



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ  
ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего  
образования

«Дальневосточный федеральный университет»  
(ДВФУ)

**ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА**

СОГЛАСОВАНО

Руководитель ОП

\_\_\_\_\_ Л.К. Васюкова

УТВЕРЖДАЮ

Директор Департамента  
финансов

\_\_\_\_\_ Бережнова Е.И.

«\_15\_» \_\_11\_\_ 2022\_\_ г.

**РАБОЧАЯ ПРОГРАММА ДИСЦИПЛИНЫ**

Стратегические финансы и финансовое планирование

Направление подготовки 38.04.08 Финансы и кредит

магистерская программа «Финансовые стратегии и технологии  
банковского института»

(совместно с ПАО "Сбербанк")

Форма подготовки: заочная

Рабочая программа составлена в соответствии с требованиями  
Федерального государственного образовательного стандарта по  
направлению подготовки 38.04.08 Финансы и кредит, утвержденного  
приказом Министерства науки и высшего образования Российской  
Федерации от 12.08.2020 № 991. Рабочая программа обсуждена на  
заседании кафедры Финансы и кредит, протокол № 3 от 15.11.2022 г.

Директор Департамента финансов, Бережнова Е.В.

Составитель канд. экон. наук, доцент Олейник Г.С.

Владивосток

2023

## Оборотная сторона титульного листа РПД

*1. Рабочая программа пересмотрена на заседании Департамента/кафедры/отделения (реализующего дисциплину) и утверждена на заседании Департамента/кафедры/отделения (выпускающего структурного подразделения), протокол от «\_»\_20\_г. №*

*2. Рабочая программа пересмотрена на заседании Департамента/кафедры/отделения (реализующего дисциплину) и утверждена на заседании Департамента/кафедры/отделения (выпускающего структурного подразделения), протокол от «\_»\_20\_г. №*

*3. Рабочая программа пересмотрена на заседании Департамента/кафедры/отделения (реализующего дисциплину) и утверждена на заседании Департамента/кафедры/отделения (выпускающего структурного подразделения), протокол от «\_»\_20\_г. №*

*4. Рабочая программа пересмотрена на заседании Департамента/кафедры/отделения (реализующего дисциплину) и утверждена на заседании Департамента/кафедры/отделения (выпускающего структурного подразделения), протокол от «\_»\_20\_г. №*

*5. Рабочая программа пересмотрена на заседании Департамента/кафедры/отделения (реализующего дисциплину) и утверждена на заседании Департамента/кафедры/отделения (выпускающего структурного подразделения), протокол от «\_»\_20\_г. №*

## **ABSTRACT**

**Bachelor's degree in 38.04.08 "Finance and credit"**, educational program "Financial strategies and technologies of the banking Institute", part-time study.

**Course title:** "Strategic Finance and financial planning"

**The variable part of the block of academic disciplines**

**Instructor:** Galina S. Olejnik, Candidate of Economics Sciences, Associate Professor.

**At the beginning of the course a student should be able to:**

- ability to solve standard tasks of professional activity on the basis of information and bibliographic culture with the use of information and communication technologies and taking into account the basic requirements of information security;
- ability to collect, analyze and process data required for professional tasks;
- ability to select tools for processing economic data in accordance with the task, analyze the results of calculations and justify the findings;
- ability to collect and analyze the initial data necessary for the calculation of economic and socio-economic indicators characterizing the activities of economic entities;
- ability to calculate economic and socio-economic indicators characterizing the activities of economic entities on the basis of standard methods and the current regulatory framework;

- ability to perform calculations necessary for the preparation of economic sections of the plans, to justify them and to present the results of work in accordance with the standards adopted in the organization;
- ability to use modern technical means and information technologies for solving analytical and research problems;
- ability to organize the activities of a small group created for the implementation of a specific economic project;
- the ability to critically assess the proposed options for management decisions, to develop and justify proposals for their improvement, taking into account the criteria of socio – economic efficiency, risks and possible socio-economic consequences.

**Learning outcomes:**

- ability to analyze and assess the existing financial and economic risks, to make and justify the forecast of the dynamics of the main financial and economic indicators at the micro -, macro-and meso-level;
- ability to assess the results and efficiency of financial and economic activities of organizations of various organizational and legal forms, including financial and credit, public authorities and local self-government on the basis of comprehensive economic and financial analysis;
- ability to assess the current, short – and long-term financial stability of the organization, including credit;
- the ability to develop research tools in the field of Finance and credit, analysis of their results, preparation of data for the preparation of financial reviews, reports and scientific publications;
- ability to identify and research effective directions of financial

support of innovative development at the micro -, meso – and macro level.

**Course description:**

1. Cost of capital and assessment of prospective financing parameters. The cost of borrowed capital. Restrictions on the use of methods for estimating borrowing costs. Synthetic rating method. Financing structure and complex capital structure. Weighted average cost of capital as a criterion for making investment decisions. The marginal cost of capital, its role in the justification of investment decisions and evaluation of promising financing parameters.

2. Capital structure modeling. Criteria and methods of modeling the target capital structure. Estimation of alternative costs of capital structure formation on the basis of financial model “capital costs”. Method EBIT-EPS. Optimization of capital structure on the basis of traditional, compromise approaches and signal models (in accordance with the theory of information asymmetry).

3. Financial aspects of operational risk management of the organization. Operational leverage as an indicator of operational (commercial) risk. Break-even management as a factor of operational risk minimization. Operational analysis as a tool to optimize the parameters of financial and economic activities of the organization.

4. Alternatives to the dividend policy of the organization. Dividend policy and fair value of the organization. Dividend policy and capital structure. Dividend policy and relations with key stakeholders of the company.

5. Substantiation of value-oriented strategic decisions of companies on mergers and acquisitions. Growth of the company through external

investment. Merger: feasibility assessment and financial analysis of the merger. Search for a fair payment for the target company in the presence (absence) of synergy effect. Defensive tactics against hostile takeover.

**Main course literature:**

1. Berzon, N. I. Corporate Finance: studies. A Handbook for SPO / N. I. ^, T. V. Teplova, T. I. Grigorieva ; under the General editorship of N. I. Berson. [Korporativnye finansy]. – Moscow: Yurayt Publishing House, 2019. – 212 p. (rus). – (Series : Vocational education). — Access: [www.biblio-online.ru/book/korporativnye-finansy-442431](http://www.biblio-online.ru/book/korporativnye-finansy-442431)

2. Bernstein, Peter. Fundamental ideas of the financial world [Electronic resource]: evolution / Peter Bernstein — Electron. Text data. [Fundamental'nye idei finansovogo mira]. – Moscow: Alpina Publisher, 2016. – 256 p. (rus). – Access: <http://www.iprbookshop.ru/41499.html>. — ЭБС «IPRbooks»

3. Bragg, Steven M. Handbook Finance Director [Electronic resource] / Stephen shore — Electron. Text data. [Nastol'naya kniga finansovogo direktora]. – Moscow: Alpina Publisher, 2016. – 606 p. (rus). – Access: <http://www.iprbookshop.ru/43717.html>. — ЭБС «IPRbooks»

4. Van Horn, George.C. basics of financial management : TRANS. From English. / J. K. Van Horn. [Osnovy upravleniya finansami]. – Moscow: Finance and statistics, 2003. – 800 p. (rus). – Access: <http://lib.dvfu.ru:8080/lib/item?id=chamo:786117&theme=FEFU>

5. Principles of corporate Finance / Richard Breilly, Stuart Myers; [lane. From English.] [Principy korporativnyh finansov]. – Moscow: Olympus-Business, 2004. – 977 p. (rus).

6. Financial management. Full course: TRANS. With English. : 2 T. Y.,

convenient to box elder Museum, L. Gapenski ; under the editorship of V. V. Kovaleva ; “open society Institute”. [Finansovyy menedzhment. Polnyj kurs]. – St. Petersburg: Economic school, 1998. – 497 p. (rus).

6. Financial management : textbook / N. And. The ^ ed, Teplova T. V., ed. — [Finansovyy menedzhment]. – Moscow : KnoRus, 2016. – 649 p. (rus).

7. Lukasevich, I. Ya. Financial management in 2 hours: textbook and workshop for undergraduate and graduate / I. ya. – 4<sup>th</sup> ed., pererab. I DOP. – [Finansovyy menedzhment]. – M.: Yurayt Publishing House, 2019. – 377 p. (rus). — Access: [www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-v-2-ch-chast-1-osnovnye-ponyatiya-metody-i-koncepcii-432014](http://www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-v-2-ch-chast-1-osnovnye-ponyatiya-metody-i-koncepcii-432014)

**Form of final control:** exam

## **Аннотация к рабочей программе дисциплины «Стратегические финансы и финансовое планирование»**

Учебный курс «Стратегические финансы и финансовое планирование» предназначен для студентов направления подготовки 38.04.08 Финансы и кредит, магистерская программа «Финансовые стратегии и технологии банковского института», форма обучения заочная.

Дисциплина «Стратегические финансы и финансовое планирование» включена в состав вариативной части блока «Дисциплины (модули)».

Общая трудоемкость освоения дисциплины составляет 3 зачетные единицы, 108 часов. Учебным планом предусмотрены лекционные занятия (0 часов), практические занятия (12 часов, в том числе МАО 0 часов), самостоятельная работа (96 часа, в том числе 4 часов на подготовку к зачету). Дисциплина реализуется на 2 курсе во 2 семестре.

Дисциплина «Финансовый менеджмент» основывается на знаниях, умениях и навыках, полученных в результате изучения дисциплин «Макроэкономика», «Микроэкономика», «Финансовые рынки и финансовые институты», «Финансовые рынки и финансовые институты», «Корпоративные финансы» и позволяет подготовить студентов к освоению ряда таких дисциплин, как «Оценка и управление стоимостью компании».

Содержание дисциплины состоит из пяти разделов и охватывает следующий круг вопросов:



1. Стоимость капитала и оценка перспективных параметров финансирования. Затраты на заемный капитал. Ограничения в использовании методов оценки затрат на заемный капитал. Метод синтетического рейтинга. Структура финансирования и сложная структура капитала. Средневзвешенная стоимость капитала как критерий принятия инвестиционных решений. Предельная стоимость капитала, её роль в обосновании инвестиционных решений и оценка перспективных параметров финансирования.

2. Моделирование структуры капитала. Критерии и методы моделирования целевой структуры капитала. Оценка альтернативных издержек формирования структуры капитала на основе финансовой модели «затраты на капитал». Метод EBIT-EPS. Оптимизация структуры капитала на базе традиционного, компромиссного подходов и сигнальных моделей (в соответствии с теорией асимметричности информации).

3. Финансовые аспекты управления операционным риском корпорации. Операционный левэридж как индикатор операционного (коммерческого) риска. Управление безубыточностью как фактор минимизации операционного риска. Операционный анализ как инструмент оптимизации параметров финансово-хозяйственной деятельности корпорации.

4. Альтернативы дивидендной политики корпорации. Дивидендная политика и справедливая стоимость корпорации. Дивидендная политика и структура капитала. Дивидендная политика и отношения с ключевыми стейкхолдерами компании.

5. Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений компаний по слияниям и поглощениям. Рост компании через внешнее инвестирование. Слияние компаний: оценка целесообразности и финансовый анализ объединения. Поиск справедливой платы за целевую компанию при наличии (отсутствии) эффекта синергизма. Защитные тактики от враждебного поглощения.

**Цель** – формирование у студентов комплексных и системных знаний, развитие практических навыков в области принятия финансовых решений, направленных на достижение тактических и стратегических целей деятельности хозяйствующих субъектов.

**Задачи:**

- формирование способности целостного восприятия макроэкономических трендов в увязке с ключевыми аспектами финансовой деятельности организации для обоснования целевой ориентации её финансового развития;
- умение определять основы финансовой стратегии компании, а также мониторинга её последующей реализации, знание целей и задач разработки как концептуальных, так и конкретных управленческих решений;
- владение современными методами финансовой аналитики для адекватной оценки текущей финансовой деятельности компании и реализации стратегических приоритетов её развития;
- владение механизмами реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов, организацией оборота денежных средств, нейтрализацией финансовых рисков, обеспечением

возможностей оперативного реинвестирования капитала при изменении условий хозяйствования и др.;

- владение инструментальным аппаратом выявления имеющихся резервов функционирования финансов организации и обоснования оптимальных управленческих решений, как способов их реализации;

- умение применять методы определения потенциальных результатов и перспектив финансового развития организации.

Для успешного изучения дисциплины «Финансовый менеджмент» у обучающихся должны быть сформированы следующие предварительные компетенции:

- способность решать стандартные задачи профессиональной деятельности на основе информационной и библиографической культуры с применением информационно-коммуникационных технологий и с учетом основных требований информационной безопасности;

- способность осуществлять сбор, анализ и обработку данных, необходимых для решения профессиональных задач;

- способность выбрать инструментальные средства для обработки экономических данных в соответствии с поставленной задачей, проанализировать результаты расчетов и обосновать полученные выводы;

- способность собрать и проанализировать исходные данные, необходимые для расчета экономических и социально-экономических показателей, характеризующих деятельность хозяйствующих субъектов;

- способность на основе типовых методик и действующей нормативно-правовой базы рассчитать экономические и социально-экономические показатели, характеризующие деятельность хозяйствующих субъектов;
- способность выполнять необходимые для составления экономических разделов планов расчеты, обосновывать их и представлять результаты работы в соответствии с принятыми в организации стандартами;
- способность использовать для решения аналитических и исследовательских задач современные технические средства и информационные технологии;
- способность организовать деятельность малой группы, созданной для реализации конкретного экономического проекта;
- способность критически оценить предлагаемые варианты управленческих решений, разработать и обосновать предложения по их совершенствованию с учетом критериев социально-экономической эффективности, рисков и возможных социально-экономических последствий.

В результате изучения данной дисциплины у обучающихся формируются следующие профессиональные компетенции:

Код и формулировка компетенции	Индикаторы	Этапы формирования компетенции	
ПК-1 Способен выбрать методику, показатели для анализа финансовых моделей развития бизнеса	ПК-1.1 – Знает факторы и показатели для анализа рынка, финансовых	Знает	Методы и приёмы современной финансовой аналитики, в том числе обработки данных финансовой

<p>хозяйствующего субъекта в условиях риска и неопределенности</p>	<p>моделей. Владеет стандартными методами и инструментами их анализа. Может обнаружить рыночный тренд, выдвинуть гипотезу о его причинах и последствиях</p>		<p>информации. Методы обоснования прогнозных параметров основных финансово-экономических показателей на микро-, макро- и мезоуровне</p>
		Умеет	<p>Использовать инструментарий финансовой аналитики в процессе аналитической обработки информации, глубоко и всесторонне интерпретировать результаты такой обработки</p>
		Владеет	<p>Основами разработки алгоритмов финансово-экономических расчётов исходя из специфики деятельности компании и изменения внешней экономической среды. Механизмами реализации данных алгоритмов, в том числе с использованием прогрессивных технологий</p>
		ПК-1.2 –	Знает

	Выбирает необходимый метод и критерии анализа финансовых показателей (из нескольких известных)		экономического и финансового анализа, массивы источников информации организаций различных организационно-правовых форм
		Умеет	Реализовывать методики комплексного экономического и финансового анализа текущей и перспективной деятельности организаций различных организационно-правовых форм для объективной оценки её результатов
		Владеет	Навыками выбора наиболее приемлемых методик комплексного экономического и финансового анализа организаций (с учётом специфики деятельности), всесторонне интерпретировать результаты их реализации. Навыками апробации и оперативного внедрения современных научных разработок и актуальных достижений в

			области экономического и финансового анализа
	ПК-1.3 – Проводит оценку и финансового состояния хозяйствующего субъекта, в условиях риска и неопределенност и	Знает	Методы и приёмы современной финансовой аналитики, в том числе обработки данных финансовой информации. Методы обоснования прогнозных параметров основных финансово- экономических показателей на микро-, макро- и мезоуровне
		Умеет	Использовать инструментарий финансовой аналитики в процессе аналитической обработки информации, глубоко и всесторонне интерпретировать результаты такой обработки
		Владеет	Механизмами реализации данных алгоритмов, в том числе с использованием прогрессивных технологий

Для формирования вышеуказанных компетенций в рамках дисциплины «Финансовый менеджмент» применяется метод интерактивного обучения «кейс-стади».

## **I. СТРУКТУРА И СОДЕРЖАНИЕ ТЕОРЕТИЧЕСКОЙ ЧАСТИ КУРСА**

Лекции не предусмотрены.

## **II. СТРУКТУРА И СОДЕРЖАНИЕ ПРАКТИЧЕСКОЙ ЧАСТИ КУРСА**

### **Практические занятия**

**(10 час., в том числе 6 час. с использованием методов активного обучения)**

**Практическое занятие № 1. Финансовая аналитика (1 час).**

***Метод активного обучения - метод «кейс-стади» (ситуационные задания) (2 час.)***

Вопросы устного опроса:

1. Оценка финансовых результатов деятельности организации: методы и процедуры.
2. Риск, доходность и альтернативные издержки.
3. Аналитическое обоснование решений по финансированию и эффективность рынка.

1.1 Для компании со следующими данными рассчитайте EVA.

Рыночная стоимость и бухгалтерская оценка СК, млн. ден. ед.....80



Рыночная стоимость и бухгалтерская стоимость долга, млн. ден. ед...	60
Доналоговая требуемая доходность по долгу, % .....	8
Ставка налога, %.....	40
Требуемая доходность по собственному капиталу, %.....	12
Нескорректированная NOPAT, млн. ден. ед.....	20

Покажите корректировки прибыли и инвестированного капитала для расчета EVA при предположении о работе компании на арендованных активах, рыночная стоимость которых составляет 30 млн. ден. ед. Окажут ли влияние корректировки на значение EVA? Как следует провести корректировки, если рыночная стоимость активов неизвестна, но даны будущие арендные платежи за все годы заключенного договора аренды?

1.2 Компания - производитель моющих средств имеет известный на рынке бренд и развивается высокими темпами. В текущем году наметились две проблемы. Одна связана с замедлением роста основного рынка реализации продукции компании (дает половину годовой выручки). Вторая проблема заключается в ужесточении конкуренции со стороны производителей моющих средств. По прогнозам маркетологов компании и внешних аналитиков, рост выручки будет продолжаться не более 3 лет. До сих пор компания придерживалась политики устойчивых дивидендных выплат и не собирается кардинально менять финансовую стратегию.

Основные параметры деятельности компании:

Темп роста валового национального продукта, %.....	4
Средняя отраслевая рентабельность (бухгалтерская) собственного капитала (ROE), % .....	16
Рентабельность (бухгалтерская) собственного капитала (ROE) по компании, %.....	25
Требуемая доходность инвестиций в собственный капита, %.....	11

После перехода на новую фазу роста требуемая доходность инвестиций в собственный капитал, %.....	14
Прибыль на акцию (EPS), ден. ед. ....	1,4
Дивиденд на акцию, ден. ед. ....	0,7
Курс обыкновенных акций компании, ден. ед. ....	21

Как может быть оценена фундаментальная стоимость компании?

1.3 По компании «8С» - производителю игровых приставок, игровых автоматов и программных продуктов к высокотехнологичным играм - величина внеоборотных активов по отчетности составляет 10 680 млн. долл. Средний срок жизни активов, на которых работает компания, - 5 лет. Накопленная амортизация за этот период составила 2386 млн. долл. Активы допускают активное их использование еще в течение 6 лет. После этого их можно будет реализовать на рынке, коэффициент потери стоимости можно принять на уровне 50% (с учетом налоговых выплат).

Кроме того, компания работает на арендованных основных фондах. Приведенная оценка планируемых платежей по аренде составляет 4100 млн. долл. Сумма дебиторской задолженности и запасов за вычетом кредиторской задолженности составляет 2300 млн. долл. За прошедший год значение доналоговой операционной прибыли (ЕБИТ) составило 1700 млн. долл. Эта оценка отражает начисленную амортизацию за год в размере 430 млн. долл. Компания платит налог на прибыль по ставке 24%. Ежегодная инфляция составляет 7%.

Оцените рентабельность вложенного капитала по денежному потоку (показатель CFROI и сопоставьте с требуемой доходностью по капиталу на уровне 20,5% (оценка по текущей доходности компаний-аналогов).

1.4 По нефтяным компаниям известны следующие значения рыночного мультипликатора «цена / добыча» (Рыночная капитализация в млн. долл. / Добыча за год в млн. баррелей):

Компания «Мобил» .....31

Компания «Тоталь».....30

Компания «Шеврон».....29

Нефтяная компания «Акроойл» имеет в обращении 10 тыс. обыкновенных акций. Акции котируются на бирже по цене 13 долл. за штуку. Компания за прошедший год добыла 50 млн. баррелей нефти. Что можно сказать о рыночном положении компании (недооценена рынком, переоценена рынком), используя метод мультипликаторов?

Объединение нескольких мелких нефтяных компаний некой республики в компанию «Арктикойл» позволяет довести их ежегодную общую добычу до 70 млн. баррелей в год. Какой прогноз оценки рыночной капитализации новой компании «Арктикойл» может быть сделан?

Какие причины при покупке контрольного пакета акций компании?

«Арктикойл» иностранными инвесторами могут привести к повышению и к понижению цены? Имейте в виду, что мультипликаторный метод не учитывает многих фундаментальных показателей по компании. Инвесторы эти показатели учитывать будут. Будут ли нефундаментальные показатели (факторы внешней среды: правовые, налоговые) влиять на оценку инвесторами этой компании?

1.5 Как утверждает директор департамента финансовых и управленческих консультаций, «блокирующий пакет всегда стоит

больше, чем обычный. В этом случае коэффициент увеличения стоимости акций составляет как минимум 1,5».

Согласны ли вы с этим утверждением? Объясните причины. Приведите примеры.

1.6 Представители трех управляющих групп в российских компаниях: собственники (инвесторы); менеджеры; консультанты (аналитики) сходятся во мнении, что в России полностью передать управление собственностью в «другие руки» (менеджерам) - значит потерять ее. Передавать собственность в управление в массовом порядке предприниматели начнут с созданием прозрачной бизнес-среды. Оптимистичные оценки определяют этот срок в 8-10 лет, пессимистичные - в 20 лет.

Что включается в понятие прозрачной бизнес-среды? Создает ли кодекс корпоративного управления предпосылки к передаче собственности в управление?

1.7 Кейс-задание. Оценка финансовых результатов и её роль в обосновании решений финансового менеджмента.

Данные нормализованной финансовой отчётности компании «Ярс» за последние пять лет приведены в таблицах 1.1 и 1.2.

