

- ред. от 01.10.2013 г.).
3. Налоговый кодекс Российской Федерации. (часть вторая) от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ (в ред. от 01.10.2013 г.)
 4. Федеральный закон РФ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г., № 208-ФЗ ((в ред. от 01.09.2013).
 5. Федеральный закон РФ «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 г., № 14-ФЗ (в ред. от 02.01.2013 г.).
 6. Федеральный закон РФ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» от 14.11.2002 г., № 161-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями).
 7. Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 06.12.2011 г. № 402-ФЗ (с учетом изменений от 23.07.2013г.).
 8. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ (в ред. от 12.12.2011 г. № 427-ФЗ).
 9. Приказ Минфина РФ от 28.08. 2014 г. № 84н «Об утверждении порядка определения стоимости чистых активов»
 10. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 16.10.2002 г., № 127-ФЗ(с последующими изменениями и дополнениями).
 11. Методические рекомендации по реформе предприятий (организаций).Приказ Минэкономики РФ от 01.10.1997г., №118.
 12. Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций. Утверждено приказом Федеральной службы по финансовому оздоровлению и банкротству от 23.01. 2001 г.
 13. Положение по бухгалтерскому учету «Доходы организации», ПБУ 9/99. Приказ Минфина России от 06.05.1999 г. № 32н (с последующими изменениями и дополнениями).

Рекомендуемая литература

а) основная

1. Корпоративные финансы [Электронный ресурс]: учеб. для обуч. по программам высшего образ. напр. подгот. 38.03.01 "Экономика" (квалиф. (степень) "бакалавр") / под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой; Финуниверситет— Москва: Кнорус, 2016.— Режим доступа: <https://www.book.ru/book/918538>.
2. Корпоративные финансы[Электронный ресурс]: учеб. для студентоввузов, обуч. по напр. подгот. «Экономика» (квалиф. (степень) «бакалавр») / под ред. Е.И. Шохина; Финуниверситет.— Москва: Кнорус, 2016.— Режим доступа: <https://www.book.ru/book/919191>.
3. Финансовый менеджмент. Учебник. Коллектив авторов. Под редакцией Е.И. Шохина. — М.: Кнорус, 2012.

б) дополнительная

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов Перевод с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.
2. Ковалев В.В. Корпоративные финансы и учет. Понятия, алгоритмы, показатели: учеб. пособие / В.В. Ковалев, Вит. В. Ковалев.— 2-е изд., перераб. и доп. — Москва: Проспект, 2013.
3. Корпоративные финансы: Руководство к изучению курса: учеб. пособие для студентов вузов, обуч. по напр. подготовки "Экономика" / отв. ред. И.В. Ивашковская; ГУ ВШЭ.— 2-е изд. — Москва: ГУ ВШЭ, 2008.
4. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник / И.Я. Лукасевич; — 3-е изд., испр. — Москва: Национальное образование, 2012 [2013].
5. Незамайкин В. Н. Финансовый менеджмент: учеб. для бакалавров / В. Н. Незамайкин, И. Л. Юрзинова; Финуниверситет — Москва: Юрайт, 2014.
6. Самылин А.И. Корпоративные финансы. Учебник для вузов. — М.:Инфра-М, 2014.

**Перечень ресурсов информационно-телекоммуникационной сети Интернет,
необходимых для освоения дисциплины.**

1. www.cbr.ru – официальный сайт Банка России.
2. www.gks.ru – официальный сайт Федеральной службы государственной статистики (Росстата).
3. www.minfin.ru - официальный сайт Министерства финансов РФ.
4. www.cfin.ru — Корпоративный менеджмент, журнал
5. www.finman.ru — Финансовый менеджмент, журнал
6. www.gaap.ru — Теория и практика финансового и управленческого учета
7. www.consultant.ru — Справочно-правовая система «Консультант Плюс»
8. www.garant.ru — Справочная правовая система «Гарант»
9. База данных Bloomberg Professional.
10. [Система Профессионального Анализа Рынка и Компаний \(СПАРК\)](#).
11. Электронная библиотека Финансового университета (ЭБ)
<http://elib.fa.ru/>(<http://library.fa.ru/files/elibfa.pdf>)
12. Электронно-библиотечная система BOOK.RU <http://www.book.ru>
13. Электронно-библиотечная система «Университетская библиотека ОНЛАЙН»
<http://biblioclub.ru/>
14. Электронно-библиотечная система Znaniy <http://www.znaniy.com>
15. Электронно-библиотечная система издательства «ЮРАЙТ» <https://www.biblio-online.ru/>
16. Научная электронная библиотека eLibrary.ru <http://elibrary.ru>

Тематика дисциплины «Корпоративные финансы»

Основные направления тематики дисциплины:

Тема 1. Сущность и организация корпоративных финансов в современных условиях.

Тема 2. Стоимость и стратегии роста бизнеса.

Тема 3. Финансовые инструменты рынка капитала.

Тема 4. Финансовые риски корпорации

Тема 5. Теория портфеля и модели ценообразования активов.

Тема 6. Методы оценки инвестиционных решений.

Тема 7. Анализ рисков инвестиционных проектов.

Тема 8. Финансирование деятельности корпораций.

Тема 9. Управление структурой капитала.

Тема 10. Дивидендная политика корпорации.

Тема 11. Реструктуризация корпораций.

Тема 12. Транснациональные корпорации на мировом финансовом рынке.

Тема 1. Сущность и организация корпоративных финансов в современных условиях

Основные вопросы темы:

1. Эволюция финансовой науки и место корпоративных финансов.
2. Фундаментальные и прикладные финансы, основы задач финансовых служб корпораций, концепции ориентации бизнеса, подходы к управлению финансами.
3. Концепции сущности финансов, сущность и формы проявлений корпоративных финансов.
4. Понятие ценности (стоимости) и ее роль в управлении бизнесом.
5. Корпорация и рынок капитала: состав базовых компонентов корпорации, финансовая структура управления, структура финансового рынка и рынок капитала.
6. Эволюция корпоративных финансов: характеристика базовых концепций и моделей современной теории корпоративных финансов.
7. Сущность управления финансами и денежным оборотом, система управления, состав финансовых механизмов.
8. Основные принципы организации финансовой работы и эффективного управления корпоративными финансами.

Эволюция финансовой науки и место корпоративных финансов

- Учение о деньгах, кредите, капитале
- Учение о налогах и государственных финансах
- Учение о финансах частных предприятий
- Учение о финансовой политике, корпоративных финансах и управлении финансами

Фундаментальные и прикладные финансы

Практика финансов
и финансового
управления

Теория финансов
и финансового
управления

Прикладные финансы

Выбор подходов – методик – специфика
проявления финансов

Фундаментальные финансы

Теория - методология - методика

Практические формы проявления
с учетом технико-экономических
особенностей конкретного бизнеса

Практическое проявление принципов

Практическое проявление
закономерностей и стандартов принятия
финансовых решений

Выбор управленческих подходов,
т.е. практических способов решения задач

Выбор и применение моделей и методик,
т.е. практических способов расчета

Теория категорий

Принципы организации

Закономерности процессов

Управленческие подходы

Научно-обоснованные модели и
методики

Концепции и определения сущности финансов

Распределительная, воспроизводственная, денежная (стоимостная). В рамках распределительной и воспроизводственной – узкое и широкое понимание финансов.

1. Финансы компаний - совокупность экономических отношений, возникающих в процессе производства, распределения и использования валового внутреннего продукта, национального дохода, национального богатства, и связанных с образованием, распределением и использованием валового дохода, денежных накоплений и финансовых ресурсов. Эти отношения, определяющие сущность данной категории, опосредованы в денежной форме.
2. Финансы компаний представляют собой превращенную форму существования части реальных денежных потоков в хозяйстве, связанных с доходами и расходами.
3. Финансы компаний представляют собой совокупность опосредованных в денежной форме отношений, отражающих специфическую часть денежного оборота, связанную с движением стоимости в процессе создания, распределения и использования валового внутреннего продукта и национального богатства.

Корпоративные финансы - совокупность экономических отношений, принципов и методов, возникающих в процессе формирования, распределения и использования финансовых ресурсов компаний. (Самылин А.И.)

Практические формы проявления КФ – стоимость, деньги, денежные потоки, капитал, цена, финансовая и инвестиционная политика, финансы – налоги, прибыль, дивиденды и т.п.

Объект КФ – образование и использование капитала, цена источников его формирования, денежные фонды, доходы и расходы, составляющие денежный оборот, активы и пассивы компаний применительно к конкретным условиям, видам деятельности и организационно-правовым формам экономических субъектов.

Предмет КФ финансово-экономические отношения, возникающие в процессе управления

Понятие ценности (стоимости), ее роль в управлении бизнесом.

Принципиальные положения

Центр корпоративных финансов – стоимость, т.е. что и сколько стоит, стоимостная ориентация процесса управления капиталом, источниками, расходами.

В корпоративных финансах мы учим стоимостные концепции и стоимостные модели как инструменты управления денежным оборотом, как меньше отдать по стоимости затрат, издержек и больше получить в виде прироста стоимости бизнеса, компании, текущего финансового результата, эффективности сделки.

Формы проявления стратегических финансов в своей основе стоимостные. Стоимость выступает в денежной оценке, ее изменение устанавливается по избранным объектам управления. Проявляется в процессе управления в документарной и бездокументарной формах, используемых финансовых инструментов рынка и управления компаниями (векселя, депозитные сертификаты, закладные, облигации, акции, варранты, депозитарные расписки, фьючерсы, опционы, свопы и др.)

