса Корпоративные финансы объясняется тем, что он воссоздает *логическую* картину поведения фирмы в рыночной среде по поводу решения комплекса ее финансовых проблем. Так как курс Корпоративные финансы является прикладным применением принципов микроэкономики, то он не может быть замещен на бакалаврской ступени вводным курсом о финансовых проблемах фирмы, имеющим описательный характер. Преподавание курса Корпоративные финансы должно также опираться на курс Финансовые рынки и финансовые инструменты, где студенты осваивают характеристики и виды финансовых инструментов, инфраструктуру рынка капитала, механизм его функционирования. Правильно сформированный фундамент для преподавания корпоративных финансов означал бы, что в курсе, посвященном финансовому рынку, студенты также знакомятся с моделями ценообразования на базовые и производные финансовые активы (САРМ, АРТ, ОРМ).

По линии применения аналитического аппарата курс Корпоративные финансы является пререквизитом для таких курсов, как Финансовый менеджмент, Международный финансовый менеджмент, Банковский финансовый менеджмент, Инвестиционный (проектный) анализ, которые являются инструментальными и могут изучаться в дополнение к курсу Корпоративные финансы как на бакалаврской, так и магистерской ступенях подготовки экономистов в зависимости от особенностей вуза и степени глубины охвата соответствующей проблематики. В

рамках университетского образования курсы этой направленности не могут преподаваться в качестве альтернативы курсу Корпоративные финансы и принимать на себя его методологическую роль. Не случайно сегодня в мире происходит смещение акцента в преподавании корпоративных финансов в область стыковки с детальным анализом процессов на рынке капитала, реакции рынка на корпоративные финансовые решения.

Курсы цикла «финансовый менеджмент», обеспечивая инструментальную составляющую финансового образования экономиста, обязаны учесть природу менеджмента как деятельности, в которой реализуются функции планирования и контроля в рамках как долгосрочного, так и краткосрочного горизонтов. Данные курсы должны быть сфокусированы на демонстрации функциональных особенностей менеджмента, преломленного к специфическому предмету управления - потокам денежных средств и потокам капитала, роли этой функциональной ветви менеджмента в системе управления фирмой в целом. Поэтому в образовательном процессе они призваны решить учебные задачи другого типа: освоение студентами прикладного аппарата анализа характерных ситуаций управления потоками денежных средств фирмы в зависимости от ее организационного построения в национальной деловой среде.

В то же время Корпоративные финансы – это область, из которой родилась оценка стоимости компании (бизнеса) как самостоятельное направление профессиональной деятельности в области финансов фирмы. Объясняя принципы формирования стоимости компании и влияние на стоимость всего цикла ее финансовых решений, курс Корпоративные финансы является обязательным пререквизитом для преподавания курса Оценка стоимости компании (бизнеса).

II. Содержание курса

1. Новизна курса

Новизна курса заключается в его нацеленности на формирование у студентов знаний и навыков прежде всего концептуальной, фундаментальной модели анализа всего комплекса финансовых решений компании акционерного типа. Опыт работы над этим курсом в МИЭФ показал, что международная программа в части финансовых дисциплин обладает существенным преимуществом перед программами подготовки в других вузах, и это преимущество вытекает из фундаментальной,

методологической ориентации курса «Корпоративные финансы» для первой ступени университетского образования.

Суть курса «Корпоративные финансы» - *развернутая концептуальная модель современного финансового анализа компании в рыночной среде*. В постадминистративной экономике и высшем образовании воспитание выпускника университета только на прикладных компонентах финансовых проблем компании не может преодолеть инерцию анализа фирмы, строящегося от бухгалтерских данных, от бухгалтерской парадигмы и традиции, поэтому не создаст корректного видения коренных особенностей современного подхода к анализу компании, построенного вокруг формирования ее подлинной стоимости. Акцентирование внимание на необходимости овладения студентами традиционными и новыми аналитическими моделями позволит приобщить выпускников университетов и экономических вузов России к мировой аналитической и исследовательской культуре анализа фирмы, которая составляет отличительную черту облика экономиста 21 века, и способствует повышению их конкурентоспособности на рынке квалифицированного труда.

Формальным объектом изучения в данном курсе становится компания *акционерного типа (корпорация)*, поскольку именно этот тип компаний представляет собой наиболее яркий и убедительный пример зависимости от современного рынка капитала. Рынок капитала не просто формирует среду существования корпорации по линии каналов финансирования, но и оказывает на нее ключевое воздействие, предопределяет принципы ее анализа и необходимые критерии принятия решений в фирме. Концентрируя внимание на ключевых концепциях анализа финансовых решений на более очевидном примере акционерной компании, преподаватель ставит студента в ситуацию обобщения принципов и методологического аппарата анализа финансов, продиктованного требованиями рынка капитала, для анализа финансовой проблематики фирм других организационно-правовых форм в рыночной среде.

Во-вторых, в курсе впервые ставится задача обобщить значение изучаемых аналитических моделей для анализа корпорации именно *на растущем (развивающемся) рынке капитала (emerging markets)*, каким является российский рынок. Проблема учета национальной специфики в этом случае не может быть решена простыми иллюстрациями, и вновь требует постановки не прикладной, а методологической задачи.

В-третьих, в преподавание курса впервые вовлекаются новейшие зарубежные теоретические разработки и важнейшие новые публикации в целом ряде тем:

- раскрытие возросшей роли агентского фактора в финансовой теории;
- раскрытие роли фактора глобализации в развитии базовых финансовых концепций, а именно: появление международных моделей оценки финансовых активов, проблема эффективности глобальных рынков капитала, проблема методологии тестирования финансовых моделей в условиях глобализации рынка капитала;
- раскрытие роли концепции экономической прибыли в построении анализа финансовых проблем фирмы;
- вовлечение разработок в области методов планирования структуры капитала;
- раскрытие возросшей роли метода реальных опционов не только для анализа инвестиционных решений, но и его широкого применения в корпоративных решениях;
- раскрытие взаимосвязей корпоративного управления (corporate governance) и анализа финансовых решений фирмы;
- результатов новых эмпирических исследований и апробации изучаемых моделей.

2. Разделы курса

Раздел I. Рынок капитала и принципы финансового анализа фирмы (корпорации).

Раздел II. Корпоративная финансовая политика и рост стоимости корпорации

Раздел III. Корпоративный контроль и стоимость акционерного капитала

3. Темы и краткое содержание

Раздел I. Рынок капитала и принципы финансового анализа фирмы (корпорации)

Тема 1. Почему финансы фирмы изучаются как корпоративные

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 на разных этапах ее жизненного цикла. Принцип создания экономической прибыли – основа анализа финансовых решений корпорации. Альтернативные издержки как принцип построения финансового анализа. Факторы инвестиционных рисков корпорации: функциональный (описательный) подход. Влияние инвестиционных рисков корпорации на альтернативные издержки ее инвесторов. Понятие финансового подхода к анализу доходности корпорации, его отличия от бухгалтерского. Роль принципа ликвидности в анализе финансовых решений корпорации. Денежные потоки корпорации как потенциальный инвестиционный ресурс. Роль стоимости денег во времени в анализе финансовых решений корпорации.