Таблица 1.1 – Данные отчёта о финансовых результатах компании «Ярс» (нормализованный)

Показатели	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Чистые продажи, тыс. р.	23285	27942	32971	37917	45500
Себестоимость реализации, тыс. р.	12545	14716	17353	20529	24284
Валовая прибыль, тыс. р.	10740	13226	15618	17388	21216
Операционные расходы, тыс. р.	6334	7666	9323	11168	12275
ЕВИТДА, тыс. р.	4405	5560	6295	6220	8941
Износ, тыс. р.	749	1002	1130	1210	1340
ЕВИТ, тыс. р.	3656	4558	5165	5010	7601
Проценты уплаченные, тыс. р.	232	268	315	448	883

ЕВТ, тыс. р.	3424	4290	4850	4562	6718
Налоги, тыс. р.	545	842	1087	1275	1470
Чистый доход, тыс. р.	2879	3448	3763	3287	5248
Нераспределенная прибыль – остаток на начало периода, тыс. р.	10538	13417	16865	19499	21143
Норма дивидендных выплат, %	0	0	30	50	50
Минус: Дивиденды, тыс. р.	0	0	1129	1644	2624
Нераспределенная прибыль – остаток на конец периода, тыс. р.	13417	16865	19499	21143	23767

Таблица 1.2 – Балансовый отчет компании «Ярс» (нормализованный)

Показатели	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Денежные средства	231	605	468	510	1284
Дебиторская задолженность	5634	6892	7829	8415	9863
Товарно-материальные запасы	3083	3736	4039	5285	5761
Итого текущие активы	8948	11233	12336	14210	16907
Фиксированные активы	12694	14338	16888	19422	22838
Итого активов	21642	25571	29224	33632	39746
Кредиторская задолженность поставщикам	3978	4026	4755	5772	6295
Прочая кредиторская задолженность	1222	1202	1215	1191	1292
Краткосрочные кредиты	-	-	-	1250	4140
Итого текущие обязательства	5200	5228	5970	8213	11727
Долгосрочные заемные средства	1954	2408	2685	3206	3182
Итого обязательства	7154	7636	8655	11419	14909
Обыкновенные акции	1070	1070	1070	1070	1070
Нераспределенная прибыль	13417	16865	19499	21143	23767
Итого собственный капитал	14487	17935	20569	22213	24837
Итого обязательства и собственный капитал	21642	25571	29224	33632	39746

Необходимо:

- рассчитать структуру доходов и расходов (заполнив таблицу 1.3);
- произвести калькуляцию NOPAT, инвестированного капитала, рассчитать нормы реинвестирования.
- сделать анализ факторов доходности и других показателей, необходимых для построения прогнозов (заполнив таблицы 1.4, 1.5, 1.6, 1.7).

Таблица 1.3 – Структура доходов и расходов компании «Ярс»

Показатели	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Чистые продажи, тыс. р.					

Темп роста продаж, %					
Структура доходов и расходов в %					
Себестоимость реализации, тыс. р.					
Валовая прибыль					
Операционные расходы, %					
ЕВITDA, %					
Износ, %					
ЕВIT, %					
Проценты уплаченные, %					
ЕВТ, %					
Налоги, %					
Чистый доход, %					

Таблица 1.4 - Калькуляция NOPAT по компании «Ярс»

Показатели	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Нормализованная ЕВIT, тыс. р.					
Налог на ЕВIT, тыс. р.					
NOPAT, тыс. р.					

Таблица 1.5 – Инвестированный капитал (IC) и вложенный капитал компании «Ярс» (CE)

Показатели	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Денежные средства, тыс. р.					
Рабочий капитал, тыс. р.					
Запасы, тыс. р.					
Дебиторская задолженность, тыс. р.					
Кредиторская задолженность, тыс. р.					
Фиксированные активы, тыс. р.					
Инвестированный капитал (IC), тыс. р.					
Долг, тыс. р.					
Краткосрочные кредиты, тыс. р.					
Долгосрочные заемные средства, тыс. р.					
Собственный капитал, тыс. р.					
Вложенный капитал (CE), тыс. р.					

Таблица 1.6 – Анализ факторов доходности компании «Ярс»

Анализ ROIC	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Рентабельность продаж (NOPAT), тыс. р.					
S / IC					
ROIC					
Анализ ROE					
Рентабельность продаж (ROS)					
Оборачиваемость активов (SOA)					
Финансовый рычаг (FLM)					
Доход на собственный капитал (ROE)					

Таблица 1.7 – Финансовые показатели компании «Ярс», необходимые для построения прогнозов

Анализ ROIC	1-ый год	2-ой год	3-ий год	4-ый год	5-ый год
Показатели в % к выручке					
Фиксированные активы, тыс. р.					
Товарно-материальные запасы, тыс. р.					
Дебиторская задолженность					
Кредиторская задолженность, тыс. р.					
Рабочий капитал, тыс. р.					
Денежный остаток к продажам (Cash/S), тыс. р.					

## Практическое занятие № 2. Стоимость капитала и стоимость финансовых ресурсов организации (1 час).

*Метод активного обучения - метод «кейс-стади» (ситуационные задания) (2 час.)*

Вопросы для устного опроса:

1. Стоимость капитала и оценка выгоды новых идей.
2. Затраты на заемный капитал. Ограничения в использовании методов оценки затрат на заемный капитал корпораций на развивающихся рынках капитала. Метод синтетического рейтинга.
3. Структура финансирования и сложная структура капитала. Средневзвешенная стоимость капитала как критерий принятия инвестиционных решений.
4. Предельная стоимость капитала и её роль в обосновании инвестиционных решений.

2.1 Кейс- задание. Стоимость капитала и оценка выгоды новых идей.

Энергетическая компания АО «N-энерго» осуществляет генерацию электро- и теплоэнергии в городе Энск и Энской области.

Компания производит ежегодно 2630 млн. кВт-ч электроэнергии и 1134 Гкал. тепла. Крупнейшими потребителями являются металлургический комбинат, ряд предприятий химической промышленности. Компания экстенсивно развивается, имеет много новых сетей распределения электроэнергии, осуществляет подключение новых потребителей.

Таблица 2.1 – Данные уплотнённого баланса АО «N-энерго»

Актив		Пассив	
Статьи	Сумма, млн. р.	Статьи	Сумма, млн. р.
Денежные средства	83	Кредиторская задолженность	183
Финансовые вложения	51	Краткосрочные обязательства	286
Дебиторская задолженность	6294	Долгосрочные обязательства	6300
Незавершенное производство	8	Итого обязательства	6769
Запасы	1330	Собственные средства	27 420
Прочие текущие активы	503	Итого пассивы	34189
Итого текущие активы	8269		
Основные средства и капитальные вложения	25 889		
Нематериальные активы	31		
Итого постоянные активы	25 920		
Итого активы	34 189		

*Справочная информация:*

Ставка налога на прибыль организации — 24%.

Ожидаемая в текущем году прибыль организации до налогов и процентов (*EBIT*) — 2984 млн. р., ее среднегодовой прирост — около 6% в год.

*Расшифровка обязательств компании:*

1. Краткосрочные кредиты банков: сумма 286 млн. р., средняя процентная ставка 15,65% годовых. Проценты выплачиваются при погашении.



2. Долгосрочные облигации. Сумма выпуска 5 000 000 тыс. р., номинал одной облигации 10 000 руб., срок до погашения 4 года, купон 10% годовых, выплата 1 раз в год в конце года. Рыночный курс облигации — 97%.

3. Долгосрочный кредит банка, сумма 1300 млн. р., срок до погашения 4 года, ставка 15% годовых, выплата процентов один раз в год (ближайшая выплата через год).

Расшифровка собственных средств:

1. Капитал, полученный от размещения простых акций: сумма 8013 млн. р., размещение происходило по номиналу 1000 руб. за акцию, ожидаемый в текущем периоде дивиденд — 244,5 руб. на акцию, среднегодовой прирост дивиденда — 6% в год. Текущий рыночный курс — 2000 руб. на акцию.

2. Капитал, полученный путем размещения безотзывных привилегированных акций: 2165 млн. р., размещение происходило по номиналу 1000 руб. за акцию, фиксированная ставка дивиденда 17% годовых, текущий рыночный курс — 1050 руб. на акцию.

3. Нераспределенная прибыль и фонды предприятия, образованные из прибыли - 17 242 тыс. р.

Данные финансового рынка (доходности приведены к рублевому эквиваленту):

1. Ставка безрисковой доходности - 5% годовых.
2. Среднегодовой прирост биржевого индекса - 18% годовых.
3. Коэффициент систематического риска  $\beta$  для организации - 1,07.
4. Ключевая ставка ЦБ - 16% годовых.

Корпорация рассматривает типичный для нее проект строительства подстанции и подключения нового потребителя в поселке П. Данный проект является небольшим по сравнению с бюджетом компании в целом и относится к традиционной для предприятия сфере деятельности.

Расчетный денежный поток, относящийся к проекту, представлен в Таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Расчётный денежный поток проекта АО «N-энерго»

Год	0	1	2 - 7	8
Денежный поток	-6754	20	2344	1023

Требуется:

- 1) определить рыночную стоимость собственного ( долевого) капитала организации «N -энерго»;
- 2) определить рыночную стоимость заемного (долгового) капитала организации «N -энерго»;
- 3) рассчитать средневзвешенную стоимость капитала (рыночную и балансовую), используя критерий NPV, оценить коммерческую состоятельность инвестиционного проекта строительства подстанции и подключения нового потребителя в поселке П.

### **Практическое занятие № 3. Моделирование структуры капитала организации (2 часа).**

Вопросы для устного опроса:

1. Критерии и методы моделирования целевой структуры капитала.

2. Оценка альтернативных издержек формирования структуры капитала на основе финансовой модели «затраты на капитал».

3. Оптимальная и целевая структура капитала. Метод EBIT-EPS.

4. Обоснование оптимальной структуры капитала на базе традиционного, компромиссного подходов и сигнальных моделей (в соответствии с теорией асимметричности информации).

3.1 Компания «Дарина» имеет два источника финансирования: собственный капитал, разделенный на обыкновенные акции номиналом 1 долл. каждая, и долгосрочная банковская ссуда. В балансе источники финансирования представлены следующим образом: уставный капитал — 300 тыс. долл., банковская ссуда — 50 тыс. долл. Рыночная цена акции компании «Дарина» в настоящий момент составляет 1,5 долл. Чему равен финансовый рычаг, используемый компанией?

3.2 Компания ХУ имела за рассматриваемый промежуток времени следующие значения операционной прибыли по годам:

Показатели	Годы					
	1	2	3	4	5	6
Операционная прибыль EBIT, млн. р.	50	60	40	50	75	37,5
Выплаты процентов, млн. р.	15	15	15	15	15	15
Денежный поток, получаемый владельцами собственного капитала (при отсутствии налогов), млн. р.	35	45	25	35	60	22,5
Изменение по отношению к предыдущему году, %	-	+28,6	-44,4	+40	+71,4	-62,5

Как можно объяснить большие процентные изменения денежного потока, получаемого владельцами собственного капитала компании УХ?

3.3 Компания XYZ только начинает свою деятельность. Собирается производить теннисные ракетки по цене 22 руб. каждая. Постоянные издержки по обеспечению производства составляют 500 тыс. р. в год. Переменные издержки прогнозируются на уровне 2 руб. на каждое изделие. Компания прогнозирует продавать 50 тыс. ракеток в год. Ставка налога на прибыль — 40%. Для начала деятельности необходимы денежные средства в размере 2 млн. р. (приобретение внеоборотных, текущих активов).

Консультанты представили информацию, из которой следует, что при привлечении заемного капитала процент по нему будет зависеть от величины займа. Ниже приведены данные зависимости процентной ставки от доли заёмного капитала:

Сумма займа, тыс. р.	Доля заёмного капитала в общем капитале, %	Годовая процентная ставка по займу
200	10	9
400	20	9,5
600	30	10
800	40	15
1000	50	19
1200	60	26

Предположим, что акции могут быть размещены по цене 20 руб. при организации деятельности (размещаются по номиналу). В дальнейшем цена будет зависеть от величины заемного капитала (доли в общем капитале) и прогнозируемых значений прибыли на акцию. Будем определять цену акции мультипликаторным методом. Например, при нулевом финансовом рычаге значение коэффициента цена/прибыль (P/E)

равно 12,5, а затем при увеличении доли заемного капитала этот коэффициент уменьшается.

Объясните, почему это происходит?

Зависимость мультипликатора от структуры капитала следующее:

Заёмный капитал / Активы, %	P/E
0	12,5
10	12
20	11,5
30	10
40	8
50	6
60	5

1. Какова оптимальная структура капитала компании (оцените оптимальную структуру как значение финансового рычага — «Заемный капитал / Активы»).

2. Рассчитайте эффект операционного рычага и финансового рычага (исходя из американской концепции) при прогнозируемом уровне продаж.

3. Каков эффект сопряженного рычага при прогнозируемом уровне реализации и оптимальной структуре капитала?

3.4 Компании «Фаворит» и «Финанс» идентичны в коммерческом плане (работают в одной отрасли, имеют одинаковый эффект операционного Фаворита, генерируют ежегодно 6 млн. р. операционной прибыли), но используют различные финансовые стратегии. Компания «Фаворит» привлекает заемный капитал в размере 20 млн. р. в виде долгосрочной банковской ссуды с 10%-ми ежегодными выплатами. Компании работают на совершенном рынке капитала при отсутствии налогов. Стоимость акционерного капитала компании «Финанс» - 15%.

1. Какова рыночная оценка каждой компании по модели Миллера — Модильяни?

2. Определите стоимость собственного и заемного капитала компании «Фаворит».

3. Оцените рыночную капитализацию компании «Фаворит».

Чему равна средняя стоимость капитала по каждой компании?

3.5 Рассмотрите ситуацию, описанную в задаче 3.4, при налоге на прибыль в размере 35% (выплаты по заемному капиталу включаются в себестоимость, что соответствует общемировой практике).

1. Какова рыночная оценка каждой компании по теории Миллера — Модильяни?

2. Определите стоимость собственного и заемного капитала компании «Фаворит».

3. Оцените рыночную капитализацию компании «Фаворит».

4. Чему равна средняя стоимость капитала по каждой компании?

3.6 Компания «Ротон» имеет среднюю стоимость капитала 17,27%, рассчитанную по следующим данным:

Элемент капитала	Рыночная оценка, млн. долл.	Стоимость капитала, %
Собственный капитал	10	18
Заёмный капитал	1	10
		WACC = 17,27

Руководство доказывает владельцам собственного капитала, что средняя стоимость компании может быть значительно снижена за счет привлечения дополнительно заемного капитала. Рассмотрите это предложение с позиции традиционного подхода и с позиции теории ММ, вводя условные данные для пояснения своих соображений.

### 3.7 Компания ХУ имеет следующую структуру капитала:

Элемент капитала	Текущая структура, %	Рыночная оценка	Характеристика
Собственный капитал, S	79	7,5 млн. ед.	100 тыс. обыкновенных акций
Заёмный капитал, D	21	2 млн. ден. ед.*	Размещён под 8% годовых
$V = S + D$	100	$9,5 = 7,5 + 2$	Ставка налога на прибыль – 35%, существует налоговый щит

\* Совпадает с балансовой оценкой

Компания рассматривает проект расширения, который потребует 3 млн. ден. ед. Финансовый менеджер анализирует три варианта финансирования и соответственно три варианта структуры капитала (предполагается, что издержки по привлечению и размещению капитала отсутствуют):

а) вариант А — привлечь заемный капитал в размере 3 млн. ден. ед. под 10% годовых (т.е. увеличить финансовый рычаг);

б) вариант Б — разместить привилегированные акции на 3 млн. ден. ед. с дивидендным доходом 10,5% от номинала;

в) вариант В — провести дополнительную эмиссию обыкновенных акций. Предполагается, что информация симметрична и дополнительная эмиссия не приведет к падению цены, что позволит продавать акции по 75 ден. ед. за штуку и таким образом разместить дополнительно 40 тыс. акций.

Финансовый отдел на основе данных маркетинговой службы оценил предполагаемый уровень операционной прибыли при реализации проекта как 1,25 млн. ден. ед.

Стандартное отклонение операционной прибыли 400 тыс. ден. ед. в год (предполагается, что операционная прибыль имеет нормальное распределение).

Финансовый отдел определил среднее значение финансового рычага D/S по другим компаниям данной отрасли как 35% и средний коэффициент покрытия равен 6.

Какой вариант финансирования будет выбран?

#### **Практическое занятие № 4. Финансовые аспекты управления операционным риском организации (2 часа).**

Вопросы для устного опроса:

1. Операционный леверидж как индикатор операционного (коммерческого) риска.
2. Управление безубыточностью как фактор минимизации операционного риска.
3. Операционный анализ как инструмент оптимизации параметров финансово-хозяйственной деятельности организации.

4.1 Руководство организации намерено увеличить производство продукции с 400 ед. до 450 ед. Переменные затраты на единицу продукции для исходного варианта составляют 3 тыс. р., общая сумма постоянных затрат - 500 тыс. р. Цена за единицу продукции равна 5 тыс. р. При наращивании производственной мощности сумма постоянных затрат возрастёт до 625 тыс. р.

На основе имеющихся данных необходимо обосновать решение об изменении производственной мощности (без учёта эффекта кривой опыта):



1) рассчитать сумму прибыли, соответствующую новому уровню выручки от реализации и её прирост в процентах;

2) определить, выгодно ли компании наращивать объём производства продукции исходя из: а) соотношения изменения следующих показателей: производственной мощности, величины постоянных затрат и прибыли; б) изменения порога рентабельности, запаса финансовой прочности и срока окупаемости постоянных затрат.

Решение оформить таблицей:

Показатели	Исходный вариант	Планируемый вариант	Изменение, %
Объём производства, ед.	400	480	?
Постоянные затраты, тыс. р.	500	625	?
Цена, тыс. р.	5	5	?
Выручка от продаж, руб.	?	?	?
Прибыль, руб.	?	?	?
Порог рентабельности, ед.	?	?	?
Запас финансовой прочности, %	?	?	?
Срок окупаемости постоянных расходов, мес.	?	?	?

4.2 Имеются следующие данные о компании:

1. Целевая структура капитала: собственный капитал - 70%, заёмный капитал - 30%.

2. В следующем году компания планирует получить чистую прибыль в размере 105 000 руб.

3. Отчисления на нераспределённую прибыль - 50% чистой прибыли.

4. Компания имеет договор с банком, в соответствии с которым может получить кредиты (до 42 000 руб.) по процентной ставке 8%.

5. Часть чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов - 12%.

6. Стоимость дополнительно привлекаемого капитала (дополнительная эмиссия акций) - 12,7%

7. Варианты инвестиций:

Проекты	Начальные вложения, руб.	Внутренняя норма прибыли (IRR), %
А	75 000	13
Б	100 000	9
В	50 000	10
Г	25 000	12
Д	50 000	14

На основе расчёта точек разрыва при изменении предельной стоимости капитала необходимо определить какие проекты могут быть приняты к исполнению.

4.3 Производственная мощность компании рассчитана на производство 2 000 изделий, рыночная цена которых 300 руб. Переменные расходы на одно изделие составляют 100 руб., а общие постоянные расходы – 150 000 руб.

В связи с потерей рынков сбыта объем заказов компании сократился до 600 изделий. Постоянные и переменные затраты остались на том же уровне.

Одновременно компания имеет возможность получить дополнительный заказ на производство 1 000 изделий по цене, ниже рыночной – 200 руб. Для выпуска этой партии продукции на

конструкторско-технологическую подготовку производства необходимо дополнительно израсходовать 10 500 руб.

На основе приведённых данных необходимо:

1) определить себестоимость единицы изделия, прибыль и безубыточный объем продаж (порог рентабельности) а) при полной загрузке производственной мощности и б) в условиях сокращения объёма заказов, определив, будет ли деятельность компании при этом рентабельной;

2) обосновать целесообразность дополнительного заказа по ценам ниже рыночных, рассчитав значения перечисленных выше показателей в случае принятия заказа.

4.4 Компания оказывает услуги по ремонту промышленного оборудования, для чего ей требуются новые комплектующие детали в количестве 2700 шт. Если компания будет производить их самостоятельно, то постоянные затраты, связанные с их производством, составят 120 тыс. р. в год, а переменные – 70 руб. на единицу изделия. Готовые детали можно приобрести в неограниченном количестве по цене 120 руб. за единицу.

Необходимо:

1) определить объём потребности в деталях, при котором расходы на их закупку совпадут с себестоимостью производства;

2) обосновать выбор между собственным производством деталей и их приобретением, исходя из необходимости минимизации связанных с этим затрат.

4.5 Долгосрочные обязательства компании на сумму 7,4 млн. р. распределяются следующим образом:

Виды долга	Сумма, тыс. р.
15% облигации, размещённые сериями в разные сроки. Ежегодно погашается облигаций на 100 000 долл. по номиналу	2 400
13% облигации, обеспеченные первой закладной на недвижимость. Ежегодно погашается облигаций на 150 000 долл. по номиналу	3 000
18% облигации с пониженным статусом. Номинальная стоимость выплачивается только через 10 лет	2 000
Всего долга	7 400

Балансовая стоимость акционерного капитала компании составляет 8,3 млн. р., рыночная – 6 млн. р. Корпоративные, федеральные и государственные налоги составляют 50%. Компания имеет циклический бизнес: ожидаемая прибыль до уплаты процентов и налогов – 2 млн. р., стандартное отклонение которого – 1,5 млн. р. Среднее по другим компаниям отрасли отношение задолженности к акционерному капиталу – 0,47.

Необходимо:

- 1) определить коэффициент покрытия процентов прибылью и коэффициент полного покрытия затрат компании;
- 2) какова вероятность, что эти два показателя опустятся ниже соотношения 1 к 1?
- 3) не слишком ли много задолженности у компании?

4.6 Компания выпустила долговых обязательств на 3 млн. р. под 12% годовых. Компания намерена финансировать программу расширения стоимостью 4 млн. р. и рассматривает 3 возможных варианта: эмиссия долговых обязательств под 14% годовых, эмиссия привилегированных акций с выплатой 12% дивидендов или эмиссия обыкновенных акций по цене 16 руб. за акцию. В настоящее время

компания уже выпустила 800 000 обыкновенных акций, кроме того, уровень её налогообложения составляет 40%.

1) если сейчас балансовая прибыль равна 1,5 млн. р., какую величину составит на акцию по трём вариантам при условии, что прибыльность тотчас же не увеличится?

2) составьте график безразличия по трём вариантам. Где приблизительно находятся точки безразличия?

3) насколько должна увеличиться балансовая прибыль, чтобы вариант стал лучшим?

4.7 Рассчитать операционный левверидж при следующих условиях: объём продаж – 5 000 шт., цена за единицу – 100 руб., переменные расходы на единицу – 30 руб., постоянные расходы – 200 000 руб.

4.8 Постоянные издержки компания составляют 3 млн. р. в год, включая рекламу. Переменные издержки равны 1,75 руб., на 0,5 л краски, а цена пол-литровой банки – 2 руб.