Корпоративные финансы в процессе финансового управления проявляются не только в стоимостной форме, но и не могут уйти от форм проявления финансов в виде капитала, прибыли, амортизации, налогов, финансирования, дивидендов и т.п.

Проблема стоимости в корпоративных финансах состоит на наш взгляд в том, что:

Стоимость не финансовая, а экономическая категория, стоимость в корпоративных финансах нередко отождествляется с ценой.

Стоимость создается живым и овеществленным (прошлым) трудом.

Ценность и стоимость не тождественны. Земля например не имеет стоимости, а имеет лишь денежную (продажную) оценку. Воздух обладает ценностью, но не имеет ни стоимостной ни денежной оценки. Сжатый воздух в емкостях, напротив имеет и стоимость, и цену как денежное выражение текущих затрат овеществленного и живого труда.

Стоимость не всегда есть вновь созданная стоимость, а зачастую выступает оценочной. Стоимость нередко выступает и конъюнктурной в смысле производности от волатильности рынка.

Состав и структура основных компонентов корпорации

Корпорация представляет собой образование системного характера, обладающее сложной структурой, имеющей множество «срезов».

1. Организационно-правовая структура в виде упорядоченной совокупности входящих в объединение юридических лиц, обладающих определенным статусом и организационно-правовой формой).
2. Экономическая система. Состав и структура как набор подразделений по видам производственной, коммерческой, исследовательской, инфраструктурной и иной деятельности, а также как система функционально и иерархически связанных управленческих подразделений и должностей.
3. Бизнес-структура (множество взаимоувязанных бизнес-единиц и бизнес-процессов).
4. Структура имущественного комплекса (распределение собственности на корпоративные активы).
5. Финансовая структура (капитала, инвестиций, инвесторов, кредиторов, заемщиков и пр.).
6. Социальная структура (кадровая, межличностных отношений).

Принципы организации эффективного управления корпоративными финансами

Обеспечение финансовой устойчивости

Платежеспособность компании

Ликвидность компании

Максимизация финансового результата и стоимости компании на основе текущих и инвестиционных возможностей

Минимизация рисков и финансовых потерь

Обеспечение достаточности финансовых ресурсов

Наличие системы управления денежным оборотом и финансами

Структура финансового рынка и место рынка капитала

В составе финансового рынка обычно выделяют отдельные сегменты:

1. рынок находящихся в обращении и выполняющих идентичные функции краткосрочных платежных средств (чеков, векселей, аккредитивов, коносаментов и пр.) — денежный рынок;
2. рынок ссудного капитала, т. е. кратко- и долгосрочных банковских кредитов;
3. рынок ценных бумаг — фондовый рынок.

Последний является собственно финансовым рынком в более узком его понимании. Поэтому финансовый рынок представляет собой совокупность финансовых институтов, направляющих поток денежных средств от владельцев (инвесторов) к заемщикам (эмитентам) с помощью финансовых инструментов — эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

Часто финансовый рынок подразделяют на два сегмента — денежный рынок и рынок капитала. На денежном рынке продают и покупают краткосрочные ценные бумаги (со сроком погашения до одного года).

На рынке капитала заключают сделки с долгосрочными ценными бумагами со сроком обращения свыше одного года (акциями и корпоративными облигациями).

Рынок капитала подразделяют на первичный и вторичный. На первичном рынке предлагают новые выпуски эмиссионных ценных бумаг. Вторичный рынок — механизм купли-продажи ранее размещенных ценных бумаг с целью извлечения экономической выгоды (дохода в форме дивидендов, процентов и прироста курсовой стоимости).

Теория корпоративных финансов состоит из совокупности взглядов и трактовок зарубежных ученых, представленных в существующих и в разной литературе именуемых: теориях корпоративных финансов + концепциях + моделях по поводу решения отдельных вопросов в рамках теорий и концепций.

Теория корпоративных финансов не содержит теории категорий, как таковых, в основном ограничивается методологическими вопросами (подходами), изучением финансовых инструментов, аналитического инструментария, попытками решения тех или иных задач управления корпоративными финансами (рост прибыли, рост благосостояния собственников, рост стоимости, достижение оптимизации и т.п.) через построение методик расчета, оценки, моделей.

Теория финансов, денег, кредита есть теория экономических категорий, основанная на фундаментальности объективного их существования, функционирования, обобщении практических форм проявлений категорий в финансово-экономической практике финансового управления.

Концепция - определенный способ понимания, трактовки предмета, явления, процесса; основная точка зрения на предмет или явление; руководящая идея для их систематического освещения

Модель – расчетно-статистический и математический способы формализации решения задач в области корпоративных финансов и финансового менеджмента. Иногда модели могут быть полезны.

Эволюция корпоративных финансов и новые явления.

Начало формирования неоклассической теории финансов было заложено в первой половине XX в. в работах Ф. Найта, И. Фишера, Дж. Уильямса и др. Среди них следует отметить формирование следующих концепций:

- стоимости денег (И. Фишер, 1930 г.);
- стоимости капитала и денежного потока (Дж. Уильямс, 1938 г.);
- взаимосвязи риска и доходности (Ф. Найт, 1921 г.)

Принято считать, что неоклассическая теория была в целом сформирована за период с 1952 по 1973 г. В этот период были сформированы следующие общепризнанные неоклассические теории финансов:

- теория формирования портфеля (Г. Маркович, 1952 г.);
- модель оценки капитальных активов – модель CAPM (У. Шарп, Дж. Литнер, и Ж. Моссин, 1964 г.);
- гипотеза информационной эффективности рынка капитала (Ю. Фама, 1965 г.);
- теория структуры капитала и теория иррелевантности дивидендов (Ф. Модильяни и М. Миллер, 1958-1961 гг.);
- теория ценообразования опционов (Ф. Блэк, М. Шолес и Р. Мертон, 1973 г.)

В основе неоклассической теории лежит представление о совершенном рынке капитала. Для совершенного рынка капитала характерны следующие постулаты: большое количество участников рынка, не способных влиять на рыночные цены; всем участникам обеспечен равный доступ на рынок; все участники рынка имеют одинаковые ожидания относительно будущего; на рынке отсутствуют: трансакционные издержки при совершении сделок купли-продажи финансовых инструментов; налоги; информационные издержки; риск банкротства для участников рынка и экономических субъектов, выпустивших в обращение финансовые инструменты.

Г. Маркович разработал теорию портфеля, до текущего момента являющуюся главным руководством для принятия инвестиционных решений.

Оптимальный портфель, по Г. Марковичу, не тот, что обеспечивает максимально возможную доходность, а тот, который обеспечивает минимально возможный риск при заданном уровне доходности. Такой подход к определению оптимального портфеля впервые позволил сформировать и формализовать один из широко применяемых сегодня методов снижения ценового риска — диверсификацию, позволяющую создать инвестиционный портфель с меньшим уровнем риска.

Дальнейшее развитие теории Г. Марковича было проведено Дж. Тобином, который сформировал теорию смешанного портфеля, включающего ценные бумаги с определенными и неопределенными денежными потоками.

Модель оценки финансовых активов CAPM была выведена У. Шарпом из модели Г. Марковича. Основная идея модели У. Шарпа состоит в оценке доходности рискованного финансового инструмента на основе доходности безрисковых финансовых инструментов (облигаций) и надбавки за риск неопределенности денежного потока оцениваемого инструмента. Надбавка за риск неопределенности формируется как произведение сверхдоходности рынка акций над рынком облигаций и бета-коэффициента оцениваемого инструмента.

Альтернативной CAPM моделью оценки стоимости финансовых инструментов с неопределенными денежными потоками является модель арбитражного ценообразования, позволяющая использовать любую возникающую на рынке возможность увеличить доходность своего портфеля без увеличения риска.

Применению данных моделей для решения практических задач инвестиционного типа способствовала выдвинутая в середине 20 века и продвигаемая по настоящее время Ю. Фамой гипотеза информационной эффективности рынка капитала. Под информационной эффективностью рынка капитала понимается его способность реагировать на различные группы информации путем изменения цен на финансовые активы. Под идеальной информационной эффективностью понимается такой рынок, который, обладая сильной степенью информационной эффективности, мгновенно отражает все группы информации в ценах на финансовые инструменты.

Дальнейшее развитие финансового рынка с появлением сложных финансовых инструментов - форвардов, фьючерсов, опционов и свопов вызвало необходимость разработки модели оценки стоимости денежных потоков с обусловленными денежными выплатами, которая была разработана в 1973 г. Ф. Блэком и М. Шолесом. В ней была предложена пятифакторная модель для определения цены опциона. Этими факторами являлись: спотовая стоимость базисного актива (акции), страйк (стоимость актива при его поставке по контракту), время до исполнения контракта, безрисковая процентная ставка и дисперсия доходности рыночной цены базисного актива.

Дальнейшее развитие теории корпоративных финансов связано с формированием нового направления в экономической теории — институционализма с учетом особенностей институциональной структуры общества. Необходимым условием принятия решений, согласно этой теории, является учет трансакционных издержек, норм, стандартов и правил, установленных конституционным, имущественным и контрактным правом, системой налогообложения, бухгалтерским учетом и др. В корпоративных финансах — это налоговое планирование, разработка учетной и финансовой политики, контрактное право, система расчетов и др.

автор труда «Природа фирмы» (1937 г.). Представителями неонституционалистской теории, в области финансов являются Р. Мертон, Э. Ло, Р. Шиллер и др.

Критерий экономии на трансакционных издержках впоследствии нашел применение при принятии решения о выборе оптимальной организационной формы предприятия и его финансовой структуры (создании холдингов, групп и других корпоративных структур).