Корпоративная цель и финансовая стратегия корпорации. Правило чистой приведенной стоимости инвестиций (NPV). Теорема разделения И.Фишера, ее роль в анализе цели и критериев принятия решений в корпорации.

Жизненный цикл организации и разделение собственности и управления. Критическая роль менеджмента в корпорации. Понятие агентской проблемы в управлении корпорацией.

Системообразующие блоки в корпоративных финансах. Принцип 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.

Корпоративные финансы – основа финансового менеджмента. Организация финансового менеджмента в корпорациях. Интегрирующая роль CFO в корпорации.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 1.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 1.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 1.
2. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch.1.
3. Discussing the Revolution in Corporate Finance. Edited by D.Chew, Jr. Blackwell. Business. 1998. Ch. 3-4.

Тема 2. Введение в анализ фундаментальной стоимости заемного капитала корпорации

Инструменты формирования заемного капитала корпорации. Понятие фундаментальной, (подлинной, инвестиционной) стоимости заемного капитала корпорации. Понятие безрискового долга корпорации. Правило чистой приведенной стоимости инвестиций (NPV) и его применение в анализе заемного капитала корпорации. Модель дисконтирования потоков денежных средств по безрисковым долговым корпоративным облигациям – основа анализа фундаментальной (подлинной, инвестиционной) стоимости заемного капитала корпорации. Кривая доходности и ее роль в анализе заемного капитала корпорации. Взаимосвязи спот-ставок и форвардных ставок.

«Портфель-копия» – инструмент анализа корпорации на совершенном рынке капитала. Дисконтирование потоков денежных средств по корпоративным облигациям с учетом структуры процентных ставок во времени. Доходность к погашению корпоративной облигации и ее взаимосвязь с кривой доходности.

Использование модели дисконтирования потоков денежных средств по безрисковой корпоративной облигации в анализе заемного капитала корпорации. Особенности анализа фундаментальной (подлинной, инвестиционной) стоимости корпоративных облигаций с учетом специфики купонных выплат и погашения. Анализ стоимости заемного капитала в виде банковского кредита на основе «портфеля-копии». Принципы капитализации долгосрочной аренды на основе модели дисконтирования потоков денежных средств по корпоративной облигации.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 23.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 6.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. Ch. 17.
2. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 2.
3. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch.5.
4. Discussing the Revolution in Corporate Finance. Edited by D.Chew, Jr. Blackwell. Business. 1998. Ch. 1,2.
5. Нечаев В.В. «Некоторые вопросы моделирования выпуска дисконтных облигаций со встроенной офертой погашения», *Финансовый менеджмент* №1, 2003.
6. Третьяков А. «Российский долговой рынок: состояние и перспективы», *Рынок ценных бумаг* № 6, 2003.
7. Collin-Dufresne, P., Goldstein, R. S., and Martin, J. S. 'The determinants of credit spread changes'. *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6, 2001, pp. 2177-2207.
8. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Wruck, K. H. 'Asset liquidity, debt, covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of L.A. Gear'. *Journal of Financial Economics*, No. 64, 2002, pp. 3-34.
9. Diaz, A., and Navarro, E. 'Yield spread and term to maturity: default vs. liquidity'. *European Financial Management*, Vol. 8, No. 4, 2002, pp. 449-477.

10. Ganshow, T., and Dillon, D. 'Convertible securities: a toolbox of flexible financial instruments for corporate issuers'. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, Spring 2000, pp. 22-30.
11. Sy, A. N. R. 'Emerging market bond spreads and sovereign credit ratings: reconciling market views with economic fundamentals'. *Emerging Markets Review*, No. 3, 2002, pp. 380-408.

Тема 3. Введение в анализ фундаментальной стоимости собственного капитала корпорации

Инструменты формирования собственного капитала корпорации. Правило чистой приведенной стоимости инвестиций (NPV) и его применение в анализе собственного капитала. Альтернативные издержки собственников корпорации и понятие затрат на капитал, привлеченный от собственника. Модель дисконтирования потоков дивидендов по акции: случай фиксированных выплат. Стабильно растущая корпорация: понятие, критерии. Дисконтирование потоков дивидендов, растущих постоянным темпом. Дисконтирование потоков дивидендов, растущих разными темпами. Дисконтирование потоков снижающихся дивидендов: H – модель. Введение в модель дисконтирования потока свободных денежных средств: понятие потока свободных денежных средств, понятие завершающего (остаточного) потока денежных средств. Принципы оценки перспектив роста корпорации на основе модели дисконтируемого потока свободных денежных средств.

Особенности использования моделей дисконтирования потоков денежных средств и дивидендов на растущих рынках капитала.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 4.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 6.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Grinblatt, M., Titman S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. McGraw-Hill. 2000. ch. 3.
2. Damodaran, A. *Applied Corporate Finance*. Wiley. 2000, ch. 3-4
3. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. *Corporate Finance*. IRWIN. Ch.5.
4. *Discussing the Revolution in Corporate Finance*. Edited by D.Chew, Jr. Blackwell. Business. 1998. Ch. 1,2.

5. Гомзин Л. «Некоторые особенности определения рыночной стоимости привилегированных акций доходным подходом», *Рынок ценных бумаг*, №4, 2003г.
6. Danbolt, J., Hirst, I. and Jones, E. 'Measuring growth opportunities'. *Applied Financial Economics*, Vol. 12, 2002, pp. 203-212.
7. Francies, J., Olsson, J. and Oswald, D. R. 'Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates'. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Issue 1, 2000, pp. 45-70.
8. Liu, J., and Thomas J. 'Stock returns and accounting earnings'. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Issue 1, spring, 2000, pp. 71-101.
9. Bartov, E., Goldberg, S. R., and Kim, M. 'The valuation-relevance of earnings and cash flows: an international perspective'. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12, No. 2, 2001, pp. 103-132.

Тема 4. Анализ доходности, ожидаемой собственниками корпорации

Роль портфельной теории в построении моделей оценки доходности, ожидаемой собственником компании. Система допущений модели CAPM и их роль в анализе систематического риска акций корпорации. Систематический риск капитала владельцев корпорации (бета). Проблема подлинности фактора бета как измерителя систематического риска корпорации. Деятельность финансово-аналитических агентств и создание «книг бета»: исторический и прогнозный методы анализа премии за рыночный риск. Роль «книги бета» в проведении анализа доходности, ожидаемой собственниками корпорации. Скорректированный бета (shrunk or adjusted beta): причины и принципы коррекции. Суммовый (lagged) бета.