1) какова точка безубыточности (в рублях)?

2) что произойдёт с точкой безубыточности при снижении переменных издержек до 1,68 руб. на пол-литра?

3) как изменится значение точки безубыточности, если постоянные издержки возрастут до 3,75 млн. р. в год?

4.9 Компания производит компоненты для персональных компьютеров, продающихся по цене 100 руб. за единицу продукции. Ежегодно выпускается и продаётся 5 000 изделий. Общая прибыль равна 50 000 руб. Активы компании (все они финансируются с помощью обыкновенных акций) составляют 500 000 руб.

Компания может изменить свой производственный процесс, увеличив на 400 000 руб. капиталовложения и на 50 000 руб. – постоянные эксплуатационные издержки. Эти изменения сократят переменные издержки на единицу продукции на 10 руб. и увеличат выпуск на 2 000 единиц, однако продажную цену на все изделия придётся снизить до 95 руб., чтобы можно было продать дополнительно выпущенную продукцию.

Благодаря зачёту потерь налогов текущего года против прибылей будущих лет налоговая ставка равна нулю. Компания не пользуется заёмными средствами, средняя стоимость её капитала составляет 10%.

1) следует ли компании вносить изменения? Следует ли компании увеличить или уменьшить операционную зависимость, если компания внесёт эти изменения?

2) допустим, что общая сумма капиталовложений составила 800 000 руб., и компания вынуждена была занять 400 000 руб. под 10%. Определите прибыль на акционерный капитал от дополнительных капиталовложений в обыкновенные акции. Должна ли компания вносить изменения, если надо прибегнуть к финансированию за счёт заёмных средств.

4.10 Корпорация решила провести реструктуризацию капитала, что вызывает увеличение настоящей задолженности в 5 млн. р. до 25 млн. р. Процентная ставка на заём составляет 12% и ожидается, что она не изменится. На настоящий момент компания имеет в обращении 1 млн. акций, по цене 40 руб. за единицу. Если, в соответствии с ожиданиями, реструктуризация увеличит ROE, каков будет

минимальный уровень для EBIT, на который может рассчитывать менеджмент организации (без учёта налогов)?

4.11 Компания ожидает EBIT 4 000 руб. ежегодно. Она может получить заём под 10%. В настоящее время компания не имеет долга и стоимость её акционерного капитала равна 14%. Если ставка корпоративного налога составляет 20%, какова стоимость компании? Какова её стоимость, если компания возьмёт заём в 6000 руб. и использует средства для покупки акций?

4.12 Определите точку равновесия для привилегированных акций и обыкновенных акций при следующих условиях: дивиденды – 480 руб., налог – 40%, количество акций для проекта финансирования через привилегированные акции – 800 руб., количество акций для проекта финансирования через эмиссию обыкновенных акций – 1050.

**Практическое занятие № 5. Дивидендная политика организации (2 часа).**

***Метод активного обучения - метод «кейс-стади» (ситуационные задания) (2 час.)***

Вопросы для устного опроса:

1. Альтернативы дивидендной политики.
2. Дивидендная политика и справедливая стоимость организации.
3. Дивидендная политика и структура капитала.
4. Дивидендная политика и отношения с ключевыми стейкхолдерами компании.

5.1 Кейс-задание. Дивидендная политика российского предприятия и её влияние на ценность компании.

Акционерное общество «Робросс» производит технологических роботов для конвейерных производств в автомобильной промышленности и среднем машиностроении.

Компания стабильна по объемам продаж и прибылей, ее среднегодовой свободный денежный поток составляет 1000 млн. р. и примерно равен среднегодовой чистой прибыли.

Потребности в простом воспроизводстве фиксированных активов покрываются за счет амортизационного фонда.

Кроме того, компания ежегодно направляет на финансирование модернизации и реновации оборудования в среднем 50% своей чистой прибыли. В частности, в текущем году ею планируется осуществить инвестиционный проект (проект А), его денежные потоки представлены в таблице 5.1.

Таблица 5.1 - Денежные потоки АО «Робросс» по инвестиционному проекту А

Год	0	1
Денежный поток, млн руб.	-500	800

Компания «Робросс» финансируется целиком за счет собственного капитала акционеров, ее баланс укрупненно выглядит следующим образом (рыночная оценка активов и собственного капитала примерно равна балансовой).

Таблица 5.2 – Данные уплотнённого баланса АО «Робросс»



Актив	Сумма, млн. р.	Капитал	Сумма, млн. р.
Денежные средства	500	Собственный	5000
Запасы	1500	Обязательства	0
Фиксированные активы	3000		
Итого	5000		5000

Уставный капитал компании разделен на 50 млн. обыкновенных акций. Их рыночная цена в настоящее время составляет 100 рублей на акцию. Стоимость собственного капитала компании 20% годовых.

Предполагая, что на финансовом рынке действуют допущения Модильяни — Миллера, ответьте на вопросы:

- какие показатели характеризуют дивидендную политику, которую в текущем году планирует осуществить компания?

- как коэффициент накопления может повлиять на ценность акций компании? Являются ли полученные результаты доказательством влияния дивидендной политики на ценность фирмы?

- как повлияет на благосостояние акционеров решение выплатить дополнительные дивиденды вместо финансирования инвестиционного проекта А? Является ли полученный результат доказательством того, что дивидендная политика влияет на ценность фирмы?

- если компания «Робросс» финансирует инвестиционный проект А, а акционер Х, имеющий 0,01% акций компании, хотел бы получить весь

свободный денежный поток нулевого периода, может ли он это сделать не в форме дивидендов? Как это отразится на его благосостоянии?

- что произойдёт с показателями компании, если она решит выкупить свои акции вместо выплаты дивидендов? Как это может повлиять на предпочтения менеджеров?

5.2 Корпорация решает, выплатить ли ей излишек наличности в 300 руб. в виде дополнительных дивидендов или в виде закупки ранее проданных акций. Текущая прибыль составляет 1,50 руб. на акцию и акции продаются по цене 15 руб. Балансовый отчёт (по биржевым оценкам) до проведения выплаты 300 руб. выглядит следующим образом:

Балансовый отчёт по биржевым оценкам (до выплаты излишка наличности), тыс. р.			
Излишек наличности	300	400	Долг
Остальные активы	1 600	1 500	Акционерный капитал
Итого	1 900	1 900	

Оцените две имеющиеся возможности в отношении их влияния на цену единичной акции (P), прибыль в расчёте на акцию (EPS) и отношение цены к прибыли (P/E).

5.3 Корпорация объявила дивиденд равный 1,5 руб. в расчёте на акцию. Предположим, что доход на прирост капитала не облагается налогом, но дивиденды – облагаются по ставке 28%. Налоги взимаются только после выплаты дивидендов. Корпорация продаёт акции по цене 30 руб. и собирается продавать акции без дивиденда. Какова будет цена акции без дивиденда?

5.4 Компания объявила о выплате 4% дивиденда плюс денежный дивиденд в размере 0,6 руб. на акцию. Денежный дивиденд выплачивался как по старым акциям, так и по новым, полученным в виде дивиденда. Составьте возможный балансовый отчёт, показывающий последствия этих действий; используйте новый баланс,

включающий оба действия. Акции продавались по 25 руб. за штуку. Ниже приводится сокращённый вариант балансового отчёта компании до выплаты дивидендов:

Показатели	Сумма, тыс. р.	Показатели	Сумма, тыс. р.
Наличность	75	Заёмные средства	1000
Прочие активы	1925	Обыкновенные акции (6 млн. санкционированных акций, 50 млн. обращающихся акций номиналом 1 руб.)	50
		Оплаченный капитал	200
		Нераспределённая прибыль	750
Общая сумма активов	2000	Общая сумма обязательств и акций	2000

#### 5.4 Структура собственного капитала организации:

Показатели	Сумма, млн. р.
Обыкновенные акции	4
Оплаченный капитал	3
Нераспределённая прибыль	8
Всего	15

Текущий рыночный курс акции равен 15 руб.

а) компания объявляет дробление акций в пропорции 2 к 1:

1) как изменится приведённая выше структура собственного капитала?

2) какой будет прибыль на акцию (EPS) до и после дробления?

б) компания выплачивает 15-ный дивиденд акциями:

1) как изменится приведённая выше структура собственного капитала?

2) какой будет прибыль на акцию до и после выплаты дивиденда?

**Практическое занятие № 6. Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений компаний по слияниям и поглощениям (2 часа).**

Вопросы для устного опроса:

1. Рост компании через внешнее инвестирование.
2. Слияние компаний: оценка целесообразности и финансовый анализ объединения.
3. Поиск справедливой платы за целевую компанию при наличии (отсутствии) эффекта синергизма.
4. Защитные тактики от враждебного поглощения.

6.1 На момент оценки у компании собственный капитал (E0) составляет 100 долл. Постоянный темп роста денежного потока компании равняется 5%, а норма реинвестирования (b) находится на уровне 0,25.

Ставка дисконта (r) составляет 10%.

Определить:

- доходность собственного капитала (исходя из формулы устойчивого роста);
- прибыль за первый прогнозный период;
- свободный денежный поток первого прогнозного периода;
- ценность компании методом DCF;
- ценность компании по модели RI.

6.2 Допустим компания А является приобретающей, объявившей о своем намерении проведения слияния с компанией Б.

Компания А покупает у акционеров Б их акции по цене, превышающей текущую рыночную ценность. Пусть цена покупки

составляет \$12 000 000, рыночная ценность компании Б — \$10 000 000, а фундаментальная справедливая ценность — \$95 000 000.

Ожидается менеджментом компании А, что инвестиционная ценность объединенной компании АБ составит \$38 000 000, при этом справедливая ценность компании А без учета слияния составляет \$25 500 000.

Найти:

- ценность синергетического эффекта;
- рыночную премию;
- издержки приобретения;
- чистую ценность поглощения.

6.3 Достигнуто предварительное соглашение о приобретении компанией А компании Б посредством обмена акций. Исходные данные компаний перед слиянием:

Показатели	Компания А	Компания Б
Текущая прибыль, долл.	30 000 000	7 000 000
Количество акций	7 500 000	3 000 000
Прибыль на акцию, долл.	4,00	2,30
Цена одной акции, долл.	56,00	24,00
Отношение цены одной акции к прибыли на акцию (P/E ratio)	14	10

Акционеры компании Б согласились пойти на слияние при том, что компания А готова платить 29 долл. за каждую акцию (что превышает на 5 долл. текущую рыночную стоимость акций компании Б).

Необходимо:

- определить меновое соотношение акций;

- размер дополнительной эмиссии акций для обеспечения их долей в капитале объединённой компании АБ;
- финансовые показатели объединённой компании АБ (прибыль, количество акций, прибыль на акцию).

### **III. УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ ОБУЧАЮЩИХСЯ**

Учебно-методическое обеспечение самостоятельной работы обучающихся по дисциплине «Стратегические финансы и финансовое планирование» представлено в Приложении 1 и включает в себя:

- план-график выполнения самостоятельной работы по дисциплине, в том числе примерные нормы времени на выполнение по каждому заданию;
- характеристика заданий для самостоятельной работы обучающихся и методические рекомендации по их выполнению;
- требования к представлению и оформлению результатов самостоятельной работы;
- критерии оценки выполнения самостоятельной работы.

### **IV. КОНТРОЛЬ ДОСТИЖЕНИЯ ЦЕЛЕЙ КУРСА**

№ п/п	Контролируемые разделы дисциплины	Коды и этапы формирования компетенций	Оценочные средства	
			текущий контроль	промежуточная аттестация

1.	Раздел I. Стоимость капитала и оценка перспективных параметров финансирования	ПК-1	знает	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1)	Экзаменационные вопросы 1-24 Тестовые задания 1.1-1.10, 1.23-1.31, 22.15-2.29, 2.28-2.30, 3.1-3.30, 4.1-4.16, 4.27-4.30, 6.4-6.19
	Раздел II. Моделирование структуры капитала		умеет	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1) Практические задания (ПР-2) Кейс-задания (ПР-11)	Экзаменационные вопросы 1-24 Тестовые задания 1.1-1.10, 1.23-1.31, 22.15-2.29, 2.28-2.30, 3.1-3.30, 4.1-4.16, 4.27-4.30, 6.4-6.19 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1
	Раздел III. Финансовые аспекты управления операционным риском организации		владеет	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1) Кейс-задания (ПР-11) Практические задания (ПР-2)	Экзаменационные вопросы 1-24 Тестовые задания 1.1-1.10, 1.23-1.31, 22.15-2.29, 2.28-2.30, 3.1-3.30, 4.1-4.16, 4.27-4.30, 6.4-6.19 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1
2.	Раздел IV. Альтернативы дивидендной политики организации	ПК-1	знает	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1)	Экзаменационные вопросы 1-24 Тестовые задания 1.1-1.10, 1.23-1.31, 22.15-2.29, 2.28-2.30, 3.1-3.30, 4.1-4.16, 4.27-4.30, 6.4-6.19 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1
	Раздел V. Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений компаний по слияниям и поглощениям				

финансирования  Раздел II. Моделирование структуры капитала  Раздел III. Финансовые аспекты управления операционным риском организации  Раздел IV. Альтернативы дивидендной политики организации  Раздел V. Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений компаний по слияниям и поглощениям			умеет	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1) Кейс-задания (ПР-11) Практические задания (ПР-2)	Экзаменационные вопросы 1-24 Тестовые задания 1.1-1.7, 1.9, 1.18-1.32, 2.10-2.17, 2.26-2.30, 3.1-3.6, 3.10-3.17, 3.23-3.30, 4.1-4.30, 5.1-5.18, 5.26-5.30 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1
			владеет	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1) Кейс-задания (ПР-11) Практические задания (ПР-2)	Экзаменационные вопросы 1-24 Тестовые задания 1.1-1.7, 1.9, 1.18-1.32, 2.10-2.17, 2.26-2.30, 3.1-3.6, 3.10-3.17, 3.23-3.30, 4.1-4.30, 5.1-5.18, 5.26-5.30 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1
			умеет	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1) Кейс-задания (ПР-11) Практические задания (ПР-2)	Экзаменационные вопросы 1-3, 11-13, 21-24 Тестовые задания 1.3, 1.4, 1.16-1.23, 2.1, 2.6-2.30, 3.1-3.30, 3.1-3.30, 4.1-4.30, 5.1-5.30, 6.1-6.9, 6.11-6.17, 6.19 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1
			владеет	Собеседование (УО-1) Тест (ПР-1) Кейс-задания (ПР-11) Практические задания (ПР-2)	Экзаменационные вопросы 1-3, 11-13, 21-24 Тестовые задания 1.3, 1.4, 1.16-1.23, 2.1, 2.6-2.30, 3.1-3.30, 3.1-3.30, 4.1-4.30, 5.1-5.30, 6.1-6.9, 6.11-6.17, 6.19 Практические задания 1-6 Практические задания для самоконтроля 1-6 Кейс-задания 1.7, 2.1, 5.1

Типовые контрольные задания, методические материалы, определяющие процедуры оценивания знаний, умений и навыков и (или)



опыта деятельности, а также критерии и показатели, необходимые для оценки знаний, умений, навыков и характеризующие этапы формирования компетенций в процессе освоения образовательной программы, представлены в Приложении 2.

## **V. СПИСОК УЧЕБНОЙ ЛИТЕРАТУРЫ И ИНФОРМАЦИОННО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ**

### **Основная литература**

*(электронные и печатные издания)*

1. Берзон, Н. И. Корпоративные финансы : учеб. пособие для СПО / Н. И. Берзон, Т. В. Теплова, Т. И. Григорьева ; под общ. ред. Н. И. Берзона. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 212 с. — (Серия : Профессиональное образование). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/korporativnye-finansy-442431](http://www.biblio-online.ru/book/korporativnye-finansy-442431)
2. Бернстайн, Питер. Фундаментальные идеи финансового мира [Электронный ресурс]: эволюция / Питер Бернстайн — Электрон. текстовые данные. — М.: Альпина Паблишер, 2016. — 256 с. — Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/41499.html>. — ЭБС «IPRbooks»
3. Брег, Стивен М. Настольная книга финансового директора [Электронный ресурс] / Стивен Брег— Электрон. текстовые данные. — М.:

Альпина Паблицер, 2016. — 606 с. — Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/43717.html>. — ЭБС «IPRbooks»

4. Ван Хорн, Дж.К. Основы управления финансами : пер. с англ. / Дж. К. Ван Хорн. — М.: Финансы и статистика, 2003. — 800 с. — Режим доступа: <http://lib.dvfu.ru:8080/lib/item?id=chamo:786117&theme=FEFU>

5. Принципы корпоративных финансов / Ричард Брейли, Стюарт Майерс ; [пер. с англ.] Москва : Олимп-Бизнес, 2004. — 977 с.

6. Финансовый менеджмент. Полный курс : пер. с англ. : в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Галенски ; под ред. В.В. Ковалёва ; Институт «Открытое общество». Санкт-Петербург : Экономическая школа, 1998. — 497 с.

7. Лукасевич, И. Я. Финансовый менеджмент в 2 ч. : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / И. Я. Лукасевич. — 4-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 377 с. — (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-v-2-ch-chast-1-osnovnye-ponyatiya-metody-i-koncepcii-432014](http://www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-v-2-ch-chast-1-osnovnye-ponyatiya-metody-i-koncepcii-432014)

### **Дополнительная литература**

*(печатные и электронные издания)*

1. Балтина, А.М. Финансовый менеджмент в секторе государственного управления [Электронный ресурс]: учебное пособие / А.М. Балтина — Электрон. текстовые данные. — Оренбург: Оренбургский государственный университет, ЭБС АСВ, 2017. — 173 с. — Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/78920.html>. — ЭБС «IPRbooks»

2. Домашенко, Д.В. Современные подходы к корпоративному риск-

менеджменту: методы и инструменты / Д.В. Домашенко, Ю.Ю. Финогенова. — М.: — Магистр, НИЦ ИНФРА-М, 2019. — 304 с. — Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/1006768>

3. Лимитовский, М. А. Корпоративный финансовый менеджмент : учеб.-практ. пособие / М. А. Лимитовский, В. П. Паламарчук, Е. Н. Лобанова ; отв. ред. Е. Н. Лобанова. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 990 с. — (Серия : Авторский учебник). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/korporativnyy-finansovyy-menedzhment-425325](http://www.biblio-online.ru/book/korporativnyy-finansovyy-menedzhment-425325)

4. Лукасевич, И. Я. Финансовый менеджмент в 2 ч. : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / И. Я. Лукасевич. — 4-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 377 с. — (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-v-2-ch-chast-1-osnovnye-ponyatiya-metody-i-koncepcii-432014](http://www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-v-2-ch-chast-1-osnovnye-ponyatiya-metody-i-koncepcii-432014)

5. Новиков, А.В. Финансовые инструменты [Электронный ресурс]: учебное пособие / А.В. Новиков, Е.Е. Алексеев, П.А. Новгородов— Электрон. текстовые данные. — Новосибирск: Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ», 2017. — 170 с. — Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/80542.html>. — ЭБС «IPRbooks»

6. Пласкова, Н.С. Финансовый анализ деятельности организации: учебник / Н.С. Пласкова. — М.: Вузовский учебник: ИНФРА-М, 2017. — 368 с. + Доп. материалы [Электронный ресурс; Режим доступа <http://www.znanium.com>]. — Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/809989>

7. Румянцева, Е. Е. Финансовый менеджмент : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Е. Е. Румянцева. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 360 с. — (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-433328](http://www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-433328)

8. Рынок облигаций: Анализ и стратегии / Фабоцци Ф.Д., — 2-е изд. — М.: Альпина Паблишер, 2016. - 950 с. — Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/92372>

9. Тесля, П.Н. Финансовый менеджмент: учебник / П.Н. Тесля - М.: ИЦ РИОР, НИЦ ИНФРА-М, 2017. — 218 с.: — (Высшее образование: Магистратура) — Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/543123>

10. Финансовый анализ : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / И. Ю. Евстафьева [и др.] ; под общ. ред. И. Ю. Евстафьевой, В. А. Черненко. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 337 с. — (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/finansovyy-analiz-436463](http://www.biblio-online.ru/book/finansovyy-analiz-436463)

11. Финансовый менеджмент: проблемы и решения в 2 ч. : учебник для бакалавриата и магистратуры / А. З. Бобылева [и др.] ; отв. ред. А. З. Бобылева. — 3-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 547 с. — (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс). — Режим доступа : [www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-problemy-i-resheniya-v-2-ch-chast-1-431584](http://www.biblio-online.ru/book/finansovyy-menedzhment-problemy-i-resheniya-v-2-ch-chast-1-431584)

12. Финансовый менеджмент. Формирование и использование финансовых ресурсов [Электронный ресурс]: учебное пособие для

студентов, бакалавров и магистров экономических специальностей / О.В. Коробова [и др.]. — Электрон. текстовые данные. — Тамбов: Тамбовский государственный технический университет, ЭБС АСВ, 2015. — 81 с. — Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/64613.html>. — ЭБС «IPRbooks»

13. Шарп, У.Ф. Инвестиции : учебник : пер. с англ. / У.Ф. Шарп, Г.Д. Александер, Д.В. Бэйли. — М. : ИНФРА-М, 2018. — XII, 1028 с. — Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/939546>

14. Эванс, Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях Учебное пособие / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп, А. Шматов, - 4-е изд. - М.: Альпина Паблишер, 2016. — 332 с. — Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/915882>

### **Перечень ресурсов информационно-телекоммуникационной сети «Интернет»**

1. Министерство финансов РФ [Электронный ресурс]: офиц.сайт. / Минфин РФ - Режим доступа : <http://www.minfin.ru>

2. Министерство экономического развития РФ [Электронный ресурс]: офиц.сайт. / мин. эк. разв. РФ - Режим доступа: <http://www.ecomony.gov.ru>

3. Новый экономический журнал. – Режим доступа : <http://www.economics-mag.ru>

4. Электронно-библиотечная система IPRbooks. – Режим доступа : <http://www.iprbookshop.ru>

5. Электронный журнал «Финансовый менеджмент». – Режим доступа : <http://www.finman.ru>
6. Электронный журнал «Корпоративный менеджмент». - Режим доступа : <http://www.cfin.ru>
7. Электронный журнал «Проблемы современной экономики». - Режим доступа : <http://www.m-economy.ru>
8. Электронный журнал «Финансовый анализ, библиотека бизнес-планов, бюджетирование». - Режим доступа : <http://www.finanalisis.ru>
9. Электронный журнал «Финанс». - Режим доступа : <http://www.finansmag.ru>
10. Электронный журнал «Стратегическое управление и планирование». Режим доступа : <http://www.stplan.ru>
11. Magazine CFO: Corporate Finance News and Events. - Режим доступа : <http://www.cfo.com>
12. Magazine «Economist». - Режим доступа : <http://www.economist.com>

### **Перечень информационных технологий и программного обеспечения**

1. Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>
2. Справочно-правовая система «Гарант». Режим доступа: <http://www.garant.ru>
3. Справочная система «Кодекс». Режим доступа: <http://www.kodeks.ru/>

4. Программное обеспечение: Microsoft Word, Microsoft Excel, Microsoft PowerPoint.