Идея о влиянии общественных институтов на распределение информации на рынке и внутри компании нашла дальнейшее развитие в других основополагающих теориях корпоративных финансов — теории агентских отношений и теории асимметричной информации.

Основные положения теории агентских отношений были разработаны в трудах М. Джессинга и У. Меклинга в 1976 г. и Ю. Фамы в 1980 г. Они посвящены «учению форм и способов сглаживания конфликтов в интересах собственников. Для разрешения возникающих конфликтов используются механизмы, побуждающие менеджеров действовать в интересах акционеров и кредиторов: стимулы, ограничения, наказания.

Развитие неонституционалистской теории в направлении разработки механизмов стимулирования было инициировано нобелевским лауреатом Л. Гурвицем в 1973 г. Стимулами для менеджеров могут являться системы стимулирования на основе показателей эффективности и результативности деятельности организации в виде опционов на приобретение акций предприятия или в виде наградных пакетов акций.

Относительно новые явления в финансах и корпоративных финансах: формирование финансового результата не в стране нахождения компании; быстрое перемещение капитала; тенденция вытеснения не биржевых финансовых инструментов процессами секьюритизации долга; развитие финансовой инженерии, когда финансовый инструмент делается под конкретную сделку; появление новых финансов (поведение потребителей); развитие и изменение технологий осуществления финансовых операций, наличие и возможности

Наиболее позитивные базовые концепции корпоративных финансов

Концепция (от латинского *conceptio* – понимание, система) представляет собой определенный способ понимания. С помощью концепции или системы концепций выражается основная точка зрения на данное явление, задаются рамки, определяющие сущность и направления развития этого явления.

Основополагающими являются следующие:

- **Концепция денежного потока**, которая предполагает идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид; оценку факторов, определяющих величину его элементов; выбор ставки дисконтирования, позволяющей сопоставить элементы потока, полученные в разные периоды времени; оценку риска, связанного с этим потоком.
- **Концепция временной ценности денег** говорит о неравноценности денег во времени. Эта неравноценность определяется действием трех факторов: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы, возможностью вложить деньги и под проценты.
- **Концепция компромисса между риском и доходностью.** Связь между этими характеристиками прямо пропорциональная: чем выше требуемая или ожидаемая доходность, тем выше степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности. Возможна задача предельного характера: максимизация доходности или минимизация риска, однако чаще речь идет о достижении разумного сочетания соотношения между риском и доходностью. Категория риска используется в оценке инвестиционных проектов, формировании инвестиционного портфеля, выборе финансовых инструментов, принятии решений по структуре капитала и др.
- **Концепция стоимости капитала.** Обслуживание того или иного источника обходится предприятию неодинаково. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость: например, за банковский кредит необходимо платить проценты, за выпуск акций – выплачивать дивиденды и т. п. Количественная оценка стоимости капитала имеет важнейшее значение в анализе инвестиционных проектов и выборе альтернативных вариантов финансирования деятельности предприятия.

Наиболее позитивные базовые концепции корпоративных финансов (продолжение)

- **Концепция асимметричной информации.** Отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. В этом случае говорят о наличии асимметричной информации. Носителями такой информации чаще всего могут быть менеджеры и отдельные владельцы предприятия. Эта информация может использоваться ими различными способами.

Асимметричность информации способствует существованию рынка капитала, так как каждый потенциальный инвестор имеет собственное мнение по поводу соответствия цены и внутренней стоимости финансового инструмента.

- **Концепция агентских отношений.** По мере усложнения форм организации бизнеса данная концепция становится все актуальней. Большинству предприятий присущ разрыв между функцией владения и функцией управления и контроля.

Интересы владельцев предприятия и его управленческого персонала могут не совпадать (например, альтернативное решение – получение сиюминутной прибыли или получение большей прибыли в перспективе). Чтобы сгладить возможные противоречия между участниками группы, в частности, ограничить возможность нежелательных действий менеджеров, владельцы предприятия вынуждены нести так называемые агентские издержки. Их величина должна учитываться при принятии решений финансового характера.

- **Концепция альтернативных издержек.** Принятие любого решения финансового характера почти всегда связано с отказом от альтернативного варианта. Обычно решение принимается в результате сравнения альтернативных затрат, выражаемых в виде абсолютных или относительных показателей.

Концепция альтернативных затрат играет важную роль в оценке вариантов возможного вложения капитала, использования производственных мощностей, выбора политики кредитования покупателей и др.

Тема 2. Стоимость и стратегии роста бизнеса.

Основные вопросы темы:

1. Капитал и его стоимость.
2. Классификация видов и показателей стоимости.
3. Финансовая отчетность и денежные потоки как основа для определения стоимости компании.
4. Этапы, подходы и методы оценки стоимости бизнеса.
5. Управление стоимостью и ростом в системе стратегических целей корпорации.
6. Финансовое прогнозирование, стратегия и модели устойчивого роста корпорации.

Понятие стоимости капитала: стоимость заемного и собственного капитала.

Капитал (от лат. capitalis – главный, главное имущество, главная сумма) – совокупность товаров, имущества, активов, используемых для получения прибыли, богатства.

В более узком смысле слова это источник дохода в виде средств производства (физический капитал).

Под денежным капиталом понимают деньги, с помощью которых приобретается физический капитал.

Капитал - источник формирования имущества корпорации.

В основе своей представлен уставным, добавочным и резервным капиталом.

Зеркально отражается как размещение источников средств в виде внеоборотных и оборотных активов.

Состоит из собственного капитала и заемного капитала.

Стоимость капитала в зарубежной науке часто отождествляется с его ценой.

Основные понятия в сфере капитала организации

Капитал

- Экономическая и финансовая категория.
- Авансированная в денежный оборот стоимость.
- Самовозрастающая стоимость.
- Стоимость, приносящая прибавочную, добавленную стоимость.

Стоимость
капитала

- Характеризует размер или стоимостной объем капитала.
- Оценочная, учетно-расчетная величина капитала в стоимостном выражении.

Цена
капитала

- Отражает принцип платности (возвратности) денежного, финансового, кредитного и иного используемого или привлеченного ресурса, как источника средств.
- Определяется уровнем получаемой доходности за предоставление источника.

Структура
капитала

- Соотношение составных частей стоимости капитала: собственного и заемного (привлеченного) капитала.

Стоимость
фирмы

- Определяется стоимостью собственного капитала организации.

Определение средневзвешенной стоимости и структуры капитала:

текущая,
оптимальная,
целевая,
предельная.

Определенная:
по балансовой стоимости,
по рыночной стоимости.

Средневзвешенная цена капитала

Средневзвешенную цену капитала (WACC,%), как усредненную относительную величину затрат организации по использованию и привлечению источников, формирующих капитал, рассчитывают по формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^n K_i \cdot d_i$$

n – общее количество используемых источников финансирования;

i – порядковый номер источника;

K_i – цена i -го источника финансирования, %;

d_i – удельный вес i -го источника в структуре пассивов, коэффициент.

Для укрепления финансового состояния и повышения финансовой устойчивости организации необходимо чтобы норма чистой прибыли по капиталу была больше средневзвешенной цены капитала.

В этом случае организация получает больше, чем платит за капитал. В таких условиях можно принимать любые инвестиционные решения уровень рентабельности которых не ниже текущего показателя WACC, т.е. где $IRR > WACC$, где IRR – внутренняя норма доходности.

Предельная цена капитала и точка перелома

Предельная цена капитала - цена последней денежной единицы вновь привлеченного фирмой капитала. Она рассчитывается на основе прогнозной величины расходов, которые компания понесет при воспроизводстве целевой структуры капитала в условиях сложившейся конъюнктуры фондового рынка.

Предельная цена капитала увеличивается с ростом объемов привлеченных средств и изменений в структуре капитала фирмы.

Предельная цена капитала компании может оставаться неизменной, если увеличение капитала осуществляется главным образом за счет нераспределенной прибыли и при неизменной его структуре.

Существует определенная критическая точка, в которой взвешенная стоимость капитала будет увеличиваться при привлечении новых источников и изменении структуры капитала. Она называется точкой разрыва (перелома) нераспределенной прибыли и находится по формуле

$$X = P_n / K_s$$

P_n – нераспределенная прибыль, д.е.;

K_s – удельный вес (доля) собственного капитала, %.

Принципиальные основы определения цены источников формирования капитала организации

Инструменты получателя капитала	Цена источника получателя капитала (цена капитала получателя должна быть не меньше альтернативных издержек инвестора)
Акции	Дивидендная доходность владельца акций (инвестора), получающего плату за предоставленный капитал. Фиксированные дивидендные выплаты по привилегированным акциям.
Облигации	Купонная ставка (дисконт). При наличии льгот налоговый корректор на ставку налога на прибыль
Банковский кредит	Процентная ставка. При наличии льгот налоговый корректор на ставку налога на прибыль.
Бюджетные кредиты, банковские кредиты с субсидированием процентной ставки за счет бюджета	Льготная процентная ставка, ниже рыночной, зависит от отраслевой принадлежности предприятия
Краткосрочные коммерческие кредиты	Процентная ставка.
Выпуск собственных векселей	Процент (дисконт).
Кредиторская задолженность поставщикам и подрядчикам	-разница между фактической ценой оплаты и ценой, уплаченной при более ранних сроках оплаты; - штрафы, пени, неустойки; - рост курса иностранной валюты.
Кредиторская задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами	Пени за просрочку 1/300 ставки рефинансирования за каждый день просрочки. Пени на пени не начисляется.
Отсрочки, рассрочки по уплате налогов и сборов, налоговый кредит	Ниже ставки рефинансирования, зависит от оснований предоставления

Классификация видов стоимости.