Анализ доходности, ожидаемой собственниками корпорации на растущих рынках капитала. Понятие и ключевые характеристики растущих рынков капитала: количественные характеристики растущих рынков капитала, инфраструктурные характеристики растущих рынков капитала. Глобализация и проблема эффективности растущих рынков капитала. Эффективность рынка и сегментация мирового рынка капитала. Систематические и несистематические риски на растущем рынке капитала. Типы барьеров для осуществления диверсификации несистематических рисков на растущих рынках капитала.

Принципы анализа ожидаемой доходности на основе модели CAPM на растущих рынках капитала. Страновой риск и его компоненты. Спред доходности как показатель странового риска. Бета сопоставимых компаний (peer beta), страновой бета. Проблема

учета несистематического риска в анализе доходности, ожидаемой собственником корпорации на растущем рынке.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 7, 8.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 11.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 4-5.
2. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch.5-7
3. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000, ch. 5-6.
4. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch. 9-11.
5. Fama, E., and French, K. 'The equity premium'. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 2, April, 2002, pp. 637-659.
6. Constantinides, G. 'Rational asset pricing'. *The Journal of finance*. Vol. 57, No. 4, 2002.
7. Dybvig, P.H. and Ross, S. A. 'Yes, APT is testable'. *Journal of Finance*, Vol. 40, Issue 4, 1985, pp. 1173-1188.
8. Fama, E. F., French, K. R. 'CAPM is wanted dead or alive'. *Journal of Finance*, Vol. 51, Issue 5, 1996, pp. 1947-1958.
9. Maroney, N, and Potopapadakis, A. 'The book-to-market and size effects in a General Asset Pricing Model: Evidence from seven national markets'. *European Finance Review*, No. 6, 2002, pp/ 189-221.
10. Rubinshtein, M. Markowitz's "Portfolio selection: a Fifty year retrospective". *The Journal of finance*. Vol.LVII, 3, 2002.
11. Sharpe, W. 'Factor models, CAPMs, and the APT'. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 11, Fall, 1984, pp. 21-25.
12. Tobin, J. 'Liquidity preference as behavior towards risk'. *Review of Economic Studies*, Feb, 1958, pp. 65-86. Harvey, C.R. Asset pricing in emerging markets. National Bureau of economic research. Cambridge. MA.
13. Estrada, J. 'Systematic risk in emerging markets: the D-CAPM'. *Emerging Markets Review*, No. 3, 2002, pp. 365-379.
14. Lyons, R. K. 'Capital markets integration'. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, No. 11, 2001, pp. 241-244.

15. Kargin, V. 'Value investing in emerging markets: risks and benefits'. *Emerging Markets Review*, No. 3, 2002, pp. 233-244.

Раздел II. Корпоративная финансовая политика и рост стоимости корпорации

Тема 5. Анализ эффективности инвестиций в реальные активы

Понятие корпоративного инвестиционного проекта. Типы инвестиционных проектов корпорации: безрисковые и рисковые, традиционные и содержащие стратегические возможности (гибкие). Потоки денежных средств проекта с позиций разностного подхода: компоненты инвестиций, поток в течение срока действия проекта, завершающий поток денежных средств проекта. Понятие барьерной ставки доходности корпорации. Правило чистой приведенной стоимости инвестиций (NPV) и вклад проекта в создание экономической прибыли в корпорации. Внутренняя норма доходности (IRR) проекта как финансовая ставка доходности и норма экономической прибыли. Границы применения метода внутренней нормы доходности. Индекс рентабельности проекта (P/I). Финансовый подход к определению периода окупаемости проекта. Дисконтирование экономической прибыли проекта - новый метод анализа его эффективности.

Особенности анализа рискованных инвестиций корпорации в реальные активы на основе дисконтируемого потока денежных средств. Использование ставки дисконтирования, скорректированной на риск. Метод эквивалентных потоков денежных средств (certainty equivalents).

Инвестиционный проект как элемент рыночной стратегии корпорации. Проблема близорукости корпоративных инвестиционных решений.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 2, 3, 5, 6.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 7-9.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch.2, 3, 12.
2. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 9-10.
3. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000, ch 8-9.

4. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch. 4, 6, 7.
5. The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Edited by D.H.Chew. p/75-89
6. Гречишкина М.В., Ивахник Д.Е. «Выбор оптимального варианта инвестиций (оптимизационный подход)», *Финансовый менеджмент*, №3, 2003.
7. Goergen, M., Renneboog, L. Investment policy, internal financing and ownership concentration. - *Journal of Corporate Finance.*, N7, 2001, pp. 139-158
8. McConnell, J., and Muscarella, C. 'Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm'. *Journal of Financial Economics*, September, 1985, pp. 299-422.
9. Shin, H., Yong K.H. Agency costs and efficiency of business capital investment: evidence from quarterly capital expenditures. – *Journal of Corporate Finance*, N8, 2002, pp. 139-158

Тема 6. Введение в анализ стратегических возможностей корпорации

Понятие стратегических возможностей корпорации. Гибкие инвестиционные проекты и их роль в реализации стратегических возможностей корпорации. Реальные опционы как метод анализа эффективности гибких инвестиционных проектов. Параметры реального опциона. Особенности реальных опционов по сравнению с финансовыми. Понятие простого и сложного реального опционов. Опцион на отсрочку инвестиций и его параметры. Опцион на расширение и его параметры. Опцион на выход из проекта (ликвидацию) и его параметры. Использование биномиального подхода для оценки простого реального опциона, содержащегося в инвестиционном проекте. Использование «риск-нейтрального» метода для оценки простого реального опциона. Анализ эффективности проектов, содержащих стратегические возможности корпорации: соединение метода чистой приведенной стоимости и метода реальных опционов, критерии принятия инвестиционного решения. Преимущества и границы применения метода реальных опционов в инвестиционном анализе.