## **VI. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ОСВОЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ**

Реализация дисциплины «Финансовый менеджмент» предусматривает следующие виды учебной работы: лекции, практические занятия, самостоятельную работу студентов, текущий контроль и промежуточную аттестацию.

Освоение курса дисциплины «Финансовый менеджмент» предполагает рейтинговую систему оценки знаний студентов и предусматривает со стороны преподавателя текущий контроль за посещением студентами лекций, подготовкой и выполнением всех практических заданий с обязательным предоставлением отчета о работе, выполнением всех видов самостоятельной работы.

Промежуточной аттестацией по дисциплине «Финансовый менеджмент» является экзамен.

В течение учебного семестра обучающимся нужно:

- освоить теоретический материал (20 баллов);
- успешно выполнить аудиторные задания (50 баллов);
- своевременно и успешно выполнить все виды самостоятельной работы (30 баллов).

Студент считается аттестованным по дисциплине «Финансовый менеджмент» при условии выполнения всех видов текущего контроля и самостоятельной работы, предусмотренных учебной программой.

Критерии оценки по дисциплине «Финансовый менеджмент» для

аттестации на экзамене следующие: 86-100 баллов – «отлично», 76-85 баллов – «хорошо», 61-75 баллов – «удовлетворительно», 60 и менее баллов – «неудовлетворительно».

Пересчет баллов по текущему контролю и самостоятельной работе производится по формуле:

$$P(n) = \sum_{i=1}^m \left[ \frac{O_i}{O_i^{\max}} \times \frac{k_i}{W} \right],$$

где:  $W = \sum_{i=1}^n k_i^n$  для текущего рейтинга;

$W = \sum_{i=1}^m k_i^n$  для итогового рейтинга;

$P(n)$  – рейтинг студента;

$m$  – общее количество контрольных мероприятий;

$n$  – количество проведенных контрольных мероприятий;

$O_i$  – балл, полученный студентом на  $i$ -ом контрольном мероприятии;

$O_i^{\max}$  – максимально возможный балл студента по  $i$ -му контрольному мероприятию;

$k_i$  – весовой коэффициент  $i$ -го контрольного мероприятия;

$k_i^n$  – весовой коэффициент  $i$ -го контрольного мероприятия, если оно является основным, или 0, если оно является дополнительным.

### **Рекомендации по планированию и организации времени, отведенного на изучение дисциплины**

При планировании и организации студентом времени, отведённого



на изучение дисциплины, целесообразно равномерно распределить учебную нагрузку, т.е. систематически изучать теоретический материал и закреплять полученные знания при выполнении практических заданий, предусмотренных для самостоятельной работы студентов.

Подготовку к выполнению практических заданий необходимо проводить заранее, чтобы была возможность проконсультироваться с преподавателем по возникающим вопросам. Самостоятельную работу следует выполнять согласно графику и требованиям, предложенным преподавателем.

### **Алгоритм изучения дисциплины**

Изучение теоретического материала (в процессе аудиторной и самостоятельной работы) должно осуществляться систематически в соответствии со списком рекомендуемой литературы и другими источниками информационно-методического обеспечения дисциплины.

В процессе самостоятельного изучения теоретического материала обучающийся должен обратить внимание как на теоретические положения по темам и вопросам практических занятий курса, так и на прикладные аспекты их реализации – рассмотреть соответствующие примеры, приводимые в изучаемых источниках.

Основным промежуточным показателем успешности студента в процессе изучения дисциплины является его готовность к выполнению практических заданий.

Выполнение практических заданий должно быть нацелено на:

- овладение методами и инструментами выявления имеющихся резервов функционирования финансов организации и обоснования оптимальных управленческих решений, как способов их реализации;

- умение применять методы определения потенциальных результатов и перспектив финансового развития организации.

Приступая к подготовке выполнения практических заданий, прежде всего, необходимо изучить соответствующую литературу и нормативно-правовые материалы, а также методические рекомендации по соответствующему разделу. Методические рекомендации содержат ключевые аспекты учебной темы (как теоретические, так и прикладные) и задают последовательность выполнения заданий. Для детализации методики расчётов (в том числе в части применения формул, графиков, таблиц), при необходимости, необходимо обратиться к источникам информации, приведённым в списке учебной литературы и других источниках учебно-методического обеспечения дисциплины. При этом прежде всего следует изучить основные источники информации, так как в каждом из них содержатся разделы, соответствующие учебным темам курса.

По каждому пункту практических заданий студент должен определить и усвоить ключевые понятия и представления. В ряде случаев трактовка тех или иных аспектов подхода к решению заданий у авторов может несколько разниться. В этом случае необходимо, предварительно изучив эти подходы, выбрать наиболее приемлемый (по мнению обучающегося), обосновав свою позицию по этому поводу. Последнее, наряду с правильностью реализации методики расчётов (и собственно расчётов), качеством аналитического обоснования, является

критерием оценки результатов выполнения заданий. В случае возникновения трудностей, рекомендуется обратиться за консультацией к преподавателю.

Применяемый инструментарий должен быть подробно проиллюстрирован: приведены соответствующие формулы, модели, графики и т.д. с обязательной расшифровкой условных обозначений и указанием других элементов исследования. При осуществлении расчётной части заданий возможно использование компьютерных программ (целесообразность их применения и вид определяются обучающимся самостоятельно).

При выполнении заданий курса обязательна развёрнутая экономическая интерпретация результатов финансовых расчётов, их согласование с экономическим содержанием изучаемого процесса финансовой деятельности компании.

Базовыми требованиями выполнения заданий по технологии «кейс-стади» (наряду с перечисленными выше) являются: 1) осмысление и формулировка проблемы исследования (не имеющей однозначного решения); 2) по возможности – увязка её с макроэкономической финансовой ситуацией; 3) предложение оптимального решения проблемы с подробным обоснованием.

Критерием готовности к выполнению практических заданий является умение студента ответить на тесты и вопросы преподавателя по соответствующей теме.

Особое значение для освоения теоретического материала и для приобретения и формирования умений и навыков имеет самостоятельная работа студентов. Самостоятельная работа студентов

по данной дисциплине предусматривает изучение рекомендуемой основной и дополнительной литературы, подготовку к выполнению практических заданий для самостоятельной работы, подготовку к промежуточной аттестации – экзамену.

Для самопроверки усвоения теоретического материала и закреплению практических навыков, полученных на аудиторных занятиях студентам предлагаются практические задания для самостоятельного выполнения.

Материал выполненных заданий должен быть изложен последовательно, в соответствии с изучаемыми темами и вопросами курса и оформляться на бумажном носителе. Возможно использование компьютерных программ при осуществлении расчётной части заданий (определяются самостоятельно).

Выполненные задания должны содержать: 1) обоснование выбора инструментария исследования (при необходимости); 2) подробное описание методики расчётов с указанием используемых формул, моделей и т.д. и расшифровкой условных обозначений, и, если целесообразно, - иллюстративный материал (графики, диаграммы и т.д.; 3) аналитическую интерпретацию полученных результатов.

### **Рекомендации по использованию методов активного обучения**

Для повышения эффективности образовательного процесса и формирования активной личности студента важную роль играет такой принцип обучения как познавательная активность студентов. Целью такого обучения является не только освоение знаний, умений, навыков, но и формирование основополагающих качеств личности, что

обуславливает необходимость использования методов активного обучения, без которых невозможно формирование специалиста, способного решать профессиональные задачи в современных условиях.

Для развития профессиональных навыков и личности студента в качестве методов активного обучения целесообразно использовать методы ситуационного обучения, представляющие собой описание деловой ситуации, которая реально возникала или возникает в процессе деятельности.

Реализация такого типа обучения по дисциплине «Финансовый менеджмент» осуществляется через использование ситуационных заданий (кейс-заданий), которые можно определить, как методы принятия решений в различных ситуациях путем проигрывания вариантов по заданным условиям. Это дает возможность студенту освоить профессиональные компетенции и проявить их в условиях, имитирующих профессиональную деятельность.

Ситуационные задачи предназначены для использования студентами конкретных приемов и концепций при их выполнении для того, чтобы получить достаточный уровень знаний и умений для принятия решений в аналогичных ситуациях на организациях, тем самым уменьшая разрыв между теоретическими знаниями и практическими умениями.

Решение ситуационных заданий студентам предлагается при завершении изучения определенной учебной темы, а знания, полученные на лекциях, должны стать основой для решения этих заданий. Из этого следует, что студент должен владеть достаточным уровнем знания теоретического материала, уметь работать с

соответствующей нормативно-правовой документацией. Это предполагает осознание студентом процесса принятия решений финансового менеджмента и обоснование решения по ситуационному заданию.

Студент должен уметь правильно интерпретировать ситуацию, т.е. правильно определять – какие факторы являются наиболее важными в данной ситуации и какое решение необходимо принять в соответствии с действующей нормативной и технической документацией.

Таким образом, решение кейс-заданий призвано вырабатывать следующие умения и навыки у студентов:

- работать с увеличивающимся и постоянно обновляющимся потоком информации в области финансовой деятельности вообще и финансового управления в частности, связанного с изменяющейся рыночной ситуацией и применением нормативно-правовой базы;
- высказывать и отстаивать свою точку зрения четкой, уверенной и грамотной речью;
- вырабатывать собственное мнение на основе осмысления теоретических знаний и проведения экспериментальных исследований;
- самостоятельно обосновывать принимаемые решения.

Перед выполнением ситуационных заданий необходимо изучить соответствующие разделы и вопросы методических указаний.

Для детализации методики расчётов (в том числе в части применения формул, графиков, таблиц), в случае необходимости, следует обратиться к источникам информации, приведённым в списке учебной литературы и других источниках учебно-методического обеспечения дисциплины. При этом, прежде всего, нужно изучить

основные источники информации, так как в каждом из них содержатся разделы, соответствующие учебным темам курса.

В ряде случаев трактовка тех или иных аспектов подхода к решению заданий у авторов может несколько различаться. В этом случае необходимо, предварительно изучив эти подходы, выбрать наиболее приемлемый (по мнению обучающегося), обосновав свою позицию по этому поводу. Последнее, наряду с правильностью реализации методики расчётов (и собственно расчётов), качеством аналитического обоснования, является критерием оценки результатов выполнения заданий.

Применяемый инструментарий должен быть подробно проиллюстрирован: приведены соответствующие формулы, модели, графики и т.д. с обязательной расшифровкой условных обозначений и указанием других элементов исследования. При осуществлении расчётной части заданий возможно использование компьютерных программ (целесообразность их применения и вид определяются обучающимся самостоятельно).

При выполнении заданий курса обязательна развёрнутая экономическая интерпретация результатов финансовых расчётов, их согласование с экономическим содержанием изучаемого процесса финансовой деятельности компании.

Базовыми требованиями выполнения заданий по технологии «кейс-стади» (наряду с перечисленными выше) являются: 1) осмысление и формулировка проблемы исследования (не имеющей однозначного решения); 2) по возможности – увязка её с макроэкономической

финансовой ситуацией; 3) предложение оптимального решения проблемы с подробным обоснованием.

### **Рекомендации по работе с литературой**

При самостоятельной работе с рекомендуемой литературой студентам необходимо придерживаться определенной последовательности:

– при выборе источника теоретического материала лучше всего исходить из основных понятий изучаемой темы курса, чтобы точно знать, что конкретно искать в том или ином издании;

– для более глубокого усвоения и понимания материала следует читать не только имеющиеся в тексте определения и понятия, но и конкретные примеры;

– чтобы получить более объемные и системные представления по рассматриваемой теме необходимо просмотреть несколько литературных источников (возможно альтернативных);

– при необходимости возможно составление конспекта, позволяющего выстроить логику ответа на изучаемые вопросы.

### **Рекомендации по подготовке к экзамену**

Подготовка к экзамену осуществляется в течение всего периода изучения дисциплины. Экзамен производится в виде собеседования. При этом обучающийся должен: 1) владеть теоретическими основами изучаемых тем курса (уметь произвести теоретическое обоснование прикладных исследований); 2) защитить результаты заданий,



выполненных как на аудиторных занятиях, так и в ходе самостоятельной работы.

Подготовка к экзамену и его результативность требует у студентов умения рационально организовывать свое время. Целесообразно, если студент ознакомился с основными положениями, определениями и понятиями курса в процессе аудиторного изучения дисциплины, тогда подготовка к экзамену позволит систематизировать изученный материал и глубже его усвоить.

Подготовку к экзамену лучше начинать с распределения предложенных контрольных вопросов по разделам и темам курса. Затем необходимо выяснить наличие теоретических источников (конспекта лекций, учебников, учебных пособий).

При изучении материала следует выделять основные положения, определения и понятия. Выделение опорных положений даст возможность систематизировать представления по дисциплине и, соответственно, результативнее подготовиться к экзамену.

## **VII. МАТЕРИАЛЬНО-ТЕХНИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ**

Для осуществления образовательного процесса по дисциплине «Финансовый менеджмент» необходимы:

- учебная аудитория с мультимедийным проектором и экраном;
- учебная аудитория, оборудованная компьютерами (для использования программного обеспечения при работе с электронными

таблицами и другим аналитическим инструментарием, обеспечения интернет-доступа к нормативно-правовой, справочной и статистической и другой необходимой информации).



МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
**«Дальневосточный федеральный университет»**  
(ДФУ)

---

**ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА**

**УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ  
САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ ОБУЧАЮЩИХСЯ**  
по дисциплине «Стратегические финансы и финансовое планирование»

**Направление подготовки 38.04.08 «Финансы и кредит»**  
магистерская программа «Финансовые стратегии и технологии  
банковского института»  
(совместно с ПАО "Сбербанк")  
**Форма подготовки: заочная**

**Владивосток  
2021**

## План-график выполнения самостоятельной работы по дисциплине

№ п/п	Дата / сроки выполнения	Вид самостоятельной работы	Примерные нормы времени на выполнение	Форма контроля
1.	8 неделя	Подготовка к тестированию	13	Тестирование
	14 неделя			
2.	10 неделя	Выполнение практических заданий для самоконтроля	26	Защита практических заданий для самоконтроля
	16 неделя			
3.	В течение семестра	Подготовка к практическим занятиям	20	Устный опрос
4.	4 неделя	Подготовка к зачету	33	Собеседование на зачете
	6 неделя			
	9 неделя			
	12 неделя			
	15 неделя			
	18 неделя			
ИТОГО			92	

### Рекомендации по самостоятельной работе студентов

Особое значение для освоения теоретического материала и для приобретения и формирования умений и навыков имеет самостоятельная работа студентов.

Самостоятельная работа студентов по дисциплине «Финансовый менеджмент» предусматривает изучение рекомендуемой основной и дополнительной литературы, подготовку к выполнению практических заданий и подготовки к промежуточной аттестации – экзамену.

Для самопроверки усвоения теоретического материала, приобретения практических навыков, подготовке к сдаче экзамена студентам предлагаются практические задания для самоконтроля.

## Рекомендации по работе с литературой

При самостоятельной работе с рекомендуемой литературой студентам необходимо придерживаться определенной последовательности:

- изучение законодательных актов, нормативных документов, инструктивного материала, определяющих порядок формирования экономических показателей и регулирующих финансово-хозяйственную деятельность организации;

- знакомство со специальной научной литературой и периодическими изданиями по вопросам методики и организации финансового управления;

- при выборе литературного источника теоретического материала лучше всего исходить из основных понятий изучаемой темы курса, чтобы точно знать, что конкретно искать в том или ином издании;

- для более глубокого усвоения и понимания материала следует читать не только имеющиеся в тексте определения и понятия, но и конкретные примеры;

- чтобы получить более объемные и системные представления по рассматриваемой теме необходимо просмотреть несколько литературных источников (возможно альтернативных);

- не следует конспектировать весь текст по рассматриваемой теме, так как такой подход не дает возможности осознать материал; необходимо выделить и законспектировать только основные положения, определения и понятия, позволяющие выстроить логику ответа на изучаемые вопросы.

## **Задания для самоконтроля**

Задания для самоконтроля предназначены для самопроверки студентом усвоения теоретического материала и обретения практических навыков в сфере финансового управления. Они предполагают выполнение индивидуальных практических заданий по реализации методик финансового менеджмента: проведение соответствующих расчётов, экономическую интерпретацию их результатов, разработку рекомендаций по повышению уровня финансового управления в организации.

Для удобства вопросы для самоконтроля разбиты по разделам и темам теоретической части курса дисциплины.

## **Практические задания для самоконтроля**

### **Задания по теме 1 «Финансовая аналитика в организации»**

Рассчитайте экономическую прибыль для компании, имеющей 100 млн. р. собственного капитала и использующей финансовый рычаг (соотношение собственного и заемного капитала), равный единице. Компания заработала за год 15 млн. р. чистой прибыли (бухгалтерский результат, рассчитанный по стандартам за вычетом налогов и выплат процентов по заемным средствам). Требуемая доходность по собственному капиталу - 16% годовых.

Компания «Anheuser-Busch» имеет посленалоговую операционную прибыль 1139 млн. долл. Рыночная оценка активов компании - 8 млрд. долл. Структура капитала состоит из 67% собственного капитала и 33%

займов (посленалоговые оценки стоимости капитала - 14,3 и 5,2% соответственно).

Оцените экономическую добавленную стоимость и дайте комментарий к полученному значению. Какие предпосылки заложены в вашем решении?

1.3 Гражданин решил приобрести жилье в рассрочку. Для покупки дома требуется 200 тыс. долл. при немедленной оплате. Фирма-застройщик предлагает вариант приобретения дома в рассрочку на 30 лет с фиксированной процентной ставкой 8% годовых.

Рассчитайте равные ежемесячные платежи за дом, которые будет осуществлять гражданин.

1.4 Вы рассматриваете покупку новой машины, которая стоит 15 тыс. долл. Продавец предлагает два варианта покупки машины в рассрочку: 1) специальное финансовое предложение займа 15 тыс. долл. по 3% годовых на период 36 месяцев (это льготное заимствование под очень низкий процент); 2) скидка с цены машины до 14 тыс. долл. и предоставление займа на по обычному проценту. Ставка равна 12% годовых, срок платежа - 36 месяцев.

Какой вариант будет вами выбран? Какая скидка должна быть предложена, чтобы варианты сравнялись по привлекательности?

1.5 Фармацевтическая компания характеризуется высокой сезонностью операционной деятельности. Спрос на продукцию резко возрастает в осенне-зимний период, когда начинаются массовые простудные заболевания.

Контроль какого денежного потока (FCFF или FCFE) вы порекомендуете для финансового анализа и управления?

1.6 Рассматриваются две компании одной отрасли с величиной задействованного капитала 100 ден. ед. (посленалоговая операционная прибыль по компании «А» равна 20, по компании «Б» - 10 ден. ед.) и стоимостью (средневзвешенной) капитала 16% годовых.

Оцените показатель EVA.

1.7 По компании «Окапродукт» имеется следующая информация за прошедший квартал. Операционная прибыль - 90 ден. ед. Инвестированный капитал - 1600 ден. ед., в котором заемные средства привлекались на условиях: 400 ден. ед. под 9% годовых; 500 ден. ед. под 19%; 40 ден. ед. под 18% годовых. Требуемая доходность по собственному капиталу с учетом риска равна 22% годовых. Ставка налога на прибыль - 24%.

Эффективно ли работает компания?

1.8 Компания «ГТК», занимающаяся производством обуви, рассматривает проект выхода на рынок с новым продуктом. Маркетологи оценили срок жизни продукта в 6 лет. Выручка и прогнозируемая посленалоговая прибыль по новому продукту приведены в таблице.

Таблица 1.1 – Выручка и прогнозируемая посленалоговая прибыль по новому продукту

Годы	Выручка по проекту, тыс. долл.	Посленалоговая операционная прибыль, тыс. долл.	Амортизация
1	2000	100	100
2	4000	150	100
3	5000	190	100
4	7000	380	100
5	4000	150	100
6	2000	100	100



Проект требует инвестиций в новое оборудование в размере 600 тыс. долл. Приведенный в таблице расчет чистой прибыли учитывает вычет амортизационных отчислений, но не отражает платежи по заемному капиталу. Расчет амортизации осуществляется линейным методом (по 100 тыс. ежегодно). В конце 6 года предполагается продать оборудование по цене 200 тыс. долл.

Чистый оборотный капитал, необходимый для поддержания нового продукта, оценивается в 10% от выручки. Ставка налога на прибыль - 24%.

Оцените свободные денежные потоки по рассматриваемому проекту. Если не известна величина потребности в оборотном капитале, каким образом могут быть оценены денежные потоки?

1.9 По компании ABC, которая 2 года назад начала реализацию инвестиционного проекта выхода на рынок с новым автомобилем, величина внеоборотных активов по отчетности составляет 12 млрд. долл. Накопленная амортизация за этот период составила 1200 млн. долл. Спрос на продукт прогнозируется на отрезке не менее 5 лет, и активы допускают использование в течение 6 лет. После этого их можно будет реализовать на рынке, коэффициент потери стоимости можно принять на уровне 50% (с учетом налоговых выплат). Кроме того, в реализации проекта компания пошла по пути использования арендованных площадей и некоторых видов основных фондов (транспорт и помещения). Приведенная оценка планируемых платежей по аренде составляет 4100 млн. долл. Сумма дебиторской задолженности и запасов за вычетом кредиторской задолженности составляет 3 млрд. долл. За прошедший год значение доналоговой

операционной прибыли (ЕВIT) составило 5 млрд. долл. Эта оценка отражает начисленную амортизацию за год в размере 600 млн. долл. Компания платит налог на прибыль по ставке 24%. Ежегодная инфляция, прогнозируемая на ближайшие 6 лет (срок жизни активов), составит 11%.

Оцените рентабельность вложенного капитала по денежному потоку (показатель CFROI) и сопоставьте с требуемой доходностью по капиталу на уровне 22% (оценка по текущей доходности компаний-аналогов).

1.10 Определите прогнозируемый поток свободных денежных средств из данных, представленных ниже (в тыс. ден. ед.):

Выручка от продаж . . . . .	
Прибыль от основной деятельности после налога на прибыль.....	40
Чистая прибыль . . . . .	
Прирост товарно-материальных запасов период .	
Снижение дебиторской задолженности.....	90
Прирост краткосрочных банковских кредитов.....	80
Выплата процентов по долгосрочному банковскому кредиту...30	
Выплата процентов по краткосрочному банковскому кредиту...10	
Прирост кредиторской задолженности.....	150
Начисленная амортизация за период . . . . .	80
Прирост доходов будущих периодов . . . . .	70
Капиталовложения в приобретение оборудования.....	250
Выплата дивидендов по привилегированным акциям.....	25
Ставка налога на прибыль, %.....	24
Выплата дивидендов по обыкновенным акциям . . . . .	100

Какие данные потребуются для оценки фундаментальной стоимости компании?