В наиболее полной и детализированной трактовке по набору классификационных признаков классификация видов и показателей стоимости представлена дисциплинами, связанными с оценкой и управлением стоимостью предприятия (бизнеса).

Основные виды стоимости.

Стоимость (value) является не фактом, а мнением о ценности объекта в заданный момент времени в соответствии с выбранным видом (определением) стоимости.

При использовании термина стоимость в оценочной практике всегда нужно его специфицировать, например: рыночная, инвестиционная, ликвидационная.

Основные виды стоимости, используемые в теории и практике оценки, следующие:

- **Текущая стоимость** (Present Value - PV) или настоящая, современная - представляет собой сумму, в которую превратятся будущие денежные суммы (FV), приведенные с учетом определенной ставки процента (дисконтной ставки) к начальному периоду времени.
- **Добавленная стоимость** (value added) – расчетные величины прироста стоимости в разных методиках исчисления показателя. Представляет собой часть вновь созданной стоимости, часть стоимости товара, работы, услуги.

Классификация видов стоимости (продолжение 1)

- справедливая **Рыночная стоимость** (Fair Market Value) — наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства .
- рыночная **Капитализация** (Market Capitalization of Equity) — произведение цены публично торгуемой акции на число выпущенных акций.
- **Инвестиционная стоимость** (Investment Value) — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.
- **Внутренняя, или фундаментальная, стоимость** (Intrinsic, Fundamental Value) — стоимость, которую инвестор на основе оценки или доступных фактов рассматривает как «истинную» стоимость и которая станет рыночной стоимостью, когда остальные инвесторы придут к такому же заключению .
- **Ликвидационная стоимость** (Liquidation Value) — чистая сумма денег, которая может быть получена, если бизнес прекратит работу, и его активы будут проданы по частям. Ликвидация может быть планомерной и принужденной.

Классификация видов стоимости (продолжение 2)

- **Стоимость замещения** объекта оценки (Replacement Cost) — сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа объекта оценки.
- **Стоимость воспроизводства** объекта оценки (Reproduction Cost) — сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки.
- **Балансовая стоимость** (Net Book Value) — разница между чистыми активами и обязательствами компании по балансу.

Постпрогнозная стоимость - конечная стоимость, терминальная стоимость, стоимость на конец прогнозного периода.

Расчет конечной стоимости в соответствии с моделью Гордона:

$$V_{(term)} = CF_{(t+1)} : (K-g)$$

где:

$V_{(term)}$ — стоимость в постпрогнозный период

$CF_{(t+1)}$ — денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

K — ставка дисконта;

g — долгосрочные темпы роста денежного потока.

Ключевые показатели результативности финансовой стратегии компании

EBIT (Earnings Before Interest & Tax)

Показатель операционной прибыли до вычета налогов и процентов – финансово-аналитический показатель формы 2 (Отчёт о финансовых результатах). Данный показатель еще называется **операционной прибылью** и используется при расчете некоторых коэффициентов финансовой эффективности.

EBIT = Выручка – Себестоимость – Коммерческие и управленческие расходы

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

Операционная прибыль до уплаты налогов, расходов на амортизацию и процентов по кредитам – финансово-аналитический показатель, который отражает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала (процентов, которые выплачиваются по заемным средствам), налоговых ставок и амортизации.

EBITDA = Прибыль (убыток) до налогообложения + (Проценты к уплате + Амортизация основных средств и нематериальных активов)

NOPAT (Net Operating Profit After Tax)

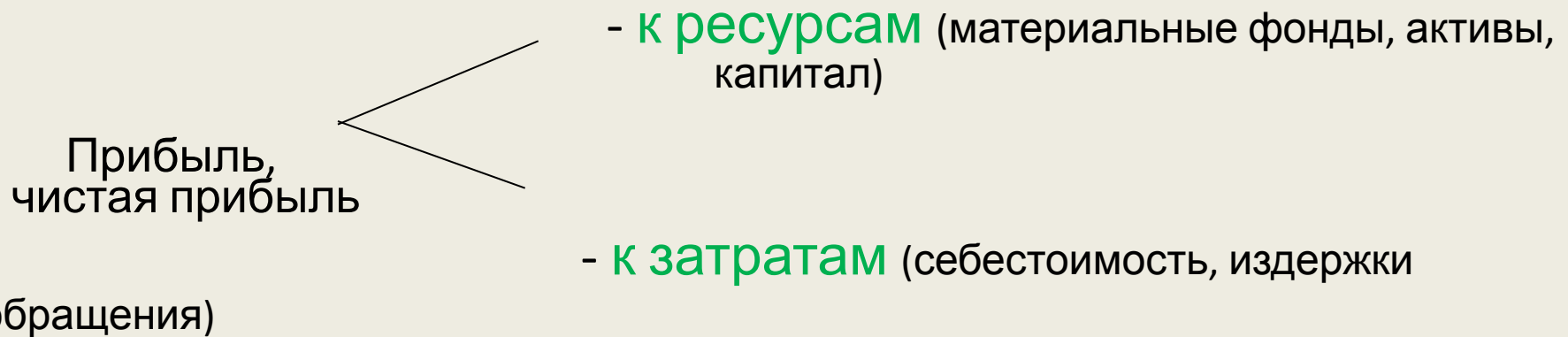
Чистая операционная прибыль после налогов (NOPAT) – посленалоговая операционная прибыль без учета начисленных процентов по кредитам и полученным займам. При ее расчете учитываются все доходы и расходы предприятия, отраженные в отчете о прибылях и убытках, в том числе налог на прибыль. Для определения NOPAT к чистой прибыли отчетного периода необходимо прибавить проценты к уплате.

NOPAT = EBIT x (1 – налоговая ставка)

Чистая прибыль (NOPAT) = Прибыль до выплаты налога – Налог на прибыль (до вычета процентов за пользование заемным капиталом)

Рентабельность и доходность как ключевые и целевые показатели управления, оценки эффективности и контроля

Рентабельность как синтетический, оценочный показатель эффективности бизнеса



Принципиальная основа исчисления доходности вложения денежных средств в ценную бумагу:

$$Д = \frac{(Пра - Пка)}{(Пка * Пппр)} * 365 * 100$$

Рентабельность, как аналитический показатель в системе расчетов по управлению корпоративными финансами *

1. *Рентабельность продукции* — $ROM = \Pi / \text{Полная себестоимость} * 100$
2. *Рентабельность основных средств* — $ROFA = \Pi / \text{Основные средства} * 100$
3. *Рентабельность производства = Прибыль / Среднегодовая стоимость основных производственных фондов и материальных оборотных средств*
4. *Рентабельность продаж (Margin on sales, Return on sales) - ROS* = $\Pi / \text{Выручка} * 100$
5. *Рентабельность персонала* — $ROL = \Pi / \text{Среднесписочная численность персонала} * 100$
6. *Коэффициент базовой прибыльности активов (Basic earning power)* — отношение прибыли до уплаты налогов и процентов к получению к суммарной величине активов.
 $BER = EBIT / \text{Активы} * 100$
7. *Рентабельность активов - ROA* — отношение чистой прибыли, чистой прибыли до выплаты процентов или операционной прибыли к среднегодовой величине всех активов предприятия. Чаще всего для вычисления рентабельности активов используется чистая прибыль и чистая прибыль до выплаты процентов, а не операционная прибыль.
 $ROA = \text{Чистая прибыль} / \text{Активы} * 100$
8. *Рентабельность собственного капитала - ROE* — отношение чистой прибыли к среднему за период размеру собственного капитала.
 $ROE = \text{Чистая прибыль} / \text{Собственный капитал} * 100$
9. *Рентабельность инвестированного, перманентного капитала - ROIC* — отношение чистой операционной прибыли к среднему за период собственному и долгосрочному заёмному капиталу.
 $ROIC = EBIT * (1 - T) / \text{Инвестированный капитал} * 100$. В частном случае, при использовании в качестве инвестированного капитала заемных средств $ROIC = (EBIT * (1 - T) — \text{сумма \% по заёмному капиталу}) / (\text{собственный капитал} + \text{заемный капитал})$
10. *Рентабельность примененного капитала - ROCE* - отношение чистой прибыли к среднему за год значению вовлеченного в бизнес капитала.
11. *Рентабельность суммарных активов — ROTA* = $EBIT / \text{Активы}$
12. *Рентабельность активов бизнеса (ROVA)* - отношение операционной прибыли к среднегодовой величине необоротных активов и требований к оборотному капиталу. = $EBIT /$

Ключевые показатели результативности финансовой стратегии компании

EBIT (Earnings Before Interest & Tax)

Показатель операционной прибыли до вычета налогов и процентов – финансово-аналитический показатель формы 2 (Отчёт о финансовых результатах). Данный показатель еще называется **операционной прибылью** и используется при расчете некоторых коэффициентов финансовой эффективности.

EBIT = Выручка – Себестоимость – Коммерческие и управленческие расходы

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

Операционная прибыль до уплаты налогов, расходов на амортизацию и процентов по кредитам – финансово-аналитический показатель, который отражает финансовый результат компании, исключая влияние эффекта структуры капитала (процентов, которые выплачиваются по заемным средствам), налоговых ставок и амортизации.