Опционное мышление - неотъемлемый компонент современного финансового анализа фирмы. Взгляд на корпорацию через призму паритета опционов.. Собственный капитал корпорации как опцион на покупку активов. Заемный капитал корпорации как комбинация опционов. Опционный подход на развивающемся рынке капитала.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 21.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Grinblatt, M., Titman S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. McGraw-Hill. 2000. ch. 11
2. Copeland, T., Antikarov, V. *Real Options. A Practitioners Guide*. Monitor Group. 2002.
3. Damodaran, A. *Applied Corporate Finance*. Wiley. 2000.
4. *The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice*. Edited by D.H. Chew. p.98-106
5. Kulatilaka, A. *Real Options: Managing Strategic Investment in Uncertain World*. Harvard Business School Press. 1999.
6. Kulatilaka, A. *The Value Sweeper. Growth Options*. Harvard Business School Press. 2003
7. Кожевников Д «Применение модели реальных опционов для оценки стратегических проектов», *Рынок ценных бумаг*, №24, 2000
8. Козырь Ю. «Применение теории опционов в практике оценки», *Рынок ценных бумаг*, № 5-7, 2000
9. Лесли К, Майклс М. «Реальная сила реальных опционов», *Вестник McKinsey*, №1, 2003
10. Bernardo, A. E. and Chowdhry, B. 'Resources, real options, and corporate strategy'. *Journal of Financial Economics*, No. 62, 2002, pp. 211-234.
11. Copeland, T. 'The real options approach to capital allocation'. *Strategic Finance*, October, 2001, pp. 33-37.
12. Esty, B. C. "Improved techniques for valuing large-scale projects". *The Journal of Project Finance*, Spring 1999, pp. 9-25.
13. Hull, J. and White, A. 'An overview of contingent claims analysis'. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, September, 1988, pp. 55-61.
14. Levnsohn, A. "When valuation considers real options". *Strategic Finance*, June 2001, pp. 79-80.
15. Kester, W. C. "Today's options for tomorrow's growth". *Harvard Business Review*, March-April 1984, pp. 153-159.
16. Vonnegut, A. Real option theories and investment in emerging economies. - *Emerging markets Review*, NI, 2000

Тема 7 . Структура капитала корпорации

Структура капитала корпорации 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 корпорации. Модель Миллера: равновесие отдельного инвестора и равновесие корпорации с учетом налогов на доходы инвестора.

Построение модели для несовершенного рынка: введение издержек финансовой неустойчивости. Теория компромисса в выборе структуры капитала (trade-offs theory). Проблема "нависания долга" (debt overhang) и перераспределение стоимости корпорации между кредиторами и акционерами. Эмпирические исследования роли издержек финансовой неустойчивости.

Построение моделей анализа структуры капитала для несовершенного рынка: введение асимметрии информации. Теория последовательного выбора источников финансирования (pecking order theory). Сигнальные модели структуры капитала. Агентские издержки и выбор структуры капитала.

Роль анализа структуры капитала в корпоративных финансовых решениях. Значение теорем Модильяни-Миллера для анализа корпоративных решений о финансировании.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 17, 18.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 15.

Дополнительная литература для преподавателя:

3. Модильяни, Ф., Миллер, М. Сколько стоит фирма? М.: Дело. 1999.
4. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch. 13, 14.
5. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000, ch.10.
6. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 13, 16, 17, 18.
7. Ogden, J.P., Jen, Fr., O'Connor, Ph. Advanced Corporate Finance. Policies and Strategies. Prentice Hall. 2002. ch. 3, 4, 6.
8. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch. 14-15.
9. Discussing the Revolution in Corporate Finance. Edited by D.Chew, Jr. Blackwell. Business. 1998. Ch. 6,8.
10. Bhaduri, S. N. 'Determinants of corporate borrowing: some evidence from Indian corporate structure'. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26, No. 2, Summer 2002, pp. 200-215.

11. Barclay, M., Smith, C. The capital structure puzzle. Another Look at the evidence. – *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, N1, pp. 8-20
12. Brailsford, T. J., Oliver, B. R., and Pua S. L. H. ‘On the relationship between ownership structure and capital structure’. *Accounting and Finance*, No. 42, 2002, pp. 1-26.
13. Harris, M., and Raviv, A. ‘The theory of capital structure’. *Journal of Finance*, Vol. 46, Issue 1, 1991, pp. 297-355.
14. Panno, A. ‘An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience’. *Applied Financial Economics*, No. 13, 2003, pp. 97-112.
15. Singh, K. and Hodder, J. E. ‘Multinational capital structure and financial flexibility’. *Journal of International Money and Finance*, No. 19, 2000, pp. 853-884.
16. Stulz, R. ‘Merton Miller and modern finance’. *Financial Management*, Winter, 2000, pp. 119-131.
17. Titman, S. ‘The Modigliani and Miller theorem and the integration of financial markets’. *Financial Management*, Spring, 2002, pp. 101-115.

Тема 8. Анализ затрат на капитал и барьерной ставки доходности корпорации

Затраты на капитал и альтернативные издержки инвесторов. Модель средневзвешенных затрат на капитал корпорации. Два свойства уравнения средневзвешенных затрат на капитал. Методы анализа затрат на заемный капитал. Затраты на капитал, привлеченный в виде банковского кредита и выпуска корпоративных долговых ценных бумаг. Затраты на капитал, привлеченный в виде долгосрочной аренды. Роль кредитных рейтингов в анализе затрат на заемный капитал корпорации. Затраты на капитал и финансовый рычаг. Фактор налоговой экономии и затраты на заемный капитал.

Методы анализа затрат на капитал, привлеченный от собственника корпорации: затраты на реинвестированную прибыль, затраты на новые выпуски акций. Особенности использования метода дисконтируемого потока денежных средств в анализе затрат на капитал.

Правила анализа средневзвешенных затрат на капитал. Специфика анализа затрат на капитал корпорации на растущем рынке капитала.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 9.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 14.

Дополнительная литература для преподавателя:

3. Copeland, Th., Weston, J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch.13
4. Damodaran, A. *Applied Corporate Finance*. Wiley. 2000.
5. Grinblatt, M., Titman S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. McGraw-Hill. 2000. ch. 12, 15.
6. Pratt, Sh. *The Cost of Capital*. Wiley. 2002
7. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. *Corporate Finance*. IRWIN. Ch. 16.
8. Booth, L. Estimating equity risk premium and equity costs: new ways of looking at old data. - *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.12,N1,pp.100-114
9. Chowdhry, V., and Titman, S. 'Why real interest rates, cost of capital and price/earnings ratios vary across countries'. *Journal of International Money and Finance*, No. 20, 2001, pp. 165-189.
10. Kemsley, D., Nissim, D. Valuation of debt tax shield. *The Journal of Finance*. Vol. LVII. N56, 2002. pp.2045-2067
11. Koedijk, K. G., Kool, C. J. M., Schotman, P. C., and Dijk, M. A. 'The cost of capital in international financial markets: local or global?' *Journal of International Money and Finance*, No. 21, 2002, pp. 905-929.
12. Lally, M. 'Time varying market leverage, the market risk premium, the market risk premium and the cost of capital'. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(9)&(10), Nov./Dec. 2002, pp. 1301-1318.
13. Pettit, J. Corporate capital cost. A practitioner's guide. - *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.12,N1,pp.115-120

Тема 9. Политика выплат собственникам и стоимость корпорации

Инструменты выплат свободных потоков денежных средств собственникам. Теорема Модильяни и Миллера для совершенного рынка капитала – основа анализа политики выплат. «Загадка» дивидендов и проблема оптимальной политики выплат собственникам. Построение моделей анализа политики выплат для несовершенного рынка: введение фактора налогов. Типы инвесторов по критерию чувствительности в 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. Сигнальные модели дивидендов. "Радикальные левые" и проблема оптимальной политики выплат. Политика выплат и требования инвесторов к доходности. «Систематизированные факты»

Линтнера. Модели политики выкупа акций. Значение моделей анализа политики выплат для компаний на растущих рынках капитала.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. гл. 16.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 16.