**Методические указания к теме 1 «Финансовая аналитика в организации»**

*Учётный и финансовый подходы к анализу деятельности организации*

Учетный (или бухгалтерский) и финансовый (или иногда трактуемый в литературе как экономический) взгляды на компанию различны: они ориентированы

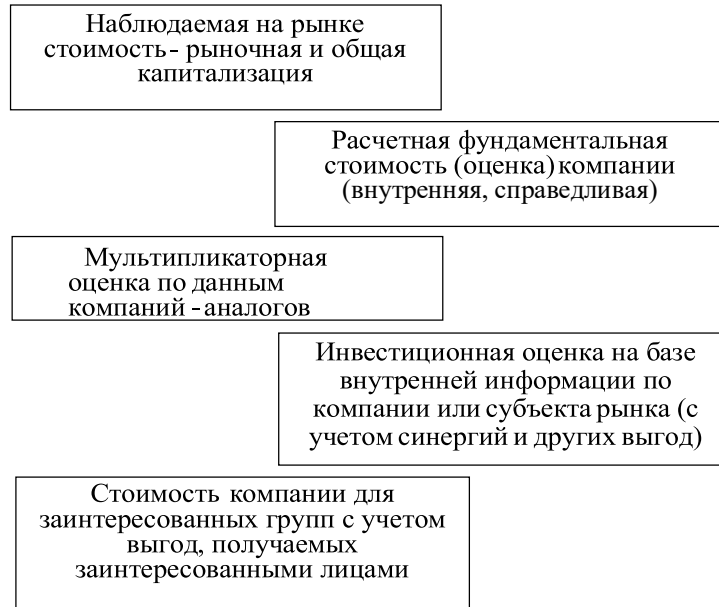
на разные критерии оценки происходящих изменений и обладают определенными преимуществами и недостатками.

Бухгалтерский подход к анализу деятельности компании отражает в основном балансирование денежных потоков и контроль над текущими операциями. Финансовый подход можно трактовать как инвестиционный или рыночный: внимание концентрируется на инвестиционных качествах денег (растущие деньги на рынке), неопределенности будущих результатов и постоянно возникающих новых возможностях (как технологических, маркетинговых, так и управленческих, в числе которых новые решения по работе на финансовом рынке). Акцент в финансовом подходе делается на использование управленческой гибкости.

Различие основных понятий и обозначений, используемых в учетном и финансовом подходах

Учетный подход	Финансовый подход
Собственный капитал по балансу или скорректированная балансовая оценка, СК	Собственный капитал как рыночная стоимость, рыночная оценка капитала владельцев-собственников (например, держателей обыкновенных акций), S
Заемный капитал по финансовой отчетности, зК	Заемный капитал (необходимый для продолжения бизнеса и включающий привилегированные акции, облигации,
Весь капитал = Валюта баланса = Пассив баланса, ВБ	Весь капитал компании как $S + D = CE$ , где CE — инвестированный капитал. Фундаментальная оценка капитала компании, V
Ожидаемая (прогнозируемая) и реализованная доходность Это понятие не включает оценку риска	Требуемая доходность по капиталу, k, WACC Специфика: отождествление доходности и риска, требуемая доходность определяется для разных классов риска
Поток по операционной деятельности за период, совокупный денежный поток	Свободный денежный поток, FCF
Бухгалтерская прибыль	Экономическая прибыль, RI

### Многомерность показателя рыночная стоимость компании



#### Новые показатели

*Market capitalization*  $MC = \text{Цена акции} \times \text{Количество обыкновенных акций}$

*Total capitalization*  $TCap = MC + Debt$

$EV = \text{Рыночная капитализация} + \text{Процентные «постоянно используемые» обязательства} - \text{Денежные средства} = \text{Рыночная, наблюдаемая оценка всех элементов капитала компании}$

### Баланс компании в учетном и финансовом подходах

<i>Баланс в традиционном (учетном) представлении</i>	
Актив	Пассив
Долгосрочные активы	Собственный капитал Долгосрочные обязательства
Краткосрочные (меньше года) активы	Краткосрочные обязательства (до года)
<i>Баланс компании в представлении финансовой модели</i>	
Актив	Пассив
Материальные и нематериальные активы Возможности роста	Финансовые активы (в том числе выпущенные компанией ценные бумаги)

#### Главные особенности анализа в рамках финансового подхода:

- учет многовариантности и сценарности развития. Акцент на прогнозную и плановую работу;
- новая трактовка финансового результата — акцент на денежные потоки

(свободные денежные потоки) и учет их доступности в разные моменты времени, установка на экономическую прибыль;

-обязательность учета риска. Отождествление риска и доходности (заработанная доходность или прогнозная доходность дополняется требуемой доходностью);

-трактовка капитала и активов шире стандартов отчетности (понятия инновационного капитала, инновационных нематериальных активов, инвестированного капитала, репутации и стратегических возможностей). Признание управленческой гибкости активом;

-учет психологических (поведенческих) факторов и конфликтов собственности-управления (агентские конфликты).

*Особенности анализа с учетом «поведенческих» финансов и агентских конфликтов:*

- нерациональность поведения собственника (инвестора) и менеджера;  
- излишний оптимизм, самоуверенность, желание отыграться, субъективный отбор информации (акцент на «устраивающие» новости, неравноценное отношение к проигрышу и выигрышу и т.п.).

*Агентские конфликты*

*Выбор, который предпочитают менеджеры и который приведёт к проигрышу собственника:*

- выбор направлений развития (инвестиций), требующих специфических знаний (отход от принципа следования стратегии);

- предпочтение инвестиций с быстрыми видимыми эффектами (превалирование метода срока окупаемости над финансовыми методами);

- акцент на несистематические факторы риска при принятии решений. Предпочтение проектов с низким риском: операционным и финансовым. Отказ от заемного финансирования и предпочтение низкого дивидендного выхода.

*Первичные аналитические показатели и аналитика контура интересов кредитора*

*Балансовая стоимость акционерного капитала* - это суммарные активы компании за вычетом нематериальных активов и обязательств, как они показаны на балансе компании, т.е. по исторической стоимости. «Балансовые методы» оценки компании «отталкиваются» от фактической бухгалтерской отчетности, но могут включать и определенные корректировки. Так, в рамках балансовых методов балансовая оценка акционерного капитала может быть рассчитана и с учетом рыночной стоимости материальных активов, стоимости воссоздания и замещения используемых в деятельности активов, по ликвидационной стоимости активов. Все эти методы расчета объединяет общий принцип – активы рассматриваются обособленно друг от друга, ценность отношений по их увязке не принимается во внимание, акцент делается только на оценке материальных активов и их простому суммированию.

*Чистые активы* - в российской практике под чистыми активами понимается разница между суммарной величиной статей активов и обязательств компании. Из основного балансового уравнения следует, что чистые активы количественно должны равняться величине собственного капитала по отчетности. На практике это равенство выполняется редко, так как официальной методикой расчета величины чистых активов акционерных обществ РФ предусмотрено исключение из итоговой строки активов некоторых статей (например, суммы налога на добавленную стоимость (НДС) по приобретенным ценностям, задолженности учредителей по взносам в уставный капитал и др.). Величина обязательств также корректируется (например, добавляется сумма целевого безвозмездного финансирования). В результате, рассчитанная по методике величина чистых активов обычно получается меньше балансовой оценки собственного капитала как суммы уставного, добавочного капитала и нераспределенной прибыли.

*Первый способ расчета чистых активов* (российская практика анализа):

Активы – Все Обязательства = Чистые активы.

Такой способ расчета (российская практика) по экономическому содержанию приравнивает чистые активы к собственному капиталу компании (активы, очищенные от всех обязательств).

*Второй способ расчета* (стоимостной анализ, зарубежная практика): Активы – Текущие обязательства (ТО) = Чистые активы.

Этот способ расчета чистых активов (*net assets value, NAV*) целесообразно использовать при анализе долгосрочной эффективности компаний, имеющих в составе источников высокую долю долгосрочных обязательств в силу специфики бизнеса (например, строительные, рекламные компании).

*Капитал* - балансовая оценка собственного капитала + балансовая оценка долга:

$$\text{capital} = \text{BE} + \text{BVD}$$

Скорректированная аналитическая величина капитала часто носит название задействованный капитал (*capital employed*) или инвестированный капитал (*capital invested*).

Упрощенный вариант фиксации величины капитала:

$$\text{CE} = \text{Total Assets} - \text{Current Liabilities} = \text{BVE} + \text{Long Term liabilities}$$

*Финансовые результаты.*

*Маржинальная прибыль* - результат вычета из выручки-нетто переменных операционных издержек. Сопоставление маржинальной прибыли с постоянными затратами позволяет оценить эффективность выбранной бизнес-модели и принять решение о целесообразности включения в портфель (ассортимент) той или иной бизнес-единицы (продукции). Часто маржинальную прибыль (доход) рассчитывают не только на весь объем выпуска в целом, но и на единицу продукции каждого вида (фиксируют удельный маржинальный доход). Экономический смысл этого показателя — прирост прибыли от выпуска каждой дополнительной единицы продукции. Если удельный маржинальный доход отрицателен, это означает, что

выручка от реализации продукции (услуги) не покрывает даже переменных затрат и каждая последующая произведенная единица данного вида будет увеличивать общий убыток компании.

*Прибыль «про форма»* (pro forma earning) - прибыль без учета «плохих статей» (освобождение прибыли от разовых событий, влияющих на ее значение). Обычно результаты «про форма» лучше, чем «по стандартам». Именно показатели «про форма» часто используются корпоративными пиаровцами (PR) для работы с инвесторами.

*Аналитическая прибыль* — показатели EBIT, EBITDA, OIBDA.

EBIT – является ключевым. Количественно показатель близок к операционной прибыли (прибыли от продаж), но часто не совпадает из-за отражения в стандартах отчетности значимых для бизнеса статей доходов и расходов в прочих затратах (которые не находят отражения в операционной прибыли). Обычно алгоритм расчета EBIT строится через корректировки чистой прибыли (чистая прибыль +...), а алгоритм расчета OIBDA строится на базе корректировки операционной прибыли.

*EBITDA* не является стандартным в рамках US GAAP или IFRS

$EBITDA = EBIT + \text{Амортизационные начисления за период.}$

$EBITDA = EBIT + \text{Depreciation} + \text{Amortization} + \text{Impairment loss}$



## **Задания по теме 1 «Стоимость капитала и стоимость финансовых ресурсов организации»**

2.1 В предыдущем году компания «Экос» заработала прибыль на акцию в размере 4,5 долл. Выплачены дивиденды на акцию в размере 2 долл. Аналитики предсказывают, что рост прибыли на акцию и дивидендов составит 9,81 % в год в течение ближайших 5 лет. После 5-го года ожидается, что темп роста упадет до 6% и сохранится на таком уровне в дальнейшем. Дивидендный выход, предполагается, возрастет до 67,44%. Требуемая доходность по акциям компании составляет 12,78%. Оцените равновесную цену акции в текущем году.

2.2 Компания А имеет дивидендный выход 20%, а нераспределенную прибыль реинвестирует в проекты с доходностью собственного капитала 10%. Компания Б ориентирована на высокие дивидендные выплаты. Дивидендный выход составляет 80%, хотя нераспределенная прибыль может реинвестироваться в проекты с более высокой доходностью собственного капитала — 25%. Какой компании будет соответствовать более высокий мультипликатор цена/прибыль при одинаковом значении чистой прибыли по двум компаниям?

2.3 Инвестор выбирает между 3-летней государственной облигацией с 10%-и купонной ставкой (при номинале 100 ден. ед. и с выплатой купонного дохода в конце каждого года) и облигацией компании "Чудо", срок до погашения которой также 3 года. На основе аналитических оценок по компании "Чудо" инвестор рассчитал вероятность получения 10%-го купонного дохода (компания может выплатить обещанный доход не полностью или выплатить купонный доход, но не погасить облигацию):



Годы до погашения	Обещанный доход (объявлен при размещении), ден. ед..	Вероятность выплат
1	10	80
2	10	60
3	10	50
	100	90

По государственной облигации выплаты гарантированы (вероятность 100%) и, покупая ее, инвестор фактически оплачивает и опцион на 100%-е получение дохода. Какая облигация будет продаваться на рынке дороже? Оцените опцион на 100%-ю вероятность выплат при требуемой доходности по государственной облигации 12% годовых (считая, что налоговых преимуществ государственные облигации не дают и не полностью выплаченный купонный доход по облигации «Чудо» не возмещается в последующие годы).

2.4 Компания А имеет следующий прогноз денежных потоков на будущие 8 лет (млн. ден. ед.):

Годы	1	2	3	4	5	6	7	8
Активы года t (Активы годы (t-1) + Инвестиции года (t-1))	32	39,2	47	60,8	68,4	75,3	79,8	84,6
Прибыль	5,2	6,1	7,5	8,9	9,8	10,5	11,2	11,8
Чистые инвестиции	7,2	7,8	13,7	7,7	6,9	4,5	4,8	5,1

Аналитики определили, что требуемая доходность владельцев капитала компании А — 15%. Устойчивое положение достигается на 6-м году, и далее ожидается рост прибыли, инвестиций и активов в среднем 6% в год. Большинство компаний в рассматриваемой отрасли имеют

среднее значение P/E 1 (коэффициент текущей цены, отнесенный к прибыли будущего года), равный 13, и коэффициент рыночная/балансовая оценка — 1,86. Определите чистые денежные потоки по компании А и текущую оценку их к 6-му году. Оцените компанию А на 6-летнем горизонте и найдите текущую оценку собственного капитала компании, используя альтернативные методы:

- 1) дисконтированного денежного потока;
- 2) мультипликаторный по соотношению цена/прибыль (P/E);
- 3) мультипликаторный по соотношению рыночная/балансовая

оценка активов.

#### 2.5 Исходные данные:

- информация из задания;
- данные финансовой отчетности (формы баланс, пояснения к балансу).

Рассчитать стоимость отдельных элементов капитала организации:

- определить стоимость собственного капитала компании на конец отчетного года, если акции компании торгуются на бирже, цена акций на конец отчетного года составила 610 рублей, прогнозная цена на конец следующего года равна 657,6 рублей, кроме того, дивиденды на следующий год прогнозируются на уровне 50 рублей на акцию. Также аналитики прогнозируют рост дивидендов в последующих периодах;

Таблица 2.5.1 - Структура капитала компании

Источник капитала	Сумма, тыс. р.		Удельный вес источников капитала в итоговой сумме, %	
	прошлый год	отчетный год	прошлый год	отчетный год

Собственный капитал				
Долгосрочные обязательства				
Краткосрочные кредиты				
Товарные кредиты	120	306		
Кредиторская задолженность				
Итого	94083	101324	100%	100%

Таблица 2.5. 2– Определение WACC компании

Источник капитала	Удельный вес источников капитала в итоговой сумме, %		Стоимость капитала, %		Удельный вес * стоимость капитала	
	прошлый год	отчетный год	прошлый год	отчетный год	прошлый год	отчетный год
Собственный капитал			17,20%			
Долгосрочные обязательства			8,80%			
Краткосрочные кредиты			15,51%			
Товарные кредиты			62,00%			
Кредиторская задолженность			0,00%			
WACC:						

Таблица 2.5. 3 - Расчет влияния факторов на WACC компании \*

Источник капитала	Д, %		С, %		ΔД	ΔС	ΔД·С <sub>0</sub>	Д <sub>1</sub> ·ΔС
	0	1	0	1				
Собственный капитал								
Долговые обязательства								
Краткосрочные кредиты								
Товарный кредиты								
Кредиторская задолженность								
Итого	100	100	ΔWACC <sub>Δх</sub> :					

\* (Д - удельный вес источников капитала в итоговой сумме; С - стоимость капитала; 0 - прошлый год; 1 - отчетный год).

Финансовые менеджеры компании рассматривают два варианта финансирования:

- привлечение банковского кредита (ставка 14% годовых, платежи и начисление раз в год; обеспечение по кредиту - 10%, затраты на

привлечение банковского капитала равны 7% от суммы привлеченных средств, вся сумма процентных выплат уменьшает налогооблагаемую базу).

- эмиссия привилегированных акций, ежегодная выплата по которым равна 156 руб. Цена продажи на рынке в ходе первичного публичного предложения составит 1`200 руб. за акцию. Фиксированная комиссия за привлечение капитала путем эмиссии привилегированных акций равна 15 млн. р.

Сравните эти два варианта финансирования:

1. Какой из них более выгоден, если компании необходимо привлечь 120 млн. р.?

2. Какой из них более выгоден, если компании необходимо привлечь 50 млн. р.?

3. Какова должна быть привлекаемая сумма, чтобы компании было безразлично какой источник финансирования использовать?

### **Методические указания к теме 1 «Стоимость капитала и стоимость финансовых ресурсов организации»**

Хотя инвестор имеет возможность получить доход по своим акциям в форме дивиденда или в форме прироста их рыночной цены, прирост курса (цены) в конечном итоге объясняется теми доходами, которые будут по акции выплачены, то есть будущими дивидендами. Поэтому требуемый уровень доходности со стороны инвестора в любом случае для эмитента является стоимостью, которую он выплачивает (раньше или позже) за пользование долевым капиталом. Это означает, что при определении стоимости собственного капитала должны быть приняты во внимание не только дивиденды, но и ожидаемое среднегодовое приращение цены акции в будущем.

#### *Стоимость капитала согласно DGM*

Предположим, что речь идет о компании, стабильно растущей на бесконечном периоде времени. Цена такой компании хорошо описывается моделью Гордона:

$$P = \frac{DPS}{k - g}$$

Пользуясь моделью Гордона (DGM), можно оценить, какую ставку выплачивает корпорация за пользование долевым капиталом акционеров. Действительно, модель показывает, какую цену надо заплатить за акцию, чтобы получить по ней уровень доходности, равный  $k$ . Однако если мы разрешим данное уравнение относительно  $k$ , то получим ответ на вопрос, какую ставку доходности платит инвесторам корпорация-эмитент по своим акциям, имеющим рыночную стоимость  $P$ , ожидаемый дивиденд в текущем периоде  $DPS$  и среднегодовой прирост дивиденда  $g$ :

$$k = \frac{DPS}{P + g}$$

#### *Стоимость долевого капитала согласно CAPM*

В предыдущей главе мы познакомились также с другим способом оценки стоимости долевого капитала. Требуемый инвесторами уровень доходности может быть определен в соответствии с состоянием финансового рынка и степенью систематического риска, количественно выражаемого коэффициентом  $\beta$ :

$$E(r) = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Как было сказано, пользователь легко может получить исходные данные для оценки стоимости собственного капитала российской компании методом CAPM.

#### *CAPM и DGM — сопоставление моделей оценки стоимости собственного капитала*

Два разных метода оценки стоимости собственного капитала организации не дадут одинаковый результат. Различна природа этих моделей, различны и предположения, положенные в их основу.

Во-первых, модель DGM является позитивной, а модель CAPM — нормативной. Это означает, что DGM основывается на фактически ожидаемых оценках дивиденда и его роста по данной организации, а CAPM выражает среднерыночные требования по отношению к инвестициям данного уровня риска. Таким образом, использование модели DGM для оценки стоимости капитала уже предполагает, что компания оценена адекватно рынком, и ее фактически ожидаемая доходность соответствует требуемой.

Во-вторых, DGM — модель, основанная на дисконтировании дивидендов за бесконечно длительный период времени, а CAPM выражает текущие требования рынка на один временной интервал.

В-третьих, если говорить о точности и корректности оценок, то модель CAPM считается предпочтительной, так как оценить будущий размер дивиденда и его темп прироста сложно, лишь с большой долей условности можно говорить о том, что прирост дивиденда по годам может составлять постоянную величину  $g$ . И, наконец, оценивая требуемый инвесторами уровень доходности, более корректно основываться на рыночных требованиях, а не на фактических ожиданиях.

#### *Стоимость капитализированной прибыли*

Помимо внешних источников долевого финансирования, у организации существует также внутренний источник. Это реинвестированная прибыль предприятия.

На первый взгляд может показаться, что это бесплатный источник, так как он не связан напрямую с финансовыми рынками и их требованиями. Однако это не так.

В конечном итоге, прибыль принадлежит организации, а точнее ее акционерам — держателям простых акций. Именно их решение на общем собрании привело к тому, что деньги оказались вложенными в предприятие, а не направлены на выплату дивидендов. Поэтому не распределенная на дивиденды прибыль также должна рассматриваться как капитал, вкладывая который в предприятие акционеры рассчитывали на удовлетворение своих требований по уровню доходности.

Стоимость этого капитала, следовательно, будет в точности совпадать со стоимостью капитала, полученного от размещения простых акций.

В более детальных расчетах можно учесть, что при размещении простых акций корпорация идет на дополнительные издержки, связанные с регистрацией нового выпуска и андеррайтингом. При мобилизации внутренних источников капитала эти издержки отсутствуют, поэтому при учете транзакционных издержек капитал от размещения акций имеет несколько большую стоимость, чем нераспределенная прибыль.

#### *Стоимость заёмного капитала*

Внутренние проекты компании могут получить краткосрочную финансовую поддержку из следующих заемных источников:

краткосрочные кредиты банков (под конкретную сделку, дебиторскую задолженность, запасы и т.д.);

открытие кредитных линий, овердрафтов или получение револьверных кредитов;

- выпуск коммерческих бумаг (дисконтных векселей);
- торговые кредиты от покупателей;
- авансовый факторинг и др.

#### *Мезонинные (промежуточные) формы финансирования*

Кроме традиционного долга, компанией или проектом может быть привлечен заемный капитал, обладающий некоторыми чертами собственного ( долевого) капитала.

Характерными примерами являются:

- субординированный долг, — вид капитала, требования по которому более приоритетны, чем требования долевым инвесторам, но менее приоритетны по отношению к требованиям обыкновенных кредиторов. Субординация может быть общей и выборочная. Выборочная субординация предполагает подробное описание свойств долга, по отношению к которому данный источник финансирования субординирован;

- конвертируемый долг, первоочередной или субординированный, дающий право обмена облигаций на акции в определенной пропорции;

- долг с варрантом (с опционом на акции, цена исполнения которого выше текущей рыночной цены), а также долг с правом льготной покупки акций по специальной цене в течение срока до погашения;

- долг с правом участия в прибылях компании (при значительном росте прибыли).

Стоимость долга зависит:

- character (репутация);

- capacity to pay (платежеспособность);

- cash flow (денежный поток);

- collateral (обеспечение).