EBITDA = Прибыль (убыток) до налогообложения + (Проценты к уплате + Амортизация основных средств и нематериальных активов)

NOPAT (Net Operating Profit After Tax)

Чистая операционная прибыль после налогов (NOPAT) – посленалоговая операционная прибыль без учета начисленных процентов по кредитам и полученным займам. При ее расчете учитываются все доходы и расходы предприятия, отраженные в отчете о прибылях и убытках, в том числе налог на прибыль. Для определения NOPAT к чистой прибыли отчетного периода необходимо прибавить проценты к уплате.

NOPAT = EBIT x (1 – налоговая ставка)

Чистая прибыль (NOPAT) = Прибыль до выплаты налога – Налог на прибыль (до вычета процентов за пользование заемным капиталом)

Ключевые показатели денежных потоков и результативности финансовой стратегии компании

FFO – денежный поток от операционной деятельности: Прибыль до вычета налогов + процентные расходы + амортизация (EBITDA) – процентные расходы – налог на прибыль

IC – инвестиционный капитал, первоначальные затраты: Капитал и резервы + долгосрочные займы

FCF – свободный денежный поток (денежные средства, которыми располагает компания после финансирования всех инвестиций, которые она считает целесообразным осуществить; рассчитывается как чистая прибыль от основной деятельности плюс амортизация, минус дивиденды и минус валовые инвестиции).

$$\text{FCF} = \text{FFO} - \text{IC}$$

Баланс как источник информации

Бухгалтерский баланс – главный, сводный, отчетный, бухгалтерский документ, фиксирующий сальдовые итоги по регистрам синтетических счетов на определенную дату.

Актив	На конец года	Пассив	На конец года
Внеоборотные активы	119	Капитал и резервы	
Оборотные активы:		(собственный капитал)	116
запасы	47	Долгосрочные обязательства	120
дебиторская задолженность	91		
денежные средства	67	Краткосрочные обязательства	138
прочие	50		
Баланс	374	Баланс	374

Элементы отчетности: активы, собственный капитал, обязательства, доходы, расходы, прибыли и убытки.

Модификации баланса и финансовой отчетности, состав ее форм.

Бухгалтерский баланс ф.1

В МСФО - есть

Модификации:

- Агрегированный (аналитический) баланс

В МСФО - есть

Приведен в предыдущем слайде, состоит из 5 разделов

- Внутренний (реальный) бухгалтерский баланс

За рубежом есть

Финансовая отчетность

Модификации:

- Консолидированная

В МСФО - есть

- Сводная

В МСФО - есть

- Сегментарная

В МСФО - есть

Помимо баланса в составе форм финансовой отчетности согласно РСБУ :

Отчет о финансовых результатах ф.2

В МСФО - есть

Отчет об изменениях капитала ф.3

В МСФО - Отчет о движении капитала

Отчет о движении денежных средств ф.4

В МСФО - есть

Приложение к бухгалтерскому балансу ф.5

В МСФО - нет

Отчет о целевом использовании

полученных средств ф.6

В МСФО - нет

Пояснительная записка

Учетная политика и пояснительная записка

Аудиторское заключение

при обязательном аудите

В МСФО – нет

Стандарты раскрытия корпоративной информации различаются.

Финансовое состояние предприятия, фирмы, компании

(принципиальные положения)

1. Состояние финансов это степень эффективности их функционирования.
2. Она проявляется в финансовой устойчивости, неустойчивости, кризисности финансов, которые выступают частными и результатными случаями состояния финансов на конкретном предприятии.
3. Финансовое состояние определяется не только наличием денежных средств и денежными потоками.
4. Финансовое состояние и финансовая устойчивость – понятия относительные и формируются под влиянием динамики фундаментальных соотношений (связок).
5. В области реально-практических финансов в качестве таких связок выступают: доходы и поступления денежных средств – расходы и отчисления денежных средств; денежные средства – прибыль; источники финансовых ресурсов – оборотные средства; финансовый результат – состояние оборотных средств; прибыль – инвестиции; прибыль – долги к получению; денежные средства – долги к уплате; убытки – резервы; кредиты – прибыль и др.
6. Научно-практическая задача состоит в том, чтобы финансовое состояние и финансовую устойчивость определять по финансам. Анализ данных отчетности отражает превращенную долю финансов в отчетных показателях.

Платежеспособность, кредитоспособность и ликвидность (принципиальные положения)

1. Финансовое состояние зависит не от финансовой устойчивости, а от платежеспособности, кредитоспособности и ликвидности предприятия, фирмы, компании.

2. Уровень финансового состояния задается названными формами проявления финансового состояния.

3. Платежеспособность и кредитоспособность – внешнее проявление финансового состояния.

4. Сфера платежеспособности предприятия – шире сферы его кредитоспособности. Платежеспособность проявляется в осуществлении денежных расходов по всему спектру финансируемых расходов и платежей. Кредитоспособность, как способность платить по долгам, характеризует денежные расходы на покрытие долговых обязательств.

5. Платежеспособность и кредитоспособность связаны с финансированием.

6. Платежеспособность и кредитоспособность фокусируются в ликвидности, одновременно выступают результатом общей ликвидности финансово- хозяйственной деятельности предприятия, фирмы, компании.

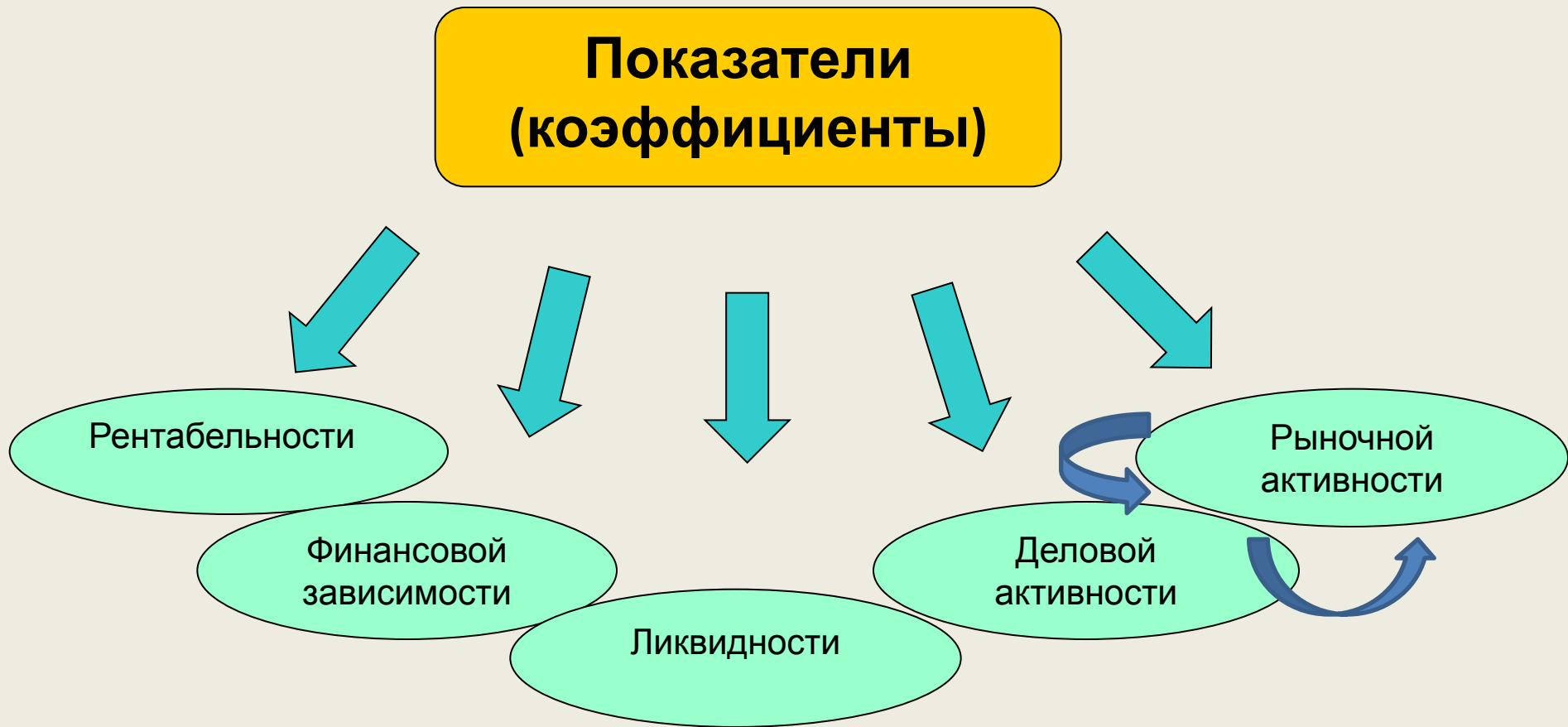
7. Платежеспособность – текущая и перспективная возможность покрытия потребностей в осуществлении расходов и платежей.

8. Ликвидность предприятия – способность погасить свои краткосрочные обязательства, реализуя текущие активы.

9. Центр финансового понимания ликвидности – прибыль.

10. Платежеспособность, кредитоспособность и ликвидность – 1) платежеспособность, 2) кредитоспособность, 3) ликвидность.

Типы финансовых коэффициентов для оценки текущего финансового состояния предприятия, фирмы, компании



Наиболее распространенные финансовые показатели

Ниже приведен список финансовых показателей, наиболее часто применяемых в финансовом анализе. Эти показатели разделены на пять групп, отражающих различные стороны финансового состояния предприятия:

- **Коэффициенты рентабельности**
- **Коэффициенты ликвидности**
- **Показатели структуры капитала (коэффициенты устойчивости)**
- **Коэффициенты деловой активности**
- **Инвестиционные критерии**

Для некоторых показателей приводятся, также, рекомендуемые диапазоны значений. В качестве таких диапазонов взяты значения, наиболее часто упоминаемые российскими экспертами. Следует, однако, помнить, что допустимые значения показателей могут существенно отличаться не только для разных отраслей, но и для разных предприятий одной отрасли и полную картину финансового состояния компании можно получить только анализируя всю совокупность финансовых показателей с учетом особенностей ее деятельности. Поэтому, **приведенные значения показателей носят чисто информационный характер и не могут быть использованы как руководство к действию.** Если значения показателей отличаются от рекомендованных, то желательно выяснить причину таких отклонений.