Дополнительная литература для преподавателя:

3. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch. 15, 16.
4. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000.
5. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 14.
6. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch. 17.
7. Adaoglu, C. 'Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market'. *Emerging Markets Review*, No. 1, 2000, pp. 252-270.
8. Brockman, P., and Chung, D.Y. 'Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, 2001, pp. 417-448.
9. DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner, D. J., 'Special dividends and the evolution of dividend signaling'. *Journal of Financial Economics*, No. 57, 2000, pp. 309-354.
10. Fama, E. F., and French, K. R. 'Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?'. *Journal of Financial Economics*, No. 60, 2001, pp. 3-43.
11. Grullon, G., Michely, R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*. Vol LVII. N.4, 2002. pp. 1649-1657
12. Jagannathan, M., Stephens, C.P., and Weisbach, M.S. 'Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 2000, pp. 355-384.
13. Nissim, D. and Ziv, A. 'Dividend changes and future profitability'. *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6, December 2001, 2111-2133.

Тема 10. Введение в анализ оптимальной структуры капитала

Понятие оптимальной структуры капитала. Систематический риск корпорации и финансовый рычаг. Использование модели средневзвешенных затрат на капитал (метода

рейтинга) для определения оптимальной структуры капитала: предпосылки и алгоритм построения модели. Определение оптимальной структуры капитала на основе модели операционной прибыли: допущения в применении модели, алгоритм ее построения.

Взаимосвязь 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. Определение оптимальной структуры капитала на основе модели скорректированной приведенной стоимости: допущения в применении модели и алгоритм ее построения.

Принципы планирования структуры капитала. Внутренние (корпоративные) и внешние факторы, определяющие целевую структуру капитала. Теория "заинтересованных групп" (stakeholder's theory) и ее роль в выборе структуры капитала. Специфика планирования структуры капитала корпорации на растущем рынке капитала.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 19.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 14-15.

Дополнительная литература для преподавателя:

1. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000.
2. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 12.
3. Discussing the Revolution in Corporate Finance. Edited by D.Chew, Jr. Blackwell. Business. 1998. Ch. 8
4. Barclay, M., Smith, C. The capital structure puzzle. Another Look at the evidence. – *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, N1, pp. 8-20
5. Chirinko, R.S., and Singha, A.R. 'Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 417-425.
6. Damodaran, A. Financing innovations and capital structure choice. – *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, N1, pp 28-39
7. Hovakimian, A., Opler, T, and Titman, S. 'The debt-equity choice'. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, No. 1, March, 2001, pp. 1-24.
8. Wahal, S., McConnell, J. Do institutional investors exacerbate managerial myopia? - *Journal of Corporate Finance*, N6, 2000, pp. 307-329

Раздел III. Корпоративный контроль и стоимость акционерного капитала.

Тема 11. Корпоративные стратегии роста путем приобретения контроля над фирмами: введение в анализ эффективности

Рост корпораций и проблема контроля. Виды слияний и поглощений как операций приобретения контроля над фирмой. Способы защиты от враждебных поглощений. Анализ мотивов слияний и поглощений: с позиций теорий эффективности, с позиций диверсификации, с позиций агентской теории. «Вирусная гипотеза». Недружественные поглощения и проблема "безбилетника". Анализ операций покупки контроля с позиций эффектов синергии. Источники и формы синергии в слияниях и поглощениях. Эмпирические исследования мотивов слияний и поглощений: принципы построения, результаты и их интерпретация.

Финансовые аспекты оценки эффективности операций приобретения контроля над фирмами. Принципы построения моделей оценки эффективности операций контроля на основе чистой приведенной стоимости (NPV), скорректированной приведенной стоимости (APV). Особенности анализа покупки контроля на растущих рынках капитала.

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 33.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 20.

Дополнительная литература для преподавателя:

3. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch. 19-20.
4. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000.
5. DePamphilis, D. Mergers, Acquisitions and Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions. Academic Press. 2003. Ch.1-10
6. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 19.
7. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch. 28.
8. Ключко В. «Перехват управления в акционерном обществе: нападение и защита» *Рынок ценных бумаг*, №4, 2002
9. Пирогов А. «Слияния и поглощения компаний: зарубежная и российская теория и практика», *Менеджмент в России и за рубежом*, №5, 2001

10. Bliss, R.T., and Rosen, R.J. 'CEO compensation and bank mergers'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, 2001, pp. 107-138.
11. Denis, D.J., and Kruse, T.A. 'Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, 2000, pp. 391-424.
12. Fuller, K., Netter, J. and Stegemoller, M. What do returns to Acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*. Vol LVII. N.4, 2002. pp.1173-1201
13. Mansi, S., Reeb, D. Corporate diversification: what gets discounted? *The Journal of Finance*. Vol LVII. N.5, 2002. pp.2167-2185
14. Song, M.H., and Walkling, R.A. 'Abnormal return to rival of acquisition targets: a test of the "acquisition probability hypothesis"'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, 2000, pp. 143-171.
15. Walker, M. M. 'Corporate takeovers, strategic objectives and acquiring-firm shareholder wealth'. *Financial Management*, Spring, 2000, pp. 53-66.

Тема 12. Реструктуризация капитала корпорации

Реструктуризация корпорации и проблема контроля. Способы разукрупнения корпораций. Разукрупнения корпораций и проблема передачи контроля. Потенциальные источники создания стоимости в процессах разукрупнения. Эмпирические исследования эффективности процессов разукрупнения. Мотивы выкупа корпорации за счет заемных средств. Способы выкупа корпорации за счет заемных средств: LBO, MBO, EBO. Эмпирические исследования эффективности выкупа корпорации за счет заемных средств.

Реструктуризация капитала финансово-неустойчивой корпорации. Понятие финансово-неустойчивой корпорации. Продажа активов и источники создания стоимости финансово-неустойчивой корпорации. Способы финансовой реструктуризации капитала. Банкротство корпорации и корпоративный контроль. Реструктуризация заемного капитала компании-банкрота. Реструктуризация собственного капитала компании-банкрота. Банкротство и его влияние на результаты деятельности корпорации. Принципы построения анализа эффективности реструктуризации на основе метода чистой приведенной стоимости (NPV) и скорректированной приведенной стоимости (APV).