*Стоимость капитала безкупонных облигаций:*

$$IRR = \frac{100}{(1 + x)^4}$$

*Расчёт стоимости некотируемого долга*

*Долг с плавающей ставкой.* Если кредит предоставлен под плавающую ставку, проблема упрощается. Изменчивость плавающей ставки приводит к тому, что процентная ставка все время подстраивается под требуемый уровень доходности на финансовом рынке. Поэтому рыночная оценка величины такого долга равна его номинальной (балансовой) сумме, а стоимость долга с плавающей ставкой — текущему значению плавающей ставки. Такое рассуждение, однако, справедливо только если долг размещался по номиналу и в течение его существования не произошло пересмотра его рейтинга.

*Долг с фиксированной ставкой.* Если же ставка по некотируемому долгу фиксирована, то его рыночная стоимость может быть определена по данным о рыночном долге, аналогичном по условиям, срокам и кредитному рейтингу.

*Стоимость краткосрочного долга.* Краткосрочные платные заемные средства предприятия включают в себя краткосрочные кредиты банков и ту часть долгосрочного долга, которая должна быть погашена в течение ближайшего года. Как правило, это некотируемый долг. Однако поскольку срок жизни этого долга не велик, можно считать, что процентная ставка по нему близка к той, которую требует в данный момент рынок. Другими словами, стоимость краткосрочного долга близка к его балансовой оценке.

Однако в ситуации с банковскими кредитами следует проявлять осторожность. Помимо процентной ставки банк часто требует комиссионных, гарантийных обязательств третьих лиц, как мы отмечали выше, предоставляемых на платной основе, и некоторых других расходов, которые не отражаются в величине процентной ставки. Если эти расходы представляют собой существенную величину по отношению к объему привлекаемого капитала, их также следует учитывать.

*Средневзвешенная стоимость капитала* – среднеарифметическая взвешенная стоимость отдельных элементов капитала.

$$WACC = \sum W_j \times k_j,$$

где  $W_j$  — удельный вес суммы капитала  $j$ -го вида в общей рыночной оценке суммы капитала организации;

$k_j$  — рыночная стоимость капитала  $j$ -го вида;

WACC (weighted average cost of capital) — средневзвешенная стоимость капитала организации.

*Средневзвешенная стоимость капитала с учётом налогового щита.*

С учетом налогового щита, формула определения средневзвешенной стоимости капитала примет вид:

$$WACC = k_d \times W_d \times (1 - T) + k_e \times W_e,$$

где  $k_d$  — стоимость заемного капитала (средняя);

$W_d$  — удельный вес долга в структуре капитала организации;

$T$  — ставка налога на прибыль;

$k_e$  — средняя стоимость собственного капитала организации;

$W_e$  — удельный вес собственного капитала в структуре капитала организации.

## **Задания по теме 2. «Моделирование структуры капитала организации»**

3.1 Совокупный капитал организации составляет 60 000 тыс. рублей. Текущая структура капитала включает в себя 10 000 тыс. рублей заемных средств (существующие заемные средства взяты под 19% годовых). Чистая прибыль компании за отчетный год составила 12 000 тыс. рублей.

Менеджеры компании решают рефинансировать долг компании и оптимизировать структуру ее капитала, и намерены привлечь заемные средства в виде кредита одного из трех банков:

1. Банк 1 предоставляет кредит в размере 15 000 тыс. рублей под 14% годовых

2. Банк 2 предоставляет кредит в размере 20 000 тыс. рублей под 16% годовых



3. Банк 3 предоставляет кредит в размере 10 000 тыс. рублей под 12% годовых

Вновь привлеченные заемные средства, в первую очередь, пойдут на рефинансирование старых долгов, а потом - на выкуп акций (т.е. собственный капитал будет замещен заемным).

Все проценты по кредитам полностью вычитаются из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль.

Определите наилучший вариант финансирования с точки зрения максимизации рентабельности собственного капитала, используя эффект финансового левериджа.

3.2 Для финансирования инновационного венчурного проекта необходимо привлечь 500 млн. р. Существует два варианта финансирования - из собственного капитала (путем выпуска акций) и из заемного (путем привлечения банковского кредита).

Аналитики компании рассматривают следующие возможные варианты целевой структуры капитала:

Доля собственного капитала, %	Доля заемного капитала, %
100	0
80	20
60	40
40	60
20	80

Проведя исследование рынка, аналитики компании пришли к выводу, что стоимость капитала компании напрямую зависит от рисков инвестиций в нее, которые, в свою очередь, определяются финансовым рычагом. Стоимость капитала в зависимости от доли собственных средств в общей структуре финансирования приведена ниже:

Доля собственного капитала, %	Стоимость капитала, %
100	12,0
80	12,3
60	12,6
40	13,5
20	14,6

При рассмотрении вариантов заемного финансирования, наиболее приемлемыми оказались три варианта: средний банк (он готов предоставить кредит до 150 млн. р.), крупный банк (готов предоставить от 150 до 350 млн. р.) и межбанковский синдикат (готов предоставить любую сумму от 100 млн. р. до 1 000 млн. р.). Ставки по кредитам указаны ниже:

Сумма кредита, млн. р.	Стоимость капитала, %
0 - 150	12,50%
150 - 350	11,88%
0 - 1 000	13,13%

Таблица для определения минимального WACC:

п/п	$D_{СК}$	$D_{ЭК}$	$C_{СК}$	$C_{ЭК}$	$D_{СК} \cdot C_{СК}$	$D_{ЭК} \cdot C_{ЭК}$	WACC
1							
2							
3							
4							
5							

Ставка по налогу на прибыль для компании равна 20%. Вся сумма процентов относится к расходам для целей налогообложения.

Какая целевая структура капитала проекта является оптимальной с точки зрения максимизации стоимости компании (т.е. минимизации WACC).

3.3 Рассчитать на основе данных предыдущего задания (Задание 1 - оптимизация структуры капитала по критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала), какой из вариантов финансирования является наилучшим с точки зрения максимизации рентабельности собственного капитала (ROE), если:

- чистая прибыль компании при финансировании целиком из собственного капитала равна 90 млн. р.;

- ставка по налогу на прибыль для компании по-прежнему равна 20%, и вся сумма процентов относится к расходам для целей налогообложения.

Таблица для определения максимальной рентабельности собственного капитала:

п/п	Сумма заемных средств	Процент по кредиту	Чистая прибыль	Сумма собств. капитала	ROE
1					
2					
3					
4					
5					

Как согласуются оптимальные варианты финансирования согласно критерию максимизации рентабельности собственного капитала и критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала? В чем причина отличий?

## Методические указания к теме 2 «Моделирование структуры капитала»

### *Целевая структура капитала и возможность ее использования при расчете WACC*

Если по какой-то причине менеджмент компании или ее собственники считают существующую структуру капитала неоптимальной, то для оценки такой компании и ее проектов более правильно использовать целевую структуру капитала (target capital structure), а не фактически сложившуюся. Это объясняется просто: ведь в будущем компания намерена работать с иной структурой капитала, чем сегодня. А поскольку речь идет о дисконтировании именно будущих свободных денежных потоков, то и соответствующая ставка дисконта должна складываться под воздействием той финансовой политики, которая ожидается в перспективе.

### *Концепции эффекта финансового рычага*

*Европейский подход.* Под эффектом финансового рычага (левериджа) понимается разница между доходностью собственного капитала и доходностью активов, т.е. дополнительная доходность у владельца собственного капитала, возникающая при привлечении заемного капитала с фиксированным процентом.

*Американский подход.* Под эффектом финансового рычага понимают процентное изменение денежного потока, получаемого владельцем собственного капитала при изменении общей отдачи от актива на один процент.

При рассмотрении финансового рычага у юридического лица нужно учитывать следующее.

#### 1. Необходимо различать:

рентабельность активов (ROA), т.е. Чистая прибыль / Вложенные средства; экономическую рентабельность, т.е. Операционная прибыль (ЕВІТ — earnings before in terest and tax) / Вложенные средства; доходность собственного капитала, т.е. Чистая прибыль / Собственный капитал = Денежные средства, доступные владельцам обыкновенных акций / Собственный капитал.

2. Следует учитывать фактор налогообложения. В мировой практике выплата фиксированных процентов по заемному капиталу выводится из-под налогообложения, что приводит к уменьшению налогооблагаемой базы при прочих равных условиях для компаний, использующих финансовый рычаг.

Для организации финансовый рычаг является потенциальной возможностью влиять и на доходность собственного капитала, и на размер чистой прибыли через использование заемного капитала. Если корпорация не использует заемные средства (финансовый рычаг равен нулю), то рост операционной прибыли будет вызывать соответствующий рост чистой прибыли. Например, увеличение операционной прибыли на 10 % приведет к 10%-му росту чистой прибыли. При использовании заемных средств из-за необходимости нести постоянные издержки, связанные с обслуживанием заемного капитала, снижение операционной прибыли на 10% вызовет большее снижение чистой прибыли. При таком рассмотрении финансового рычага налоговая ставка не имеет значения. При рассмотрении влияния на доходность собственного капитала факт налогообложения и ставка налога играют большую роль.



Эффект финансового рычага для организации (американский подход) есть отношение темпа роста чистой прибыли к темпу роста операционной прибыли:

$$\% \frac{\Delta \pi / \pi}{\Delta EBIT / EBIT}$$

#### *Влияние структуры капитала на ценность компании*

Если бы не существовало налогообложения прибыли, ценность рычаговой компании, то есть компании, пользующейся заемным капиталом, была бы равна ценности безрычаговой компании, которая финансируется целиком за счет собственных средств. То есть ценность фирмы или оценка отдельного проекта не зависела бы от структуры его капитала.

Однако если налогообложение прибыли все-таки существует, то это позволяет рычаговой компании, по сравнению с безрычаговой, получать экономию на корпоративном налоге на прибыль, поскольку проценты по долгу не включаются в налогооблагаемую базу и образуют «налоговый щит», приведенная (дисконтированная) величина которого за будущие периоды времени прибавляется к ценности фирмы.

Таким образом,

$$V = V_0 + PV(TS),$$

$PV(TS)$  — суммарная приведенная ценность «налогового щита», рассчитанная за весь срок существования фирмы. Налоговый щит в каждом году равен произведению выплачиваемых процентов по долгу на ставку налога на прибыль.

Если фирма образована на неограниченное время, а ее долг — примерно постоянная среднегодовая величина  $D$ , то среднегодовой налоговый щит равен

$$D \times K_d \times T,$$

где  $T$  — ставка налога на прибыль.

Суммарная приведенная ценность налогового щита за бесконечный срок существования фирмы будет равна ценности перпетуитета, приведенного по ставке, соответствующей риску процентов по долгу, то есть  $K_d$ :

$$PV(TS) = D \times K_d \times \frac{T}{K_d} = D \times T$$

Это приводит к первому закону ММ, показывающему, как меняется ценность фирмы в зависимости от ее долга при наличии налога на прибыль организации:

$$V = V_0 + D \times T$$

*Влияние финансового рычага на WACC:*

$$WACC = K_0 \times (1 - w_d \times T)$$

где  $w_d$  — финансовый рычаг.

Таким образом, при выполнении всех допущений ММ, кроме последнего (отсутствие налога на прибыль), с ростом финансового рычага:

- ценность фирмы возрастает;
- средневзвешенная стоимость капитала снижается;
- стоимость собственного капитала увеличивается.

Это означает, что компании выгодно долговое финансирование до тех пор, пока кредитор позволяет занимать деньги, так как это создает налоговый щит и увеличивает ценность компании.

Это не противоречит практике: например, в проектном и корпоративном финансировании из внешних источников капитала предпочтение почти всегда оказывается заемному, а не долевого капиталу в случае доступности обеих альтернатив.

*Влияние издержек банкротства*

Чем больше финансовый рычаг компании, тем выше ее ценность при прочих равных условиях. Однако рост рычага приводит к росту ценности только до тех пор, пока угроза банкротства пренебрежимо мала. Если же ввести в рассмотрение возможность банкротства, ситуация изменится. По мере того, как компания наращивает финансовый леверидж, ее ценность повышается (по первому закону Модильяни — Миллера — ММ1). Однако, начиная с какого-то уровня  $D/E$ , все больше проявляется вероятность банкротства, которая, будучи умножена на издержки банкротства, снижает ценность компании.

В результате тенденция к росту  $V$  в зависимости от финансового рычага замедляется, а затем образуется оптимум.

Под издержками банкротства при этом понимаются не только фактические судебные, оценочные, ликвидационные затраты, но и вмененные потери ценности (утрата доли рынка, репутации, перспектив роста).

*Транзакционные издержки и другие факторы, ограничивающие финансовый рычаг*

Наличие транзакционных издержек, то есть издержек, связанных с размещением ценных бумаг, приводит к тому, что внутренний источник финансирования (нераспределенная прибыль) становится более предпочтительным.

А поскольку нераспределенная прибыль — это собственный капитал, то это также ограничивает заимствования. Другими важными факторами, сокращающими желание компании наращивать заемный капитал, являются:

- высокий бизнес-риск. При значительном бизнес-риске, нестабильности объемов продаж, финансовый риск может стать как фактором, увеличивающим аномальные прибыли, так и фактором, мультиплицирующим убытки. Поэтому компании часто стремятся снизить условно постоянные финансовые издержки (проценты), если прибыль (особенно на ранних этапах роста) пока еще невелика и нестабильна. Это можно сделать, только ограничивая финансовый рычаг;

- управленческая гибкость. Согласно Р. Хиггинсу, наращивание финансового рычага на ранних этапах роста компании может способствовать тому, что на последующих этапах возможности наращивания долга могут быть утрачены из-за достижения предела кредитоспособности. В этом случае на последующих этапах роста компании придется обратиться к долевым финансированию, то есть поставить себя в зависимость от конъюнктуры волатильного и рискованного сектора финансового рынка — рынка акций, что может стать стратегической ошибкой и обернуться потерями для компании;

- агентские издержки. Чем большую долю акций получают внешние акционеры, тем меньше менеджеры мотивированы на максимизацию ценности компании и больше — на максимизацию «неденежных благ», то есть агентских расходов. Менеджеры, действующие не в интересах акционеров, стремятся не платить дивиденды. Чтобы найти оправдание таким невыплатам, они вкладывают денежные излишки в невыгодные проекты, подготавливая формальные и недостоверные прогнозы и бизнес-планы. Однако с точки зрения кредиторов эти проекты снижают доверие к компании и приводят к снижению ее кредитного рейтинга (оптимального финансового рычага). Неэффективно инвестированные денежные излишки снижают ценность компании и саму возможность рационального заимствования;

- внутренний, учредительский долг. Акционеры часть своего капитала предоставляют не в виде долевых взносов, а в виде «учредительских кредитов». Такие кредиты по российскому законодательству могут не создавать налогового щита. Однако юридически этот капитал является заемным, и его высокая процентная ставка стимулирует менеджеров использовать деньги более экономно, создает дефицит денег.

Еще одной положительной чертой такого «заемного» (а по сути - псевдособственного) капитала является то, что в случае возможного рейдерского захвата компании и передела ее собственности, учредители, предоставившие долг,

будут иметь права требования более высокого порядка, чем просто акционеры, так как формально они будут являться кредиторами, а не собственниками. Вместе с тем такие долги создают избыточный финансовый рычаг, что снижает защищенность капитала истинных кредиторов. В результате формально компания может иметь высокий финансовый рычаг, однако фактически истинный рычаг низок, так как основная масса кредитов получена от собственников компании.

Современное представление об иерархии источников капитала укрупнено соответствует гипотезе, сформулированной С. Майерсом. Согласно этой гипотезе, в условиях информационной асимметрии приоритетность источников финансирования определяется теми сигнальными эффектами, которые может создать для рынка привлечение капитала из этих источников. Поэтому первый приоритет имеют внутренние источники финансирования, которые вообще не создают никакого негативного контекста, затем идет долг, который имеет наименьшую «информационную напряженность» из внешних источников финансирования.

Последний приоритет имеет размещение акций. Иерархия предпочтений по убыванию выглядит примерно так (номер 1 соответствует наивысшему рангу в иерархии):

1 Нераспределенная прибыль (для этого источника капитала ниже трансакционные издержки, присуща естественность (деньги приходят и сразу вкладываются в производство), а альтернативный вариант финансирования, то есть выпуск любых ценных бумаг — сигнал о том, что эти бумаги переоценены, раз в данный момент выставлены на продажу).

1 Заемный капитал (заемные деньги дешевле; привлечение заемного капитала — свидетельство об отсутствии страха перед кредитором, вере инициаторов проекта в его перспективы; проценты по долгу снижают налогооблагаемую базу для налога на прибыль (создается так называемый налоговый щит на проценты).

2 Мезонинные формы финансирования, имеющие черты собственного и заемного капитала, например, субординированный долг, конвертируемые облигации.

3 Размещение обыкновенных акций (размещение акций происходит с большим дисконтом, так как посредники (андеррайтеры) стремятся гарантированно продать инвесторам весь выпуск, налоговый щит для доходов акционеров отсутствует). Кроме того, выпуск акций разводняет прибыль на акцию и снижает привлекательность ранее выпущенных акций, так как сигнализирует о возможности неблагоприятного сценария развития событий в будущем (страх перед кредитором).

Основные выводы:

- Формирование политики в отношении структуры капитала включает выбор между риском и доходностью, которые возникают в результате выбора ДОЛГОСРОЧНЫХ источников финансирования. Традиционно первый этап - обоснование величины заемного капитала (или величины финансовой рычага). На следующем этапе определяются конкретные источники финансирования по собственному и заемному капиталу.

- Под стоимостью капитала понимается относительная величина затрат (в процентах годовых) по обслуживанию элементов капитала. Понятие стоимости капитала



используется: а) для принятия финансовых решений с целью минимизировать затраты по обслуживанию капитала; б) для принятия инвестиционных решений, как ставка отсечения при анализе инвестиционных проектов.

- Под оптимальной структурой капитала понимается такое соотношение между собственным и заемным капиталом, при котором максимизируется оценка всего капитала организации. При принятии финансовых решений руководство придерживается целевой структуры капитала, которая в отдельные моменты может совпадать с оптимальной, но может и отклоняться от нее.

- И теоретически, и на практике определение оптимальной структуры капитала весьма проблематично. Окончательное решение зависит от имеющейся информации и вводимых предпосылок. На практике финансовые менеджеры часто придерживаются целевой структуры капитала.

- Существует ряд методов для сравнения альтернативных вариантов финансирования. Не все методы соответствуют классической постановке задач оптимизации структуры капитала, максимизирующей его рыночную оценку. Альтернативно могут рассматриваться подходы с требованием неувеличения риска или максимизации прибыли. На практике широко применяются два метода: 1) метод рационального сочетания коммерческого и финансового риска на основе фиксирования уровня общего риска (общий риск может быть оценен по значению эффекта сопряженного финансового рычага, значение эффекта операционного рычага рассчитывается, а эффекта финансового рычага — подбирается); 2) метод *EBIT—EPS*, позволяющий выбрать тот вариант, который максимизирует значение прибыли на акцию.

- Различные факторы должны быть приняты во внимание при выборе структуры капитала: коммерческий риск деятельности, условия налогообложения и возможность включать выплаты по заемному капиталу в себестоимость продукции, необходимость поддержания финансовой гибкости и сохранения займовой мощности, консерватизм в принятии решений руководством.

- Коммерческий риск (*business risk*) рассматривается как нежелательные отклонения будущих значений чистой прибыли и доходности собственного капитала при нулевом финансовом рычаге. Низкий коммерческий риск характерен для компаний, производящих продукцию, пользующуюся стабильным спросом при слабых колебаниях цен на сырье, материалы, комплектующие, для компаний-монополистов, для компаний с невысоким операционным рычагом. При равенстве прочих факторов, чем ниже коммерческий риск, тем выше может быть значение финансового рычага.

- Финансовый рычаг позволяет увеличивать доходность собственного капитала за счет привлечения источников финансирования с фиксированным процентом. К этим источникам относятся облигационные займы, долгосрочные банковские ссуды и привилегированные акции.

- Различные теории объясняют выбор оптимальной структуры капитала. Совершенствование моделей Миллера — Модильяни позволило сформулировать компромиссную теорию структуры капитала (*trade-off theory of capital structure*), которая признает выгоды привлечения заемного капитала (наличие налогового щита), и учитывает рост издержек, связанных с реальным или потенциальным банкротством. Оптимальная структура капитала будет иметь такую долю заемного капитала ( $D^*/V$ ), при которой предельные выгоды налоговой экономии уравнены предельными

издержками банкротства (компромисс между выгодами и издержками). Компромиссная модель является статической, так как учитывает только текущее состояние.

- Учет асимметричности информации и агентских конфликтов объясняет выбор целевой структуры капитала. Эмиссия акций, облигаций, выкуп акций и дивидендные выплаты акционерам рассматриваются рынком как сигналы о перспективах развития компании. Целевая структура капитала учитывает потенциальную потребность в будущем в заемном капитале, так как использование дополнительной эмиссии акций при асимметричности информации может быть невыгодно. Модель Майерса — Майлуфа объясняет, почему цены акций организации значительно падают при объявлении о дополнительной эмиссии акций и слабо реагируют на эмиссию облигаций. Имеет место определенный "порядок клевания" (pecking order), или выбора источников финансирования нового проекта. Менеджерам рекомендуется поддерживать финансовую гибкость, сохранять запас займовой мощности (использование меньшей доли заемного капитала, чем рекомендует компромиссная модель).

- Динамические модели позволяют формировать стратегию изменения структуры капитала. Ряд факторов накладывает отпечаток на окончательное принятие решений по динамической целевой структуре капитала: динамика спроса на продукцию организации и рентабельность продукции, структура активов (существующая и будущая с учетом реализации проектов), динамика структуры затрат, налоговые условия функционирования, размер организации (величина капитала), доля государственной собственности, асимметричность информации и другие несовершенства рынка, степень защищенности руководства от давления собственников. Сравнение компаний различных финансовых систем показывает, что внешние источники быстрее привлекаются при четких правилах учета и отчетности, при поддержке правовой системы и налоговых льготах по заемным средствам.

### **Задания по теме 3 «Финансовые аспекты управления операционным риском организации»**

4.1 Текущий объем производства компании «Kastro Cheap Cigars Ltd.» составляет 1 млн. сигар в год. Руководство предприятия намерено увеличить производство на 10% в следующем году. Общие переменные издержки составляют для исходного варианта 70 млн. песо. Постоянные издержки равны 7,5 млн. песо. Цена за единицу составляет 100 песо.

1) рассчитайте сумму прибыли, соответствующую новому уровню выручки от продаж;

- 2) рассчитайте срок окупаемости постоянных затрат в отчетном и плановом годах;
- 3) выясните, как изменится запас финансовой прочности предприятия.

Рассчитайте сумму прибыли, срок окупаемости постоянных затрат и финансовой прочности предприятия, учитывая эффект кривой опыта (при увеличении производственной мощности на 10% переменные издержки на единицу продукции за счет роста производительности труда и снижения материалоемкости снизятся на 5%).