Управление стоимостью и ростом в системе стратегических целей корпорации

Value-Based Management – VBM

Value-Based Management (или - управление, нацеленное на создание стоимости) – концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости.

Из всего множества альтернативных целевых функций в рамках концепции VBM выбирается **максимизация стоимости** компании.

Стоимость же компании определяется ее дисконтированными будущими денежными потоками, и новая стоимость создается лишь тогда, когда компании получают такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала.

Измерители стоимости компании и факторы ее определяющие

Для управления стоимостью компании необходимо уметь это измерять. Применительно к VBM это означает, что необходим инструмент, позволяющий оценить отдачу от инвестированного в компанию капитала.

Основные факторы, влияющие на стоимость компании, которые обязательно должны учитываться в показателе, отражающем создание стоимости – затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые существующими активами (при этом доход может выражаться в различных формах: прибыль, денежный поток и т.д.).

В 80-х – 90-х годах появился целый ряд показателей (на основе некоторых из них в дальнейшем возникли даже системы управления: например, EVA и EVA-based management), отражающих процесс создания стоимости. Наиболее известные из них – **EVA, MVA, SVA, CVA и CFROI**.

Market Value Added (MVA)

По-видимому, MVA - самый очевидный критерий создания стоимости, рассматривающий в качестве последней рыночную капитализацию и рыночную стоимость долгов компании.

MVA рассчитывается как разница между рыночной оценкой капитала и первоначально инвестированным в компанию капиталом:

MVA = Рыночная стоимость долга + рыночная капитализация – совокупный капитал

Economic Value Added (EVA)

Показатель EVA является самым известным и распространенным. Причина этого - показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных подразделений. EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении.

$$EVA = NOPAT - K_w * C$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов (Net Operating Profits After Taxes);

K_w – средневзвешенная цена капитала (WACC);

C – стоимостная оценка инвестированного (вовлеченного в бизнес) капитала.

Shareholder Value Added (SVA)

SVA – это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного капитала.

Для определения SVA необходимо определить рыночную стоимость акционерного капитала. Для этого используются широко известные методы оценки стоимости компании путем дисконтирования денежных потоков.

SVA = расчетная стоимость акционерного капитала – балансовая стоимость акционерного капитала

Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Одним из недостатков показателя EVA, является игнорирование денежных потоков. Данный недостаток устраняется при расчете показателя CFROI:

CFROI = Скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах / скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах

Cash Value Added (CVA)

Часто данный показатель также называют Residual Cash Flow (RCF). Существует мнение, что в последнее время все большее число специалистов отдают предпочтение именно данному критерию создания стоимости, т.к.:

в качестве отдачи от инвестированного капитала используется потоковый показатель – денежные потоки (cash flows);

в явном виде, в отличие от показателя CFROI, учитываются затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников, т.е. средневзвешенная цена капитала.

В основе данного показателя лежит концепция остаточного дохода (residual income) и формула его расчета имеет следующий вид:

$$\text{RCF} = \text{AOCF} - \text{WACC} * \text{TA}$$

где:

AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток;

WACC – средневзвешенная цена капитала;

TA – суммарные скорректированные активы.

Корректировки, вносимые при расчете указанных величин аналогичны тем, которые вносятся при расчете показателя EVA.

Рыночная стоимость компании

Существует ряд подходов и показателей для расчета. Например, определение рыночной стоимости согласно Федеральному стандарту оценки №2 (ФСО №2), согласно Международным стандартам оценки (МСО 2007), расчеты стоимости предприятия по показателям SVA, MVA, EVA и другие.

Рыночная стоимость компании может быть определена по чистой текущей стоимости, полученной в результате дисконтирования суммы чистых денежных потоков по приемлемой ставке доходности:

$$Sp = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Sp - рыночная стоимость компании, д.е.;

D_t – годовые чистые денежные потоки, д.е.;

r – ставка дисконтирования, требуемая (приемлемая) доходность, коэффициент;

t - количество лет.

Если предположить, что доходы предприятия примерно одинаковы в течение нескольких лет, а срок его деятельности не ограничивается числом лет, то формула упрощается:

$$Sp = \frac{D}{r}$$

В качестве дохода здесь выступает показатель прибыли до выплаты процентов и налогов, уменьшенный на величину налога на прибыль.

В качестве приемлемой ставки доходности используется средневзвешенная цена капитала – WACC, т.е. предполагается, что общий уровень расходов по обслуживанию источников формирования капитала равен величине средневзвешенной стоимости капитала.

Рыночная стоимость компании и динамика рыночной стоимости

Текущая рыночная стоимость компании может быть представлена формулой:

$$Sp = \frac{EBIT \cdot (1 - T)}{WACC}$$

Sp - рыночная стоимость компании, д.е.;

$EBIT$ – чистая операционная прибыль до выплаты процентов и налогов д.е.;

$(1-T)$ – налоговый корректор, коэффициент;

$WACC$ – средневзвешенная цена капитала, %.

Чистая прибыль – прибыль до выплаты процентов и налогов, уменьшенная на сумму налога на прибыль.

Динамика рыночной стоимости компании зависит от динамики чистой прибыли и средневзвешенной цены капитала. В идеале максимизация рыночной стоимости связана с движением чистой прибыли вверх, а средневзвешенной цены капитала – вниз.

Минимизация средней цены капитала достигается на базе оптимизации структуры источников его формирования. Соотношение собственного и заемного капитала определяет уровень риска, массу прибыли, рыночную цену акций через возможности выплат дивидендов, а значит и рыночную стоимость самой компании.

Суть концепции:

устойчивый рост компании – это максимальный темп роста при соблюдении условия сохранения долговой нагрузки.

Концепция реализуется в моделях устойчивого роста:

- модель устойчивого роста объемов реализации:

$$УТР_{ор} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем реализации}} \times \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Чистая прибыль}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собств. капитал}} \times \frac{\text{Объем реализации}}{\text{Активы}}$$

- модель устойчивого роста собственного капитала:

$$УТР_{ск} = \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Чистая прибыль}} \times \text{XXXXXXXX}$$

Тема 3. Финансовые инструменты рынка капитала.

Основные вопросы темы:

1. Принципиальные основы определения цены и доходности основных финансовых инструментов рынка капитала.
2. Банковский кредит как инструмент рынка капитала и управления корпоративными финансами.
3. Характеристика облигаций как финансового инструмента рынка капитала.
4. Доходность и стоимость облигаций.
5. Характеристика векселя и гибридных бумаг как финансовых инструментов рынка капитала.
6. Доходность и стоимость векселя.
7. Характеристика акций как финансового инструмента рынка капитала.
8. Доходность и стоимость акций.
9. Ключевые индикаторы рынка капитала.

Купон, дисконт

Купон — процент, устанавливаемый от номинала облигации, являющийся доходом инвестора.

Для документарных облигаций купон — отрезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки. Выплачивается не реже одного раза в год.

Сумма купона — периодически выплачиваемый доход по облигациям в твердой сумме.

Ставка купона — отношение стоимости купона к номиналу в процентах. Термины «купон» (размер купона) и «ставка купона» иногда используются как синонимы.

Дисконт — скидка в процентах к номиналу. По дисконтным облигациям выплата процентов не предусматривается.

По способу погашения облигации делятся:

- на серийные (с амортизацией долга) — облигации с последовательным погашением фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы), предусматривают погашение облигаций частями в разные сроки (сериями);

- срочные (разовым платежом) — имеют единый срок погашения.

По способу обеспечения обязательств облигации делятся на облигации:

- с обеспечением;
- без обеспечения.

Субординированная облигация — облигация, обеспечивающая ее владельцу меньше прав (по сравнению с другими облигациями) на активы, которыми она *обеспечена*.

Субординированная облигация без специального обеспечения — облигация, предусматривающая, что в случае банкротства эмитента держатели получают право требования только после того, как удовлетворены претензии держателей основной задолженности.

Цена облигации

Основной фактор — это соотношение рыночной, т.е. текущей, процентной ставки и купонной ставки по облигации.

Общее правило: при росте рыночных процентных ставок цена облигации с фиксированной купонной ставкой падает, при падении — повышается.

Зависимость цены облигации от купонной ставки, срока до погашения облигации и текущей рыночной процентной ставки описывается формулой, опирающейся на формулу дисконтирования по сложным процентам:

$$P_{тек} = \sum_{n=1}^N \frac{\Pi_n}{(1+i)^n} + \frac{H}{(1+i)^N},$$

Где:

P — ожидаемая цена облигации, текущая ее рыночная стоимость;

Π_n — величина купонного платежа (периодические купонные выплаты) по облигации;

i (часто $-r$) — требуемая норма доходности (она же — доходность до погашения) в виде десятичной дроби;

H — номинал облигации;

N — число периодов начисления (количество лет до погашения);

n — номер периода.

Рыночная стоимость дисконтной облигации и дюрация облигаций

Рыночная стоимость дисконтной облигации:

$$P_{тек.} = \frac{H}{1 + i \frac{t}{365}},$$

где:

$P_{тек}$ - текущая стоимость облигации;

i - процентная ставка дисконтирования в долях единиц.

t – количество дней до погашения.