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 18, 33.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 20.

Дополнительная литература для преподавателя:

3. Altman, E. Corporate Financial Distress and Bankruptcy. Wiley. Ch. 1,4,6-12
4. Discussing the Revolution in Corporate Finance. Edited by D.Chew, Jr. Blackwell. Business. 1998. Ch. 9
5. Amaro de Matos, J. Theoretical Foundations of Corporate Finance. Princeton University Press. 2001. ch. 7.
6. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch. 19.
7. Damodaran, A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000.
8. DePamphilis, D. Mergers, Acquisitions and restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions. Academic Press. 2003. Ch.11-14.
9. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000. ch. 19.
10. Ogden, J.P., Jen, Fr., O'Connor, Ph. Advanced Corporate Finance. Policies and Strategies. Prentice Hall. 2002. ch. 17-18.
11. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN. Ch. 28.
12. Ерофеев А., Грановский Б. «Как планировать реструктуризацию?», *Управление компанией*, №8, 2002
13. Катков И., Лоскутов В. «Технология реструктуризации промышленного предприятия», *Экономика и производство*, №1, 2001.
14. Baker, M., and Savasoglu, S. 'Limited arbitrage in mergers and acquisitions'. *Journal of Financial Economics*, No. 64, 2002, pp. 91-115.
15. Bruining, H., and Mright, M. 'Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital'. *Venture Capital*, Vol. 4, No. 2, 2002, pp. 147-168.
16. Burch, T.R. 'Locking out rival bidders: the use of lockup options in corporate mergers'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 2001, pp. 103-141.
17. Gertner, R., Powers, E. and Scharfstein, D. Learning about internal capital market from corporate spin-offs. *The Journal of Finance*. Vol LVII. N.6, 2002. pp.2479-2495
18. Madura, J., and Nixon, T. D. 'The long-term performance of parent and units following equity carve-outs'. *Applied Financial Economics*, No. 12, 2002, pp. 171-181.
19. Maksimovic, V, and Phillips, G. 'The market for good corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?' *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6, 2001, pp. 2019-2065.
20. Schoar, A. Effects of corporate diversification on productivity. *The Journal of Finance*. Vol LVII. N.6, 2002. pp.2167-2185

21. Wright, M., Hoskisson, R.E., Buzenitz, L.W., and Dial, J. 'Finance and management buyouts: agency versus entrepreneurship perspectives'. *Venture Capital*, Vol. 3., No. 3, 2001, pp. 239-261.

Тема 13. Корпоративное управление, внутренний контроль и стоимость акционерного капитала

Понятие корпоративного управления. Корпоративный менеджмент, корпоративное управление и жизненный цикл фирмы. Внутренний корпоративный контроль и реализация интересов собственников корпорации. Корпоративное управление и инвестиционные риски корпорации. Финансовая прозрачность корпорации и стимулы менеджмента. Конфликт краткосрочного и долгосрочного горизонтов роста стоимости акционерного капитала. Корпоративное управление и рыночная стоимость акционерного капитала корпорации: эмпирические исследования.

Внутренний корпоративный контроль и оценка результатов деятельности менеджмента корпорации. Агентские конфликты и проблема вознаграждения управленческой команды. Экономическая прибыль – основа оценки результатов деятельности. Вознаграждение менеджменту и стоимость акционерного капитала. Принципы использования экономической прибыли в системах вознаграждения менеджменту. Принципы использования опционных систем вознаграждения.

Основная литература:

Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997.

Дополнительная:

1. Copeland, Th., Weston, J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company. 2000. ch. 19.
2. Damodaran, A. *Applied Corporate Finance*. Wiley. 2000.
3. Grinblatt, M., Titman S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. McGraw-Hill. 2000. ch. 17.
4. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. *Corporate Finance*. IRWIN. Ch. 28.
5. Black, B., 'The corporate governance behavior and market value of Russian firms'. *Emerging Markets Review*, No. 2, 2001, pp. 89-108.
6. Botosan, C. A. 'Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital'. *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter 2000, Vol. 12, No. 4, pp. 60-69.

7. Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L.H.P. 'The separation of ownership and control in East Asian corporations'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 81-112.
8. Joos, P. 'Discussion of the economic consequences of increased disclosure'. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, 2000, pp. 125-136.
9. La Porta, R., Lopez-de-Sin角度s, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 'Investor protection and corporate governance'. *Journal of Financial Economics*, No. 58, 2000, pp. 3-27.
10. Lehmann, E., and Weigand, J. 'Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany.' *European Financial Review*, No. 4, 2000, pp. 157-195.
11. Zhou, X. 'Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 62, 2001, pp. 559-571.
12. Айнбиндер Р., Бурлацкий Л., Головина К. «Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании», *Управление компанией*, № 2. 2003.
13. Берлин А., Васильченко А. «Открытость как способ защиты компании», *Рынок ценных бумаг*, №7, 2002
14. Бугров Д. «Метрика эффективности», *Вестник McKinsey*, №1, 2003.
15. Молинеус С. «Проблемы корпоративного управления в России», *Управление компанией*, №5, 2003

4. Перечень примерных контрольных вопросов и заданий для самостоятельной работы

Контрольные вопросы:

1. Почему в условиях совершенного рынка капитала существует возможность формирования портфелей-копий?
2. Какие способы используются для тестирования слабой формы эффективности рынка капитала? Могут ли они применяться для тестирования устойчивой формы эффективности?
3. Почему в эмпирических исследованиях модели CAPM необходимо применять «объединенную гипотезу»?
4. Как соотносятся ставки спот и ставки форвард? Сформулируйте условия, при которых инвестору безразлично, инвестировать ли капитал на год и немедленно реинвестировать его вновь либо сразу вложить тот же капитал на длительный срок?
5. Какие условия и какие данные необходимы для построения кривой доходности?