4.2 По плану ОАО «Метелица» должно выпускать 700 000 изделий, рыночная цена которых 450 руб. Переменные расходы на одно изделие составляют 105 руб., а общие постоянные расходы – 50 400 тыс. р.

- 1) определите себестоимость одного изделия, прибыль и безубыточный объем продаж;
- 2) в связи с потерей рынков сбыта объем заказов ОАО «Метелица» сократился до 110 000 изделий. Постоянные и переменные затраты остались на том же уровне. Рассчитайте себестоимость одного изделия и финансовый результат в новой ситуации;
- 3) одновременно ОАО «Метелица» получило дополнительный заказ на производство 250 000 изделий по цене, ниже рыночной – 300 руб. При выполнении этого заказа предприятие должно дополнительно израсходовать на конструкторско-технологическую подготовку производства этой партии продукции 900 тыс. р. Выгодно ли это предприятию?

4.3 У частного предприятия, производящего детали, есть 3 варианта технического оснащения производственных цехов. В первом случае постоянные затраты предприятия составят 300 долларов, во втором - 400, в третьем - 600. Переменные затраты на одну деталь составляют 8, 6, 4 долларов соответственно.

1) определите аналитическим и графическим способами, при каком объеме производства выгоднее применять тот или иной вариант оборудования;

2) определите финансовый результат предприятия, при условии, что годовой объем производства составит 70 деталей, операции будут выполняться на основе первого варианта технического оснащения, а цена продажи составит 12 долларов.

4.4 Компания оказывает услуги по ремонту холодильного оборудования, для чего ей требуются новые комплектующие детали. Если компания будет производить их самостоятельно, то постоянные затраты на содержание оборудования составят 150 тысяч рублей в год, а переменные затраты – 70 рублей на единицу. Цена готовых деталей составляет 100 рублей за единицу.

1) обоснуйте выбор между собственным производством и приобретением деталей аналитическим и графическим способами;

2) определите финансовый результат предприятия, если оно будет самостоятельно производить детали. Количество заказов - 6 000 в год. Исполнение одного заказа приносит компании 95 рублей выручки.

4.5 Фирма выпускает три вида изделий: сапоги, туфли и босоножки:

Показатели	Сапоги	Туфли	Босоножки	Итого
Цена изделия, руб.	6 000	3 000	2 500	
Удельные переменные затраты, руб.	3 800	2 200	2 000	
Постоянные затраты, руб.				5 500 000
Расход материала на изделие, м.	1	0,3	0,2	
Спрос на изделия, ед.	1 200	1 000	1 100	
Наличие кожи, м.				1 400

Рассчитайте оптимальную структуру производства с точки зрения максимизации прибыли.

4.6 Компания для изготовления одной и той же продукции может использовать оборудование двух видов. Определите, как необходимо распределить заказ в 600 изделий на эти две машины, если их максимальная загрузка не может превышать 4000 часов в год.

Показатели	А	Б	Итого
Затраты машинного времени на изделие, час.	6	4	
Максимальный объем выпуска продукции, шт.	500	400	
Цена изделия, тыс. р.	20	20	
Переменные расходы на одно изделие, тыс. р.	15	13	
Постоянные расходы, тыс. р.			1000

4.7 Деятельность компании характеризуется следующими основными показателями:

- выручка от продаж - 360 000 руб.;
- сумма переменных затрат в составе себестоимости – 280 000 руб.;
- сумма постоянных затрат в составе себестоимости – 27 000 руб.

Компания планирует увеличить выручку от продаж до 390 000 руб., не выходя за пределы релевантного диапазона.

Требуется:

- 1) рассчитать сумму прибыли, соответствующую новому уровню выручки от продаж с помощью операционного рычага;
- 2) дать оценку предполагаемому уровню фондовооружённости компании и степени его предпринимательского риска.

4.8 Деятельность организации характеризуется следующими показателями:

Показатели	Значения показателей
Выручка от продаж, тыс. р.	20500
Чистая прибыль, тыс. р.	1900
Количество обыкновенных акций, тыс. шт.	950
Сила воздействия финансового лeverиджа	1,2
Сила воздействия операционного лeverиджа	1,8

Планируемая сумма выручки от продаж в следующем году – 22550 тыс. р.

Требуется:

- 1) определить сопряжённый эффект операционного и финансового лeverиджа;
- 2) используя сопряжённый эффект операционного и финансового лeverиджа рассчитать предполагаемую величину прибыли на акцию в следующем году;
- 3) сформулировать выводы по результатам расчётов.

#### **Задания по теме 4 «Дивидендная политика организации»**

5.1 Компания ХУ рассматривает проект расширения мощностей, который обеспечит доходность 13 % годовых. Следует ли принимать проект при нижеприведенных условиях?

Капитал представлен следующими элементами в балансе:

Уставный капитал	25 млн. р.
- обыкновенные акции номиналом 40 руб.	20 млн. р.
- привилегированные акции номиналом 100 руб.	5 млн. р.
Нераспределенная прибыль	5 млн. р.
Облигации с залогом недвижимости номиналом 1 тыс. р.	20 млн. р.
Итого капитал компании	50 млн. р.

Ставка налога на прибыль составляет 35%. Облигации — купонные, с выплатой раз в год, купонная ставка — 10 % годовых, срок до погашения 5 лет, текущая цена 990 руб.

По привилегированным акциям выплачивается дивиденд 13 руб., текущая рыночная цена акции 100 руб. Стоимость размещения (подписки) облигационного займа составляет 3% или 3 руб. на облигацию.

Рыночная цена акции компании составляет 40 руб. Прогнозируется стабильный рост дивидендов в размере 6% в год, что позволит в будущем году получить дивиденд 4 руб. на акцию. Для принятия проекта потребуется дополнительная эмиссия акций в пределах объявленных. Стоимость размещения составляет 10%.

Эксперты оценивают рыночные оценки капитала после объявления о принятии проекта следующим образом: цена облигации —

1100 руб., цена привилегированной акции - 90 руб., цена обыкновенной акции - 80 руб.

5.2 По компании RRI ожидается в будущем году дивиденд на акцию 2,5 долл. Компания поддерживает постоянный дивидендный выход 50% в течение последних 7 лет. Ранее прибыль на акцию (EPS) составляла 1,5 долл. Бета- коэффициент акции компании равен 1,1. Требуемая доходность по средним акциям на рынке — 17%, при безрисковой доходности — 10%. Компания RRI имеет облигации с доходностью 13%. Текущая цена акции — 30 долл. Оцените стоимость нераспределенной прибыли.

5.3 Структура капитала организации полностью состоит из обыкновенных акций. В обращении находится 200 000 обыкновенных акций номинальной стоимостью 2 руб. за штуку. Когда основатель компании ушёл в отставку, компания внезапно и навсегда осталась со значительно меньшими ожиданиями роста и относительно немногими привлекательными инвестиционными возможностями. Ранее компания считала необходимым возвращать в компанию большую часть своих прибылей для финансирования роста – в среднем 12% в год. Будущий рост на 5% ежегодно считался реальным, но такой уровень потребовал бы увеличения выплат дивидендов.

Сейчас создаётся впечатление, что новые инвестиционные проекты с нормой прибыли как минимум 14%, которых требуют акционеры компании ( $r_e = 14\%$ ), составят лишь 800 000 руб. в сравнении с планируемой чистой прибылью после выплаты налогов в размере 2



млн. р. При сохранении выплаты процентов в виде дивидендов нераспределённая прибыль достигла 1,6 млн. р. в 2015 г., в то время, как инвестиции, при которых стоимость капитала была бы равна 14%, составили всего лишь 800 000 руб.

Учитывая изменения положения, финансовые менеджеры компании пересматривают дивидендную политику:

а) исходя из того, что приемлемые инвестиционные проекты будут целиком финансироваться за счёт прибыли, рассчитайте дивиденд по акциям на 2015 г., учитывая, что компания использует дивидендную политику по остаточному принципу;

б) какой коэффициент выплат дивидендов в 2016 г. подразумевается в ответе на пункт а)?;

в) если в обозримом будущем сохранится 60%-ный коэффициент выплаты дивидендов, какова текущая рыночная цена обыкновенной акции?

г) каково её соотношение с рыночной ценой, которая должна была существовать при предпосылках, действовавших накануне сообщения об уходе основателя компании в отставку?

д) что произошло бы с ценой в случае сохранения прежней 20%-ной доли выплаты дивидендов? Исходите из того, что, если эта доля сохранится, средняя норма прибыли на нераспределённую прибыль снизится до 7,5% и новый темп роста составит  $g = (1,0 - \text{коэффициент выплаты дивидендов}) \times \text{EPS} = (1,0 - 0,2) \times 7,5\% = 0,8 \times 7,5\% = 6,0\%$ .

5.4 Корпорация ожидает на протяжении следующих 5 лет получить чистую прибыль и понести капитальные расходы в размерах:

Показатели	Годы				
	1	2	3	4	5
Чистая прибыль, тыс. р.	2000	1500	2500	2300	1800
Капитальные расходы, тыс. р.	1000	1500	2000	1500	2000

В настоящее время акционерный капитал компании состоит из 1 млн. акций, и она выплачивает дивиденды в размере 1 руб. на акцию.

а) определите дивиденды на акцию и объём внешнего финансирования в каждом году, если дивидендная политика строится по остаточному принципу;

б) определите объём внешнего финансирования в каждом году, который был бы необходим при условии, что выплата дивидендов останется на прежнем уровне;

в) определите размер дивидендов на акцию и объём внешнего финансирования, которые имели бы место при показателе дивидендного выхода, равном 50%;

г) при каком из вариантов дивидендной политики фирма максимизирует объём выплачиваемых дивидендов? Минимизирует объём внешнего финансирования?

5.5 Корпорация изготавливает музыкальные инструменты и развивается умеренными темпами. Компания только произвела выплату акционерам и планирует годом позже выплатить дивиденды в размере 1,35 руб. на акцию. В настоящий момент рыночная стоимость акций компании составляет 15 руб., и ожидается рост стоимости на 5% в год.

а) Если бы необходимая прибыль на собственный капитал составляла 14% и не было налогов, какова была бы стоимость акций компании на конец года, рассчитанная согласно модели M&M?

б) Какова была бы цена, если бы компания не выплачивала бы дивидендов?

в) обычный доход акционера компании подлежит обложению по ставке 30%, а доход с капитала – 26%. Если бы он владел акциями компании на протяжении одного года, какова была бы ожидаемая прибыль в рублях на каждую акцию после уплаты налогов?

1.6 Корпорация имеет следующую структуру собственного капитала:

Показатели	Сумма, тыс. р.
Обыкновенные акции (номинал 8 руб.)	2 000 000
Оплаченный капитал	1 600 000
Нераспределённая прибыль	8 400 000
Собственный капитал	12 000 000

В настоящее время цена акции составляет 60 руб.

а) что произойдёт с собственным капиталом и числом акций компании при выплате дивидендов акциями в размере 20%?

б) при дроблении акций в соотношении 2 к 1?

в) при обратном сплите в соотношении 1 к 2?

г) по какой цене акционерам следует продавать свои акции после выплаты акциями 20% дивиденда (информационный эффект отсутствует)? Что могло бы произойти при наличии информационного эффекта?

5.7 корпорация придерживается политики остаточного дивиденда и имеет структуру капитала на 40% состоящих из долга, на 60% - из акционерного капитала. Годовая прибыль составила 2500 руб.

а) Какова максимально возможная сумма капитальных затрат без продажи новых акций?

б) запланированные инвестиционные вложения на следующий год составляют 3 000 руб. Будет ли компания выплачивать дивиденды? Если да, то сколько?

5.8 Корпорация приняла решение о выплате дивидендов, дата регистрации акционеров – 5 апреля.

а) кто получит дивиденды, если инвестор А продал акции инвестору 5 апреля?

б) кто получит дивиденды, если инвестор А продал акции инвестору 1 апреля?

в) кто получит дивиденды, если инвестор А продал акции инвестору 31 марта?

5.9 Корпорация в настоящее время имеет 250 000 акций в обращении по цене 50 руб. за единицу. Допустим, что не существует никаких негативных факторов и налогов. Какова будет цена акции, после того, как:

а) компания осуществит дробление акций 7 к 4?

б) компания выплатит 10%-ный дивиденд в форме акций?

в) компания выплатит 37,5%-ный дивиденд в форме акций?

г) компания осуществит обратный сплит 3 к 7?

д) вычислите новое количество акций, находящихся в обращении (пункты а, б, в, г данного задания).

## Методические указания к теме 4 «Дивидендная политика организации»

*Дивиденды* - вознаграждение, получаемое акционерами за капитал, вложенный в корпорацию. В каждый период времени корпорация может выплачивать или не выплачивать дивиденды по своим акциям в зависимости от конкретных условий ее деятельности и политики, которую она проводит. Дивиденды начисляются и выплачиваются только по тем акциям, которые находятся в обращении и не начисляются по акциям, выкупленным акционерным обществом и находящимся на его балансе. Дивиденды, выплачиваемые в течение года за квартал или полугодие, называются промежуточными, а их сумма по итогам года составляет годовой дивиденд.

### *Запрет на выплату дивидендов*

В некоторых случаях акционерное общество не имеет права на выплату дивидендов. Например, это может быть в следующих ситуациях:

- когда уставный капитал общества оплачен не полностью;
- если на момент выплаты дивидендов компания фактически находится в состоянии банкротства;
- если стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного капитала и резервного фонда или станет меньше в результате выплаты дивидендов;
- если прибыль общества в распоряжении акционеров меньше предполагаемого размера дивиденда;
- если не полностью выполнены обязательства перед кредиторами и выплата дивидендов противоречит положениям кредитного договора.

Первые четыре ограничения следуют из соответствующих законов РФ, последнее может быть обусловлено требованиями кредиторов.

Дивиденды могут быть результатом распределения прибыли организации и представлять собой текущий доход по акции.

Однако при прекращении деятельности организации акционеры имеют право на часть ликвидационной стоимости, выплата которой также может рассматриваться как своеобразная форма дивидендов — ликвидационные дивиденды.

Таким образом, все, что может получить по акции ее владелец, приобретает форму дивидендов, и именно за счет них он возмещает вложенный капитал, получает доход. Без выплаты дивидендов акции не имели бы никакой ценности.

И поэтому не случайно, что цена акции определяется как дисконтированная сумма ожидаемых дивидендов:

$$P = d_1 + \frac{d_2}{1+k} + \frac{d_3}{(1+k)^2} + \dots$$

### *Изменение цены акции с наступлением экс-дивидендной цены*

Когда наступает экс-дивидендная дата, из формулы цены акции выпадает первое слагаемое —  $d_0$ , так как теряется право на ближайший по времени дивиденд у ее нового владельца. В результате цена акции падает на величину дивиденда нулевого периода.

### *Дивидендная политика*

Дивидендная политика — это решение вопроса о том, в каком режиме следует компании платить дивиденды — выплатить сейчас или реинвестировать прибыль, получить с нее доход, а затем выплатить дивиденды в большем объеме.

По вопросу о влиянии дивидендной политики на ценность компании известно четыре точки зрения:

- традиционная концепция;
- теория Модильяни — Миллера;
- теория клиентских предпочтений;
- теория иерархии.

Согласно традиционной концепции, дивидендная политика — это политика разделения прибыли на распределяемую и капитализируемую части. Она оказывает влияние на важнейшие показатели предприятия, такие как дивиденд на акцию, коэффициент накопления, коэффициент выплаты дивидендов, а через них — на важнейшие ценовые показатели компании.

Каков механизм влияния дивидендной политики на курс акций компании? Рассмотрим модель Гордона для определения курса акции:

$$P = \frac{d}{k - g}$$

Ожидаемый дивиденд будущего года можно представить:

$$d = EPS(1 - b),$$

где  $EPS$  — прибыль на акцию, ожидаемая в следующем периоде времени.

Для компании, которая обладает стабильным коэффициентом накопления  $b$ , финансируется за счет собственного капитала и не выпускает новых акций, внутренние возможности ежегодного прироста дивиденда можно найти в соответствии с формулой:

$$g = ROE \times b,$$

где  $ROE$  — рентабельность собственного капитала компании, отсюда

$$P = \frac{1 - b}{k - ROE_b} \times EPS$$

Из этой формулы видно, что при постоянстве  $b$  и  $ROE$  рыночную цену акции  $P$  можно теоретически в упрощенных рассуждениях считать пропорциональной прибыли на акцию  $EPS$ .

Этот вывод важен для нас, он пригодится в дальнейшем изложении. Рассмотрим, как повлияет коэффициент накопления  $b$ , отражающий,

по мнению традиционалистов, дивидендную политику, на курс акции. При этом зададимся разными соотношениями  $k$  и  $ROE$ .

#### *Коррективы реального мира*

Модель ММ, выведенная из абстрактных допущений, является идеальной.

Несоблюдение этих допущений в реальной практике порождает побочные эффекты, которые и определяют предпочтение той или иной дивидендной политики.

### *Факторы предпочтения низких дивидендов*

Например, компания может предпочесть низкие дивиденды по следующим причинам:

- при выплате дивидендов может потребоваться размещение дополнительных акций, что повлечет за собой транзакционные издержки, неопределенность времени получения капитала, разбавление контрольного пакета и снижение прибыли на одну акцию;
- менеджеры не любят платить дивиденды, так как они предпочитают наращивать бюджет фирмы, иногда даже в ущерб интересам акционеров;
- кредиторы часто запрещают выплату дивидендов до полного погашения задолженности, так как выплата дивиденда увеличивает финансовый рычаг и снижает рейтинг заемщика;
- налоги на прирост капитала могут быть меньше, чем на дивиденды, или в будущем может ожидаться снижение налоговых ставок, поэтому выплаты лучше отсрочить.

### *Иерархия предпочтений*

На предпочтения менеджеров и собственников могут оказать влияние транзакционные издержки.

Действительно, как показал С. Майерс, внутренний источник финансирования проектов компании, то есть нераспределенная прибыль, часто является более предпочтительным, чем внешние источники капитала в силу того, что выпуск акций, облигаций, получение кредитов требует дополнительных комиссионных и связан с потерей времени.

Выпуск акций и облигаций в условиях информационной асимметрии может быть сигналом, что эти ценные бумаги в настоящее время переоценены. Это может оказать влияние на цену существующих акций и облигаций компании и понизить их, что не выгодно ни менеджерам, ни собственникам. Понимая это, андеррайтеры часто занижают цену размещения новых выпусков ценных бумаг, чтобы с гарантией их разместить и получить максимальное вознаграждение. Это является вмененными издержками для компании и повышает стоимость капитала, полученного из внешних источников (снижает его ценность).

К этому можно добавить, что реинвестирование прибыли — более естественный вариант привлечения капитала, поскольку для получения капитала из внешних источников требуется принципиальное и осознанное решение сделать это, в то время как реинвестирование прибыли в текущие проекты компании часто происходит само собой. Просто компания получает операционные денежные потоки, инвестирует их в собственное развитие, а уже по факту получается, что была реинвестирована какая-то часть прибыли.

Как показал в своем исследовании Дж. Линтнер, фирмы стараются придерживаться такой дивидендной политики, чтобы

- не действовать в ущерб существующим проектам организации и избегать выпуска дополнительных акций взамен дивидендных выплат;
- не снижать своего кредитного рейтинга;
- сглаживать динамику дивидендов и, вместе с тем, стремиться к целевому коэффициенту накопления, характерному для передовых компаний отрасли.

Кроме того, известно, что менеджеры не любят выплачивать дивиденды акционерам, так как заинтересованы в максимизации капитала, находящегося под их управлением.

*Основные выводы:*

1. Корпорация может увеличить свой капитал разными путями. Финансовые средства для осуществления инвестиционных проектов могут быть образованы путем мобилизации ее внутренних резервов, реинвестирования прибыли, полученной в предыдущие периоды времени. Кроме того, корпорация может воспользоваться внешними источниками финансирования. Так, разместив на рынке акции или привилегированные акции, она пополнит свой собственный капитал. Путем размещения облигаций или получения кредита банка она привлечет к исполнению своих проектов кредиторов, а аккумулированный ею таким способом капитал будет являться заемным. Оценивая возможные источники инвестиционных ресурсов, финансовый менеджер будет стремиться принять такое финансовое решение, чтобы минимизировать стоимость капитала, то есть из доступных источников средств составить такую комбинацию, чтобы выплачиваемый корпорацией в качестве платы за капитал доход на единицу вложенных средств был минимален, и, таким образом, финансовые ресурсы обошлись организации как можно дешевле. Чтобы решить такую задачу, необходимо представлять себе:

- какие принципиальные возможности привлечения капитала представляют для организации современные финансовые рынки;

- как рассчитывается стоимость капитала для различных типов его источников.

модели дивидендного роста (DGM) или нормативной модели стоимости капитальных (долгосрочных) активов (CAPM).

Если говорить о точности и корректности оценок, то модель CAPM считается предпочтительной, так как оценивая требуемый инвесторами уровень доходности, более корректно основываться на рыночных требованиях, а не на фактических ожиданиях.

от того, имеет ли рыночную котировку долг организации и какова ставка по нему — плавающая или фиксированная.

Например, если заемный капитал организации образован путем публичного размещения облигаций, его рыночная стоимость может быть рассчитана как внутренняя ставка доходности (IRR) по денежному потоку, образованному рыночной ценой облигации и выплатами по ней погасительного платежа и купонов.

Стоимость некотируемого долга с плавающей ставкой равна текущей величине этой ставки. Стоимость некотируемого долга с фиксированной ставкой может быть определена по аналогии с подобным долгом, имеющим котировку на рынке.

Наконец, стоимость краткосрочного платного долга организации близка по величине ее балансовой оценке.

4. Стоит ли предпочесть высокие или низкие дивиденды, к каким последствиям могут привести выплаты дивидендов акциями, следует ли выплачивать дивиденды или выкупать акции — вот проблемы, которые требуется решить при осуществлении дивидендной политики. В главе приведены доводы, которые могут оказать влияние на решение этих вопросов.

Окончательное решение принимается менеджерами компании путем взвешивания всех аргументов в конкретных условиях.

Однако при этом необходимо, чтобы проект был:

- небольшим по отношению к размеру организации, чтобы не оказывать существенного влияния на структуру и стоимость капитала компании;

- обычным для данной организации, то есть относиться к ее традиционной сфере



деятельности.

Кроме того, в течение ближайшего времени не должно ожидать резких изменений в финансовой политике организации. Если такие изменения ожидаются, корректно оценивать средневзвешенную стоимость капитала на основе его целевой структуры.

5. Существуют разные теории о том, как изменяется ценность компании при наращивании финансового левериджа. Так, согласно традиционной теории, по мере того как в структуре капитала предприятия повышается доля долга, средневзвешенная стоимость капитала сначала снижается.