Изменение процентных ставок на рынке при прочих равных условиях — основной фактор, влияющий на цену/курс облигаций. При этом разные облигации (срок до погашения, купонная ставка) по-разному реагируют на изменения рыночных процентных ставок.

В 1930-е годы был разработан показатель, определяющий чувствительность цены облигаций к изменению процентной ставки. Он получил название «дюрация».

Дюрация (англ. duration — длительность) — это средневзвешенный срок потока платежей, взвешенный по дисконтированной сумме. Иными словами — это точка равновесия сроков дисконтированных платежей.

Курс и показатели доходности облигации

Курс облигации — процентное выражение цены облигации, которое считается как отношение ее цены к номиналу.

$$K = \frac{P}{N} * 100$$

Различают «чистую» и «грязную» цену облигации. Котируется по чистой цене на момент выплаты купона.

«Грязная» цена облигации = «Чистая» цена + Накопленный купонный доход на момент продажи облигации покупателю.

Помимо цены (курса) облигации важнейшим показателем является доходность (норма доходности — r (i)). **Номинальная доходность** (ставка купона) — отношение суммы купона к номиналу:

$$r = \frac{C}{N} * 100$$

Текущая доходность — отношение суммы купона к текущей цене облигации:

$$r = \frac{C}{P} * 100$$

Доходность к погашению (внутренняя доходность облигации) — эффективность инвестиции, доходность, которая будет получена при удержании облигации до погашения.

Конечная, или полная, доходность характеризует полный доход по облигации, приходящийся на единицу затрат на покупку этой облигации в расчете на год. Схожа с предыдущим показателем. Разница в том, что в данном случае инвестор не держит облигацию до погашения.

Характеристика векселя два вида векселей

Вексель — это безусловное долговое обязательство указанного в векселе плательщика оплатить определенную сумму в установленные сроки. Индоссамент — передаточная надпись на обратной стороне ценной бумаги, в соответствии с которой права по этой бумаге переходят от одного лица к другому.

Индоссант — лицо, передающее свои права по векселю другому лицу, о чем первое лицо указывает в передаточной надписи на обороте векселя.

Индоссат — лицо, в пользу которого передается документ по индоссаменту (передаточной надписи).

Простой вексель (соло-вексель, участвуют два лица) — это безусловное долговое обязательство должника (векселедателя) уплатить кредитору (векселедержателю) определенную сумму денежных средств в определенном месте и в установленные сроки или по приказу кредитора перечислить средства третьему лицу.

Переводный вексель (тратта, участвуют три лица) — это поручение (приказ) кредитора (векселедателя, трассанта), обязывающее должника (трассата) оплатить обозначенную в векселе сумму в указанный срок третьему лицу (ремитенту). По переводному векселю требуется акцепт, делается на лицевой стороне векселя.

Аваль — это поручительство юридического лица, гарантирующее полную или частичную оплату векселя в случае невыполнения должником своих обязательств.

Дисконт и учетная стоимость векселя

Инкассо векселя — поручение клиента банку о предъявлении векселей к погашению и получению по ним платежа.

Учет векселя — покупка банком. Обоснование дисконта - кредитование продавца.

Дисконт рассчитывается по формуле:

$$D = (N \times d \times t) / 365$$

где D — дисконт (скидка с номинала) в рублях;

N — номинал;

d — ставка дисконта в долях от единицы;

t — количество дней до погашения векселя.

Учетная стоимость векселя **$Ус = N - D$**

Протест по векселю — нотариально удостоверенный факт неакцепта или неплатежа по векселю. Срок протеста — два рабочих дня от предъявления.

Регресс — обратное требование о возмещении уплаченной суммы, предъявляется одним физическим или юридическим лицом другому обязанному лицу. Регресс применяется при протесте векселя.

Домициляция векселя — назначение другого лица плательщиком по векселю.

Гибридные ценные бумаги

Носят в себе черты одновременно как долговых, так и долевых ценных бумаг.

Конвертируемые облигации (процентная ставка пониженная) выпускаются с возможностью обмена на обыкновенные или привилегированные акции в определенное время по заранее установленной цене (курсу). Распространены за рубежом, но редки в России.

Разница между конверсионной ценой акции и рыночной ценой акции называется конверсионная премия. Она типична для конвертируемых облигаций.

Варрант (ордер) – конвертируемая облигация с особенностью. Варрант может отделяться от облигации и в этом случае образуются две бумаги: **обычная облигация** и **собственно варрант**.

В России инструментом, аналогичным варранту, является **опцион эмитента**. Варрант в данном случае это ценная бумага, представляющая собой опцион на покупку (опцион кол — call option) акций данного эмитента по заранее фиксированной цене, которая выпускается вместе с облигацией, но может отделяться от последней и обращаться на рынке как самостоятельный инструмент.

Привилегированные акции – долевыми бумагами. Но в то же время близки к долговым.

Подписные права — ценные бумаги, в основном во Франции и Великобритании, дающие право покупки акций нового выпуска по установленному курсу в течение определенного периода времени (до месяца); распространяются среди старых акционеров в целях предоставления им возможности сохранить свою долю в капитале акционерного общества (в рамках реализации преимущественных прав).

Виды цены и стоимости акций

Номинальная (N) стоимость — нарицательная (лицевая) стоимость акций - это стоимость доли в уставном капитале акционерного общества, стоимость титула капитала.

Эмиссионная (P) цена — цена размещения (первой продажи) акции на фондовом рынке.

Если акционерное общество осуществляет дополнительный выпуск акций и они продаются по цене, превышающей номинал, то в уставный капитал относится только номинальная стоимость. Разница между ценой продажи и номиналом называется ЭМИССИОННЫМ ДОХОДОМ и относится на добавочный капитал:

Эмиссионный доход = Эмиссионная цена — Номинал.

Курсовая (рыночная, текущая) цена — цена акции на вторичном рынке:

- цена спроса и предложения (нереализованные сделки);
- цена открытия (цена первой сделки);
- средневзвешенная цена;
- максимальная цена сделок;
- минимальная цена сделок;
- цена закрытия (цена, которая определяется на основе специальной формулы, устанавливаемой биржей, на основе сделок в течение некоторого времени перед окончанием торговли на бирже).

В устоявшейся практике за рыночную цену принимается только цена сделок, т.е. реализованного спроса и предложения. Кроме этого, чаще всего эталонным показателем рыночной цены является цена закрытия.

Виды цены и стоимости акций (продолжение) и показатели инвестиционной привлекательности акций

Балансовая (В, книжная) стоимость — стоимость чистых активов акционерного общества в расчете на акцию.

Ликвидационная цена (L, выкупная цена для привилегированных акций) - цена акции в момент ликвидации бизнеса. Ликвидационная цена показывает инвестору, что он может получить, если компания прекратит свою деятельность и ее активы будут проданы.

Бухгалтерская стоимость — документально подтвержденные издержки на приобретение ценной бумаги.

По бухгалтерской стоимости купленные акции отражаются на балансе компании. Она включает в себя цену покупки, комиссии, плату за перерегистрацию прав, плату за консультации и другие расходы, связанные с приобретением акции.

Показатели инвестиционной привлекательности:

- 1. Величина прибыли на одну акцию (*EPS, Earnings Per Share*)** — стоимостной показатель, равный отношению чистой прибыли, доступной для распределения между владельцами обыкновенных акций, к среднегодовому числу обыкновенных акций.

Показатели инвестиционной привлекательности акций (продолжение)

2. «Цена/прибыль» (срок окупаемости акции) (P/E, P/E ratio, earnings multiple, коэффициент цена/прибыль) — показывает, в течение какого времени окупятся вложенные в акцию инвестиции за счет той прибыли, которую генерирует компания. Этот коэффициент также отражает цену, которую инвесторы готовы платить за единицу дохода.

Показатель измеряется в годах и определяется двумя способами:

- 1) валовым — как отношение рыночной капитализации компании к ее годовой прибыли:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Чистая прибыль - Дивиденды по привилегированным акциям}}$$

- 2) аналитическим — как отношение текущей цены акции (PV) к чистой прибыли на одну обыкновенную акцию (EPS):

$$\frac{P}{E} = \frac{PV}{EPS}$$

Показатели инвестиционной привлекательности акций (продолжение)

3. «Цена/балансовая стоимость» (P/B) — отношение текущей цены акции к ее балансовой стоимости:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}} = \frac{\text{Текущая рыночная цена акции}}{(\text{Валюта баланса-Обязательства}) / \text{количество акций}}$$

Балансовая стоимость акции показывает, сколько собственных активов на данный момент приходится на одну обыкновенную акцию.

Если цена акции на рынке больше балансовой стоимости, то инвесторы готовы платить больше за этот актив, ожидая, что в будущем он принесет определенный доход.

4. Коэффициент «цена/объем продаж», «цена/выручка» (PS ratio, P/S) — показатель, равный отношению рыночной капитализации компании к ее годовой выручке. Можно рассчитывать как отношение цены акции к EPS.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Капитализация компании}}{\text{Выручка}}$$

Коэффициент «цена/выручка» используется при невозможности применения показателя P/E. Существенным преимуществом P/S является то, что он не принимает отрицательных значений, как коэффициент P/E, а также более устойчив к субъективным факторам и злоупотреблениям менеджмента компаний. Имеются другие показатели: **P/CF** (Price to Free Cash Flow), **EV (Enterprise Value) / EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) и другие

Доход и доходность акций. Виды доходности акций

Доход (прибыль) — стоимостной показатель, который определяется как разница между полученной выручкой от актива и стоимостью вложений.