6. Каким образом должна применяться кривая доходности в анализе стоимости долговых ценных бумаг?
7. Чем отличается приблизительная доходность облигаций от полной доходности к погашению?
8. Почему доходность к погашению необходимо рассчитывать способом внутренней нормы доходности?
9. Почему подлинная стоимость акций оценивается на основе потока дивидендов?
10. Какие условия должны выполняться, чтобы модель М. Гордона могла быть использована?
11. В чем заключается экономический смысл затрат на совокупный капитал компании?
12. Почему в анализе средневзвешенных затрат на капитал арендованные активы рассматриваются как форма заемного финансирования?
13. Почему модель ценообразования на долгосрочные активы компании описывает требуемую доходность, адекватную только уровню систематического риска компании?
14. Верно ли утверждение о том, что фактор бета, полученный методом регрессии данных о доходности акций компании, является подлинным показателем ее систематического риска?
15. Какие факторы влияют на величину бета акции?
16. Почему линию рынка капитала называют кривой, показывающей стратегию предоставления кредита и стратегию заимствования одновременно?
17. Чем отличается линия рынка капитала от эффективной границы рискованных портфелей?
18. Что такое рыночный портфель? Какие активы входят в такой портфель?
19. Чем отличается метод скорректированной приведенной стоимости от метода чистой приведенной стоимости?
20. Какими преимуществами обладает метод скорректированной приведенной стоимости и почему его популярность как инструмента анализа растет?
21. Каким образом используется принцип экономической прибыли в анализе эффективности инвестиционного проекта? Покажите на примере традиционных методов оценки эффективности инвестиций.
22. Что такое экономическая добавленная стоимость (EVA™)?
23. Сравните алгоритм оценки эффективности проекта методом чистой приведенной стоимости и методом EVA™
24. Как определяется бета активов? Чем он отличается от бета акций?

25. При каких допущениях справедлива поправка Хамады относительно фактора бета?
26. Почему в модели Модильяни-Миллера о структуре капитала инвестор может сформировать «доморощенный финансовый рычаг»? В каких ситуациях это невозможно?
27. Какое значение для объяснения структуры капитала компании имеет трактовка средневзвешенных затрат Модильяни и Миллера? Чем их тезис, описывающий средневзвешенные затраты на капитал, отличался от традиционных взглядов на проблему структуры капитала?
28. Чем статические теории структуры капитала отличаются от динамических?
29. Сформулируйте, в чем состоит роль теорий структуры капитала для практики принятия решений в компании.
30. Как можно учесть в планировании структуры капитала теорию «заинтересованных групп»?
31. Сравните модели анализа оптимальной структуры капитала. Какие ограничения необходимо учитывать в каждой из них?
32. Чем финансовая архитектура компании отличается от структуры капитала? Зачем понятие финансовой архитектуры было введено Миллером?
33. Что такое «доморощенные дивиденды»? В чем смысл этого аргумента?
34. Какими способами тестируются сигнальные теории дивидендов? О чем говорят результаты таких эмпирических исследований?
35. Какие операции охватывает рынок корпоративного контроля?
36. Что такое эффект синергии?
37. Какие методы количественной оценки эффекта синергии применяются в корпоративных финансах?
38. Что такое стоимость возможностей роста? Чем отличаются анализ этой стоимости методом дисконтирования потоков денежных средств и методом реальных опционов?

Примерные темы курсовых работ:

1. Корпоративные облигации как источник финансирования в России
2. Анализ барьерной ставки доходности корпорации.
3. Инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом на растущих рынках капитала / в России
4. Венчурный (рисковый) капитал и венчурное (рисковое) финансирование на растущих рынках капитала / в России

5. Модели ценообразования на базовые финансовые активы: условия применения на российском рынке капитала.
6. Роль финансово-аналитических агентств в анализе систематического риска корпорации.
7. Эмпирические исследования модели CAPM
8. Корпоративное управление, инвестиционные риски и стоимость компании: исследования и практический опыт
9. Планирование структуры капитала корпорации.
10. Построение финансово-аналитической модели для планирования структуры капитала в российской корпорации.
11. Оценка эффективности инвестиционных проектов в российской промышленной корпорации.
12. Использование метода реальных опционов в разработке корпоративной инвестиционной политики: возможности применения в российской компании
13. Использование опционов в оценке рискованного корпоративного долга.
14. Анализ затрат на капитал корпорации со сложной структурой капитала.
15. Политика финансирования в российских промышленных корпорациях
16. Инвестиционная политика в промышленных российских корпорациях.
17. Модели дивидендной политики: международные исследования и возможности применения на российском рынке капитала.
18. Построение модели анализа эффективности слияний / поглощений в промышленной или банковской компании
19. Мотивы корпоративных слияний и поглощений: международные исследования
20. Выкуп корпорации управленческой командой: международные исследования и российская практика
21. Рынок корпоративного контроля в России
22. Банкротство как способ реструктуризации корпорации.
23. Финансовые решения в корпоративных стратегиях реструктуризации.
24. Финансирование слияний и поглощений.
25. Модели прогнозирования финансовой неустойчивости и банкротства компании: возможности применения на российском рынке капитала.
26. Использование метода экономической прибыли в проектном анализе.
27. Использование экономической прибыли в вознаграждении персонала.
28. Агентские теории структуры капитала и их эмпирические исследования.
29. Сигнальные модели в корпоративных финансах и их эмпирические исследования.

III. Распределение часов курса по темам и видам работ для проведения курса переподготовки преподавателей

Наименование тем и разделов	ВСЕГО (часов)	Аудиторные занятия (час)		Самостоятельная работа
		в том числе		
		Лекции	Семинары	
<u>Раздел I. Рынок капитала и принципы финансового анализа фирмы (корпорации)</u> Тема 1. Почему финансы фирмы изучаются как корпоративные	6	2		4
Тема 2. Введение в анализ фундаментальной стоимости заемного капитала корпорации	10	2		8
Тема 3. Введение в анализ фундаментальной стоимости собственного капитала корпорации	16	4		12
Тема 4. Анализ доходности, ожидаемой собственниками корпорации	12	2		10
<u>Раздел II. Корпоративная финансовая политика и рост стоимости корпорации</u> Тема 5. Анализ эффективности инвестиций в реальные активы	8	2		6
Тема 6. Введение в анализ стратегических возможностей корпорации	10	2		8
Тема 7. Структура капитала корпорации	12	4		8
Тема 8. Анализ затрат на капитал и барьерной ставки доходности	10	2		8

корпорации				
Тема 9. Политика выплат собственникам и стоимость корпорации	8	2		6
Тема 10. Анализ оптимальной структуры капитала корпорации	8	2		6
<u>Раздел III. Корпоративный контроль и стоимость акционерного капитала.</u> Тема 11. Корпоративные стратегии роста путем приобретения контроля над фирмами: введение в анализ эффективности	12	4		8
Тема 12. Реструктуризация капитала корпорации	12	2		8
Тема 13. Корпоративное управление, внутренний контроль и стоимость акционерного капитала	10	2		8
ИТОГО:	132	32		100

IV. Форма итогового контроля

В качестве итогового контроля предполагается письменный экзамен.

V. Учебно-методическое обеспечение курса

Основная литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000.

Дополнительная литература:

3. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финнасы и статистика. 2000.