Это происходит в связи с тем, что менее рискованный заемный капитал имеет более низкую стоимость, и когда его доля в структуре капитала увеличивается, средневзвешенная стоимость капитала снижается. Затем доминирующей становится противоположная тенденция, которая состоит в увеличении стоимости собственного и заемного капитала из-за возросшего финансового риска. Образуется оптимум, который соответствует максимальной ценности компании<sup>7</sup>

2. По теории Модильяни — Миллера без налогов ценность компании не зависит от финансового рычага, так как две упомянутые выше тенденции к росту и к снижению WACC уравновешивают друг друга. Однако это происходит в так называемом «мире Модильяни — Миллера», то есть при соблюдении ряда условий, наиболее важными из которых являются: отсутствие стабильной арбитражной ситуации, налога на прибыль, транзакционных и агентских издержек, угрозы банкротства, равнодоступность источников капитала и симметричность информации для всех инвесторов и кредиторов.

При несоблюдении указанных выше условий возникают так называемые «побочные эффекты», суммарная приведенная ценность которых и определяет предпочтения тех или иных источников финансирования.

3. Например, такими побочными эффектами могут быть транзакционные и агентские издержки, налоговый щит на проценты, издержки банкротства, излишне высокая стоимость заемного капитала по сравнению со среднерыночным уровнем как следствие неравнодоступности источников финансирования. Механизм влияния этих факторов описан в данной главе.

4. Дивиденды — это текущие доходы по акциям. Если бы они никогда не выплачивались, акции бы не пользовались спросом и не имели цены.

Однако в каждый конкретный период времени они могут не выплачиваться. Дивидендная политика компании состоит в том, чтобы решить проблему, стоит ли выплачивать дивиденды сейчас или, реинвестировав прибыль и получив с нее доход, выплатить их в будущем.

5. Традиционная теория признает влияние дивидендной политики на ценность компании. При этом компания с низкой рентабельностью может поддержать свою рыночную ценность, выплачивая высокие дивиденды. Напротив, высокорентабельная компания способна повысить свою рыночную ценность, реинвестируя прибыль и не расходуя ее на выплату дивидендов.

6. Модильяни и Миллер, разделив проблемы инвестирования и выплаты дивидендов, показали, что при определенных идеальных условиях дивидендная политика не влияет на ценность компании.

Если эти условия нарушаются, возникают побочные эффекты, способные оказать влияние на ценность компании и побудить ее руководство придерживаться той или иной дивидендной политики.

Существуют доводы как в пользу выплаты высоких, так и в пользу выплаты низких дивидендов.

7. Помимо проблемы выплаты или невыплаты дивидендов, у руководства компании возникают иные возможности выбора, связанные с дивидендами.

Стоит ли предпочесть высокие или низкие дивиденды, к каким последствиям могут привести выплаты дивидендов акциями, следует ли выплачивать дивиденды или выкупать акции — вот проблемы, которые требуется решить при осуществлении дивидендной политики. В главе приведены доводы, которые могут оказать влияние на решение этих вопросов.

Окончательное решение принимается менеджерами компании путем взвешивания всех аргументов в конкретных условиях.

## **Задания по теме 5 «Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений компаний по слияниям и поглощениям»**

6.1 В таблице 6.1 приведены укрупнённые статьи баланса, информация о прибыли и рыночной оценке акций для корпораций А и В.

Таблица 6.1 – Данные укрупнённого баланса, прибыли и рыночной стоимости акций по корпорациям А и В.

Показатели	А	В
Активы, млн. р.	730	610
в том числе:		
- внеоборотные активы	1220	350
- текущие активы	510	260
Собственный капитал, млн. р.	1580	560
в том числе:		
- уставный капитал (номинал обыкновенной акции 1000 руб.)	1000	500
- добавочный капитал	200	20
- балансовая прибыль	380	40
Количество акций в обращении, тыс. шт.	1000	500
Заёмный капитал (плата 10%), млн. р.	150	50
Итого собственный капитал и	1730	610

обязательства, млн. р.		
Ежегодная прибыль на собственный капитал, млн. р.	240	150
Текущий рыночный курс акций, тыс. р.	2,4	2,7
Текущее значение прибыли на акцию, руб.	$240/1 = 240$	$150/0,5 = 300$
Соотношение цена / прибыль (P/E)	$2,4/0,24 = 10$	$2,7/0,3 = 9$

Компания А планирует слиться с компанией В. При этом слияние не изменит положения корпораций и результат будет являться суммой финансовых показателей (т.е. отсутствует эффект синергизма). Цель акционеров каждой организации – не ухудшить своё положение.

Определить какие предложения организации А могут быть рассмотрены акционерами организации В как справедливые и могут быть приняты. Для этого необходимо:

- использовать следующие показатели: рыночная оценка собственного капитала или рыночная капитализация, прибыль на акцию, величина чистых активов (по балансовой оценке) на акцию (не должны ухудшиться).

- база обмена может строиться и на иных показателях, учитывающих перспективы положительного денежного потока для владельцев капитала. Рассмотреть возможность их использования.

6.2 Корпорация И является быстрорастущей и имеет высокое значение коэффициента *P/E*. Принято решение о слиянии с компанией К, которую отличает низкий рост и низкое значение коэффициента *P/E*.

В таблице 6.2 приведены укрупнённые статьи баланса, информация о прибыли и рыночной оценке акций для корпораций И и К.

Таблица 6.2 – Финансовые показатели по корпорациям И и К

До / после слияния	Прибыль, млн. р.	Число акций в обращении, тыс. шт.	Прибыль на акцию, тыс. р.	Цена акции, тыс. р.	Коэффициент Р/Е
До слияния					
И	300	100	3	90	$90/3 = 3$
К	300	100	3	30	$30/3 = 10$
После слияния					
ИК	600	133,333	4,5	135	30

Обмен акций на основе соотношения рыночных цен позволяет искусственно завышать значение прибыли на акцию и вводить в заблуждение рынок. Без реальных изменений деятельности и преимуществ слияния этот процесс может обеспечить рост значения показателя прибыли на акцию.

Слияние строится на обмене акций организации К на новые акции организации И.

Необходимо:

- исходя из соотношения рыночных цен определить количество акций К, которые будут приходиться на 1 акцию и количество дополнительной эмиссии акций для компенсации акционерам компании К;

- возрастание прибыли на акцию является результатом только процесса обмена акций. Если руководство сумеет убедить рынок, что в результате слияния перспективы улучшатся и сохранится соотношение Р/Е, то цена акции И возрастет до 135 тыс. р. Исходя из этого оценить рыночную цену корпораций до и после слияния (при отсутствии

эффекта синергизма) и реальное соотношение цены к прибыли при предположении, что рынок правильно оценивал компании до слияния.

6.3 Корпорация М имеет цель присоединить корпорацию П, так как видит в осуществлении совместной деятельности эффект синергизма, перед ней встает проблема оценки платы за корпорацию П. Расчет можно строить в соответствии с методами принятия инвестиционных решений (получение в результате поглощения положительного чистого дисконтированного дохода). Предполагается, что рынок будет более высоко оценивать новое образование.

Таблица 6.3 – Финансовые показатели корпораций М и П

Показатели	Корпорация М	Корпорация П
Цена акции до слияния, тыс. р.	7	3,5
Число акций в обращении, тыс. р.	100	10
Рыночная оценка собственного капитала, млн. р.	700	35

Текущая оценка выгод слияния оценивается в 15 млн. р. Минимальная цена, приемлемая для акционеров П, 3,5 тыс. р. за акцию. При любом другом предложении акционеры П могут продать акции на рынке (предполагается, что акции ликвидны). Корпорация М не может платить больше 5 тыс. р. за акцию, так как иначе не получит выгоды от слияния.

Необходимо:

- определить премию на акцию, если стороны договорятся о цене 4,5 тыс. р. на акцию;
- если цена акций вырастет в результате объявления о слиянии или конкуренции за поглощение компании П, какие действия должна

предпринять корпорация М при присоединении организации П путём денежного выкупа, чтобы: а) верно оценить капитал компании П; б) не допустить, чтобы вся выгода была получена акционерами компании П.

### **Методические указания к теме 5 «Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений компаний по слияниям и поглощениям»**

#### *Управление, ориентированное на рост ценности организации (VBM)*

Управленческая концепция, в центре которой находится приращение ценности для собственников компании как основной цели фирмы, получила название value based management — VBM. В современных условиях выживание и развитие организации определяются способностью ее менеджмента учитывать будущие последствия принимаемых решений.

Ценность компании - показатель, который характеризует ожидания будущего при сложившихся условиях, доле рынка, информации о компании, которой обладают инвесторы. Ценность организации выступает в VBM как интегральный системообразующий показатель.

#### *Повышение операционной эффективности не является стратегией*

Управление ростом ценности компании — это целостная система управления, охватывающая все стороны деятельности компании. Для обеспечения роста ценности компании необходимо работать как над выработкой стратегической позиции, так и над повышением эффективности операций.

Эффективность операций означает выполнение сходных видов деятельности и операций лучше, по крайней мере не хуже, чем это делают конкуренты. К задачам повышения эффективности операций относятся меры, направленные на снижение издержек, повышение эффективности продаж, внедрение таких новейших систем менеджмента, как управление качеством (TQM), реинжиниринг бизнес-процессов, бенчмаркинг, управление изменениями, аутсорсинг, система «бережливое производство», «шесть сигм» и т.д. В противоположность этому стратегическое позиционирование означает выбор отличающихся способов ведения деятельности либо ведение иных видов деятельности и их комбинаций. Поэтому стратегическое решение — это всегда выбор между альтернативными вариантами будущего развития.

#### *Ценность компании меняется в момент принятия стратегических решений*

Стратегическое решение определяет выбор стратегической позиции компании, новую основную траекторию развития, изменение ее производительного потенциала и оказывает долгосрочное влияние на ее будущие денежные потоки. Поэтому обоснованный выбор и реализация выгодной стратегической позиции оказывают существенное влияние на прирост ценности организации.

Фундаментальная связь между ценностью компании и стратегическими решениями состоит в том, что ценность изменяется в момент принятия/ непринятия стратегических решений в условиях изменения структуры и динамики внешней и внутренней среды компании, так как в этот момент изменяется будущая траектория развития компании, ее потенциал.

### *Два основных вопроса выбора стратегии*

Существуют два основных вопроса выбора стратегии:

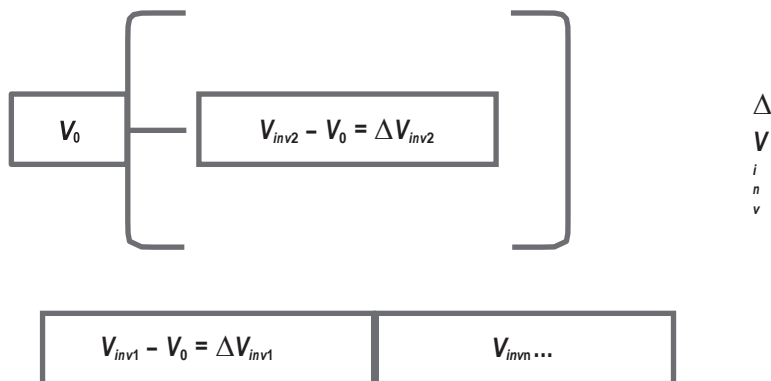
- куда направить инвестиции, чтобы ценность компании росла;
  - корпоративной стратегии выбора приоритетов инвестирования между направлениями бизнеса, созданием или ликвидацией бизнес-единиц, выбором стратегии фокусирования или диверсификации, горизонтальной или вертикальной интеграцией.
- Второй вопрос касается выбора конкурентной стратегии на уровне стратегических бизнес-единиц компании.

### *Суть финансового обоснования стратегических решений*

Для принятия обоснованного стратегического решения принципиально важно взвешивание ценности рассматриваемых стратегических альтернатив, а значит, и использование инструментов, позволяющих адекватно измерять ценность.

Раздельная оценка и последующее сопоставление справедливой с инвестиционной ценностью компании позволяет учесть ряд значимых эффектов, позволяющих адекватно измерить изменение ценности и выбрать вариант стратегии развития организации по критерию максимизации приращения ценности организации.

Суть финансового обоснования стратегических решений - в сопоставлении справедливой ценности компании с инвестиционной ценностью стратегических альтернатив. Процесс принятия стратегических решений, ориентированных на рост ценности организации, выглядит следующим образом:



где  $V_0$  — справедливая ценность компании «как есть»;

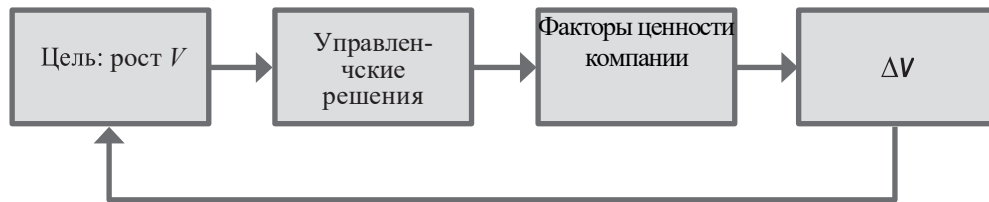
$V_{inv}$  — инвестиционная ценность стратегической альтернативы;

$\Delta V_{inv}$  — прирост ценности при реализации стратегической альтернативы.

### *Контур управления ценностью компании*

Менеджмент, ориентируясь на конечную цель — рост ценности для акционеров, принимает управленческие решения, которые воздействуют на факторы ценности компании. Изменение факторов ценности влечет за собой изменение потенциала генерирования денежного потока и рисков, т.е. изменение фундаментальной ценности организации.

Обратная связь в данном контуре обеспечивается путем проверки результатов по критерию реализации генеральной цели компании. Финансовое моделирование призвано обеспечить четкую и прозрачную связь между всеми блоками данного контура управления:



*Для выработки стратегического решения необходима диагностика ценности*

В выработке и финансовом обосновании стратегических решений определяющее значение имеют принцип with—without — раздельная оценка и сопоставление справедливой и инвестиционной ценности компании и анализ стратегической гибкости компании. Для выработки стратегических решений недостаточно стандартного измерения ценности — необходима стратегическая диагностика ценности, которая по направленности, способам и методам отличается от традиционной оценки. Ее задачей является поиск ограничений и движущих факторов ценности компании.

Измерение и диагностика справедливой ценности компании является результатом комплексного изучения деятельности компании и перспектив ее развития и включает анализ:

- рыночных условий;
- конкурентных позиций;
- финансовых результатов деятельности компании.

Важно увязать в единую и непротиворечивую систему анализ качественных нефинансовых и количественных финансовых факторов (драйверов), определяющих ценность компании. Это позволит получить целостную картину и оценить возможные варианты развития ситуации.

Необходимым элементом в построении стратегических альтернатив должен стать обоснованный прогноз ценности по основным финансовым драйверам, на основе которых будет формироваться оценка и моделирование каждой стратегической альтернативы. Задача не в том, чтобы точно спрогнозировать будущее компании и рассчитать ее «истинную» ценность.

Главное, что должна дать грамотная оценка, — это возможность сделать обоснованный стратегический выбор варианта, дающего большую ценность, чем альтернативы. Главная опасность — не увидеть альтернативы, не придать им правильное значение, неверно их оценить в сравнении друг с другом.

*Обоснование альтернатив внешнего роста*

Выбор стратегии развития компании основывается на анализе альтернатив. При всем многообразии вероятные стратегические альтернативы можно свести к трем видам:

- усиление существующих видов бизнеса;
- диверсификация;
- отказ от определенного вида бизнеса.



Каждая из альтернатив может реализовываться как средствами внутреннего роста (internal growth), за счет внутренних инвестиций, так и методами внешнего роста (external growth) — посредством слияний и поглощений.

*Оценка выгод и издержек «покупки роста»*

«Внешний» рост за счет слияний и поглощений — самый быстрый, по сути, скачкообразный рост. Его сопровождает бóльший риск, чем «внутренний» рост. Целью любого приобретения является прирост ценности для акционеров компании. При этом основным мотивом приобретения выступает ожидание ценностно-стоимостного разрыва — когда ценность приобретаемого актива превосходит все издержки приобретения, которые включают не только прямые расходы на приобретение, но и альтернативную стоимость, т.е. ценность других альтернативных вариантов решения стратегических задач компании.

*NPV приобретения*

Компания оценивает чистую приведенную ценность приобретения (NPVB) как разницу между инвестиционной ценностью компании-цели и предполагаемой ценой продажи:

$$NPV^{Acq} = V^B - W,$$

где  $NPV^{Acq}$  — чистая выгода от приобретения;

$V^B$  - инвестиционная ценность компании – цели;

$W$  — цена покупки.

*Инвестиционная ценность компании-цели*

Инвестиционная ценность компании цели определяется следующим образом:

$$I^{V^B} = V_0^B + \Delta V^{Bcont} + \Delta V^{sin},$$

где  $V_0^B$  - 0ценность компании-цели «как есть»;

$\Delta V^{Bcont}$  - дополнительная ценность от контроля над управлением компании – цели;

$\Delta V^{sin}$  – дополнительная ценность за счёт синергии.

Ожидание синергетических выгод позволяет компаниям нести расходы, связанные с процессом поглощения, и при этом выплачивать акционерам компании-цели премию за их акции. Синергия может обеспечить объединенной компании положительную чистую ценность поглощения:

$$NPV^{Acq} = [V^{AB} - (V^A + V^B)] - (P + C),$$

где  $V^{AB}$  — ценность компании-цели «как есть»;

$V^A$  — ценность приобретающей компании «как есть»;

$P$  — премия акционерам компании- цели;

$C$  - издержки приобретения.

Синергетический эффект должен существенно превышать премию и издержки приобретения. Кроме того, рост при помощи покупки другой компании должен давать

явные преимущества перед возможностью осуществить внутренние инвестиции для достижения тех же целей. Компромиссный выбор между альтернативами «внутреннего» и «внешнего» роста достижения стратегических целей роста компании может быть сделан после сравнения ценности этих альтернатив.

#### *Анализ изменения EPS приобретающей компании при слиянии*

При подготовке к сделке по слиянию с целевой компанией, кроме оценки возможных будущих синергетических эффектов и приращения ценности компании в долгосрочном периоде, важно оценить, как повлияет слияние на прибыльность акций компании.

Динамика EPS является одним из важных индикаторов, на которые обращают внимание инвесторы. В результате слияния компаний посредством обмена акциями может возникать эффект «стартового запуска» то есть роста EPS, или наоборот, «разводнения акций» — снижения EPS.

Эти эффекты зависят от соотношения мультипликаторов компаний в момент сделки и от соотношения величины прибыли сливающихся компаний.

#### *Основные выводы:*

1. Стратегическое решение определяет выбор стратегической позиции компании, новую основную траекторию развития, изменение ее производительного потенциала и оказывает долгосрочное влияние на ее будущие денежные потоки. Поэтому обоснованный выбор и реализация выгодной стратегической позиции оказывают существенное влияние на прирост ценности организации.

2. Для принятия обоснованного стратегического решения принципиально важно взвешивание ценности рассматриваемых стратегических альтернатив, а значит, и использование инструментов, позволяющих адекватно измерять ценность.

3. Управление ценностью компании по модели DCF подразделяется на управление источниками ценности со стороны активов (ростом денежного потока путем инвестиционных и операционных решений) и управление ценностью со стороны обязательств и собственного капитала (посредством финансовых решений).

Управление ростом денежного потока опирается на три основных рычага:

- управление денежным потоком от имеющихся в наличии активов;
- увеличение темпа роста денежного потока за счет новых инвестиций;
- увеличение периода высоких темпов роста денежного потока.

4. Ценность компании, рассчитанная на основе моделей остаточных доходов, состоит из двух частей: величины имеющегося на дату оценки капитала в балансовой оценке плюс дисконтированной ценности остаточной прибыли. Под остаточной прибылью (residual income — RI) понимается бухгалтерская прибыль организации за вычетом платы за капитал. В моделях, основанных на остаточных доходах, дисконтированный поток остаточной прибыли называется добавленной рыночной ценностью (market value added — MVA).

5. Выбор моделей оценки или их комбинаций для целей VBM зависит от условий и задач:

- уровня принимаемых решений — стратегического или оперативного;
- стадии развития отрасли и компании (зарождение, рост, стабилизация, стагнация).

6. В фазе роста основная модель в управлении ценностью – модель DCF, в сочетании оценкой реальных опционов, так как основу ценности компании составляет потенциал будущих инвестиций. Для оперативного управления ценностью компании могут применяться модели на основе остаточных доходов, но все-таки более предпочтительной является модель DCF, так как стремление увеличивать годовую остаточную прибыль может приводить к недоиспользованию потенциала роста. В фазе стабилизации, которая характеризуется стабилизацией и операционного и инвестиционного режимов, и основная задача которых состоит в минимизации издержек, более подходят модели оценки на основе остаточных доходов.

7. Для выработки эффективной стратегии необходим алгоритм, в котором увязаны в единое целое решаемые последовательно вопросы: целеполагание, стратегическая диагностика факторов ценности компании, выявление стратегических альтернатив, их оценка и финансовое моделирование, а также мониторинг ценности в процессе реализации стратегии.

8. Диагностика ценности компании состоит из двух частей. Первая часть предназначена для получения целостной картины финансово-экономической истории компании. Она включает анализ ее финансовых результатов, рыночных сил и конкурентных позиций. Вторая часть посвящена анализу будущего фирмы и включает оценку перспектив рынка и позиций компании, построение ключевых допущений и финансовых ориентиров на прогнозируемый период, исходя из предположения о сохранении существующей стратегии, системы менеджмента и структуры капитала. Конечной задачей стратегической диагностики ценности являются системные выводы о способности организации генерировать ценность при сложившейся структуре и динамике внешней и внутренней среды, состоянии основных движущих сил и ограничений роста ценности компании.

9. Любые стратегические решения могут быть реализованы по трем направлениям:

- усиление основных направлений деятельности;
- диверсификация деятельности;
- отказ от направлений деятельности (продажа), не связанных с ключевыми компетенциями компании.

Каждая из альтернатив может реализовываться как средствами внутреннего роста (internal growth), за счет внутренних инвестиций, так и методами внешнего роста (external growth) — посредством слияний и поглощений.

10. Внутренний рост — более стабильный и менее рискованный путь развития. Внешний рост экономит время и позволяет достичь больших финансовых результатов, чем при внутреннем росте, за более короткий период. И именно поэтому 80% мировых корпораций выбирают внешний рост, а значит, покупают.

11. Основным мотивом приобретения выступает ожидание ценностно-стоимостного разрыва, когда ценность приобретаемого актива превосходит все издержки приобретения, куда включаются не только прямые расходы на приобретение, но и альтернативная стоимость, т.е. ценность других альтернативных вариантов решения стратегических задач компании.

## **Х. ФОНДЫ ОЦЕНОЧНЫХ СРЕДСТВ**

Фонды оценочных средств представлены в приложении.