4. Чиркова Е. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: Олимп-бизнес. 1999
5. Марковиц Г., Шарп У. Инвестиционный портфель и фондовый рынок. Пер с англ. М.: Дело. 1999
6. Модильяни,Ф., Миллер, М. Сколько стоит фирма? М.: Дело.1999.
7. Мастерство. Финансы. М.: Олимп-Бизнес. 1998
8. Рэй К. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками. М.: Дело. 1999
9. Твид Л. Психология финансов. Пер с англ. М.: «ИК Аналитика». 2002.
10. Энг М., Лис Ф., Мауер Л. Мировые финансы. М.: «ДеКА». 1998
11. Altman,E. Corporate Financial Distress and Bankruptcy. Wiley. Ch. 1,4,6-12
12. Amaro de Matos,J. Theoretical Foundations of Corporate Finance. Princeton University Press. 2001.
13. Benninga F., Sarig D. Corporate Finance: a Valuation Approach. IRWIN-McGraw-Hill. 1997
14. Chew, Jr. D.H. The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. McGraw-Hill. 1999
15. Chew, Jr. D.H. Discussing the Revolution in Corporate Finance. The Stern Stewart Roundtables. Blackwell Business Series. 1999
16. Copeland,T., Antikarov,V. Real Options. A Practitioners Guide. Monitor Group.2002.Ogden, J.P., Jen, Fr., O'Connor, Ph. Advanced Corporate Finance. Policies and Strategies. Prentice Hall. 2002.
17. Copeland, Th., Weston, J.F. Financial Theory and Corporate Policy. Addison-Wesley Publishing Company. 2000.
18. Damodaran,A. Applied Corporate Finance. Wiley. 2000.
19. DePamphilis,D. Mergers,Acquisitions and restructuring Activities. An Integrated Approach to Process,Tools, Cases and Solutions. Academic Press. 2003
20. Grinblatt, M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. 2000.
21. Hooke,J. Emerging Markets. A Practical Guide for Corporations, Lenders, and Investors. Wiley.2003.
22. Kulatilaka,A. Real Options: managing strategic investment in uncertain world. Harvard Business School Press. 1999.
23. Kulatilaka,A. The Value Sweeper. Growth Options. Harvard Business School Press. 2003

24. De Matos, J.A. Theoretical Foundations of Corporate Finance. Princeton University Press, 2001
25. Megginson, W. L., Corporate Finance Theory. Addison&Wiley, 2001
26. Pratt, Sh. The Cost of Capital. Wiley. 2002
27. Reilly K.F., Brown K.C. Investment Analysis and Portfolio Management. 6th Edition. The Dryden Press.
28. Ross, St., Westerfield, R., Jaffe, J. Corporate Finance. IRWIN.
29. Smith B. The Modern Theory of Corporate Finance. IRWIN-McGraw-Hill. 1997
30. Trigeorgis L. Real options. Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation. The MIT Press. Cambridge. 1999
31. *Journal of Finance*
32. *Journal of Corporate Finance*
33. *Financial Management*
34. *Journal of Applied Corporate Finance*
35. *Journal of Financial Economics*
36. *Applied Financial Economics*
37. *Emerging Markets Review*
38. *Management Accounting*
39. *Journal of Empirical Finance*

Статьи в российской периодике, рекомендуемые для организации дискуссий на семинаре:

1. Айнбиндер Р., Бурлацкий Л., Головина К. «Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании», *Управление компанией*, № 2. 2003.
2. Берлин А., Васильченко А. «Открытость как способ защиты компании», *Рынок ценных бумаг*, №7, 2002
3. Бугров Д. «Метрика эффективности», *Вестник McKinsey*, №1, 2003.
4. Гомзин Л. «Некоторые особенности определения рыночной стоимости привилегированных акций доходным подходом», *Рынок ценных бумаг*, №4, 2003г.
5. Гречишкина М.В., Ивахник Д.Е. «Выбор оптимального варианта инвестиций (оптимизационный подход)», *Финансовый менеджмент*, №3, 2003.
6. Джафаров Д. «Враждебное поглощение по-российски: причины популярности банкротств», *Управление компанией*, №5 (06) 2001

7. Додонов В.Ю. «Основные подходы к выбору активов и диверсификации инвестиций на фондовом рынке», *Финансовый менеджмент*, № 2, 2003.
8. Додонов В.Ю. «Усреднение как метод компенсации курсовых потерь на развивающемся фондовом рынке», *Финансовый менеджмент*, №3, 2003
9. Ерофеев А., Грановский Б. «Как планировать реструктуризацию?», *Управление компанией*, №8, 2002
10. Забулонов А. «Отдача на акционерный капитал. Баланс интересов менеджмента корпорации, акционеров и потенциальных инвесторов», *Рынок ценных бумаг*, №5, 2002
11. Катков И., Лоскутов В. «Технология реструктуризации промышленного предприятия», *Экономика и производство*, №1, 2001
12. Ключко В. «Перехват управления в акционерном обществе: нападение и защита» *Рынок ценных бумаг*, №4, 2002
13. Кожевников Д. «Применение модели реальных опционов для оценки стратегических проектов», *Рынок ценных бумаг*, №24, 2000
14. Козырь Ю. «Применение теории опционов в практике оценки», *Рынок ценных бумаг*, № 5-7, 2000
15. Лесли К, Майклс М. «Реальная сила реальных опционов», *Вестник McKinsey*, №1, 2003
16. Малахов В. «Пособие для независимого акционера, или чего ждать от менеджера?», *Управление компанией*, №5, 2003.
17. Молинеус С. «Проблемы корпоративного управления в России», *Управление компанией*, №5, 2003
18. Наумов И. «Закономерности ценовой динамики акций», *Рынок ценных бумаг*, №7, 2002.
19. Нечаев В.В. «Некоторые вопросы моделирования выпуска дисконтных облигаций со встроенной офертой погашения», *Финансовый менеджмент* №1, 2003.
20. Пирогов А. «Слияния и поглощения компаний: зарубежная и российская теория и практика», *Менеджмент в России и за рубежом*, №5, 2001
21. Радыгин А. «Слияния и поглощения в корпоративном секторе (основные подходы и задачи регулирования)», *Вопросы экономики* №12, 2002
22. Родионов Д. «Состояние и перспективы рынка акций», *Рынок ценных бумаг* № 10, 2003.

23. Роман Д. «Методы измерения эффективности управления портфелем», *Рынок ценных бумаг*, №14 2002г.
24. Рудык Н. «Защита от жестких поглощений», *Финансист*, №10,11,12, 2000.
25. Третьяков А. «Российский долговой рынок: состояние и перспективы», *Рынок ценных бумаг* № 6, 2003.

Источники Интернет:

www.idealibrary.com

www.papers.ssrn.com

www.nber.org/papers

www.worldbank.org/research

www.damodaran.com

www.real-options.com

www.cirano.qc.ca/corporategovernance

www.standardpoors.com

www.darden.virginia.edu/batten/iem

www.faculty.fuqua.duke.edu

www.optimize-mag.com/issue