По операциям с акциями возможно получение двух видов дохода:

- 1) дивиденды (текущий доход);
- 2) курсовая разница (капитальный доход).

Текущий доход — ежегодные периодические выплаты по активу, приносящему доход.

Капитальный доход — прирост капитала за определенный период, положительная разница между ценой приобретения и ценой продажи актива.

Доходность (норма доходности) — относительный показатель, который определяется отношением дохода от актива к затратам на его приобретение.

Номинальная норма доходности (ставка дивиденда) — отношение дивиденда в денежных единицах к номиналу акции.

Дивидендная доходность (норма доходности) — отношение дивиденда к рыночной цене акции.

Полная норма доходности (реализованная доходность) — отношение дохода от владения акцией к затратам на ее приобретение. Считается с учетом полученных дивидендов и курсовой разницы от продажи.

Депозитарная расписка — свободно обращающаяся на фондовом рынке ценная бумага — представитель акции (редко облигации) иностранной компании (локальной акции), которая хочет, чтобы ее бумагами торговали за рубежом на данном страновом рынке. Это если компания хочет вывести свои акции на рынки развитых стран, то она инициирует выпуск депозитарных расписок на свои акции.

Обобщающие показатели рынка акций

Капитализация рынка (market capitalization) — рассчитывается для совокупности акций (например, всех компаний), торгуемых на данной бирже или в данной стране.

Формула для расчета капитализации рынка: $MC = P \times q$,

где: MC — капитализация рынка;

P — рыночная цена одной обыкновенной акции;

q — количество выпущенных акций (вне зависимости от того, какое количество акций находится в свободном обращении (free float)).

Объемы торгов — сумма всех заключенных сделок на рынке за определенный период (как правило, день). Увеличение объемов торгов ведет к повышению ликвидности рынка.

Волатильность (изменчивость, volatility) — финансовый показатель, характеризующий степень изменения рыночной цены актива или дохода.

Является важнейшим финансовым показателем и представляет собой меру риска использования финансового инструмента за заданный промежуток времени. Для расчета волатильности применяется статистический показатель стандартного отклонения (среднеквадратического отклонения СКО). Чаще всего вычисляется среднегодовая волатильность.

Стандартное отклонение — это мера того, насколько широко разбросаны точки данных относительно среднего значения (в случае акций — отклонения доходности отдельной акции от средней за некоторый промежуток времени).

Для акций крупнейших компаний волатильность, как правило, существенно ниже волатильности рынка. И, наоборот, для акций корпораций с нестабильными доходами и маленькой капитализацией среднеквадратическое отклонение доходности может в несколько раз превышать рыночное.

Тема 4. Финансовые риски корпорации.

Основные вопросы темы:

1. Сущность и функции рисков, классификация корпоративных рисков, виды, проявления финансового риска.
2. Риск, доходность и денежный поток, концепции взаимосвязи риска и доходности, денежного потока.
3. Методы и показатели оценки риска.
4. Место и роль управления финансовыми рисками в системе управления корпоративными рисками.
5. Методы и организация управления финансовыми рисками, минимизация рисков с использованием различных финансовых инструментов.

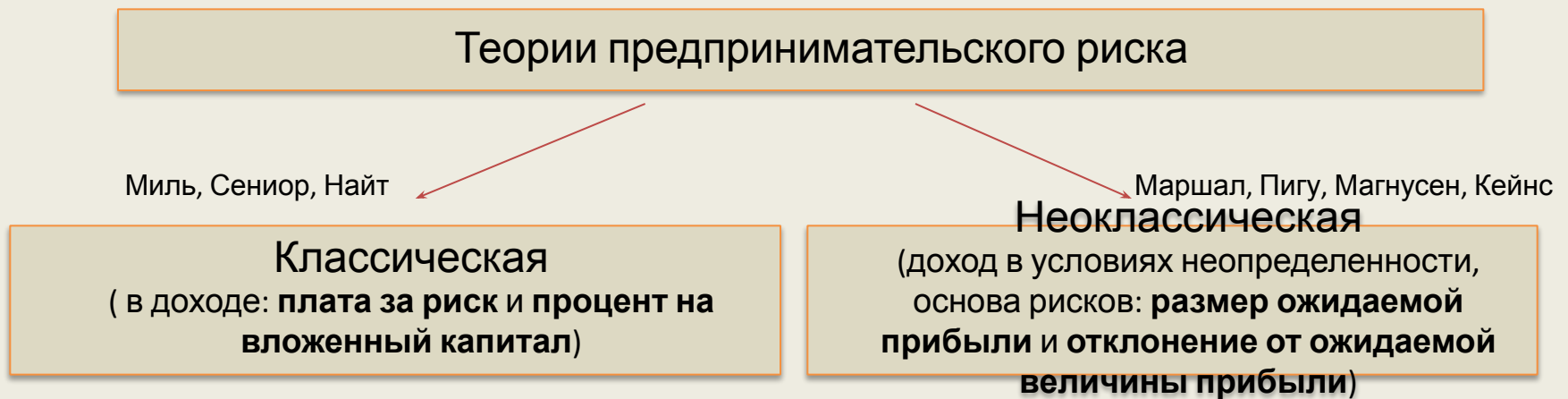
Теоретические трактовки предпринимательского риска

Предмет учения о рисках – учение о том, чего боимся в сфере бизнеса, о том чего, по сути, точно, да и зачастую не точно, но не знаем и чем не владеем. Не знаем и не владеем потому, что существует неопределенность.

Следовательно учет рисков в ходе управления корпоративными финансами есть учет неопределенности, т.е. того чего не знаем и чем не владеем. Оценка и измерение рисков есть оценка и измерение того чего не знаем и чем не владеем.

Предпринимательские риски – представляют собой риски экономические, в составе которых риски финансовые.

Предпринимательские риски носят корпоративный характер.



Основа для понимания риска связана с трактовкой дохода и нахождением в нем некоей рискованной части.

Так или иначе они далеко друг от друга не ушли.

Сущность и функции экономических рисков

Риск – математическое, процентное, вероятностное ожидание частичной, возможно полной потери дохода, или его отклонения от ожидаемой величины.

Любая доходность состоит из двух частей:

- **безрисковая, гарантированная рыночная доходность;**
- **плюс премия за риск.**

Значит, в принципе риск можно рассматривать:

- как своеобразное возмещение через премию возможного дохода, т.е. с точки зрения возможной удачи, получения дохода и,
- как возможный ущерб, потери, недополучение дохода.

Риски выполняют функции

Регулирующая функция

Защитная функция

Регулирующая функция имеет два аспекта позитивный и негативный. Позитивный аспект данной функции выполняет роль катализатора при принятии экономических решений (например инновационных). Негативный аспект высвечивает необоснованные решения с высокой вероятностью невозможности достижения цели.

Защитная функция также два аспекта имеет: историко-генетический и социально-правовой. Первый - связан с созданием специальных фондов для защиты от рисков: страховых, резервных, фондов риска. Второй – связан с закреплением в праве категории правомерности экономического риска для хозяйствующих субъектов.

Понимание рисков по Кейнсу и понятие анализа риска

Кейнс дал классификацию предпринимательских рисков, дополнил неоклассическую теорию и сказал, что ради большей прибыли предприниматель идет на больший риск (фактор удовольствия, или азарта).

1. Ради большей прибыли предприниматель идет на больший риск.
2. Стоимость товара должна содержать издержки риска.
3. Выделение трех основных видов предпринимательских рисков.
 - *риск предпринимателя или заемщика;*
 - *риск кредитора;*
 - *риск инфляции.*
4. Эти виды рисков требуют предварительной количественной и качественной оценки.
5. Неопределенность – главный фактор риска.
6. Общий риск (экономика, политика, экология, мораль) больше экономического (предпринимательского) риска.

Понятие анализа предпринимательского риска – связано с содержанием понятия экономического риска:

- ситуация риска;
- осознание риска;

Современная классификация рисков.

В предпринимательских рисках выделяются следующие составляющие:

- **собственно предпринимательские риски**;
- **система предпринимательских рисков** (которая шире собственно предпринимательских рисков).

Собственно риски, это национальные и международные риски.

Национальные риски бывают макро, т.е. охватывающие всю экономику, и микро, связанные с рисками отдельных юридических и физических лиц.

Международные риски затрагивают экономику ряда стран.

Макро риски – общегосударственные и локальные. Субъектами первых выступают высшие органы государственной власти. Локальные риски имеют место на отраслевом и региональном уровнях управления.

Микро риски – это, прежде всего. Риски первичных рыночных структур, т.е. на уровне деловой активности предприятий и отдельных физических лиц.

Система рисков = собственно риски + менеджмент рисков + страхование рисков + распределение рисков + изменение рисковых условий.

Система рисков связана, таким образом, с управлением рисками.

Современная классификация рисков (продолжение).

Риски классифицируются по субъектам, видам и проявлениям.

Субъекты риска: физические и юридические лица, находящиеся в ситуации риска.

Виды рисков: производственные, товарные, инвестиционные и инновационные, **финансовые**, комплексные, банковские.

Проявления рисков для организаций, т.е. сочетание отдельного субъекта с отдельным видом риска:

- производственные риски: остановка производства, неритмичность, пожары, стихийные бедствия, катастрофы);
- инвестиционные риски: подготовка проекта, реализация проекта;
- **финансовые риски: угроза банкротства, неполучения дохода, риски по операциям с ценными бумагами, ликвидности, валютные, связанные с процентными ставками и т.п.**
- товарные риски проявляются в риске дефицита товара и риск отсутствия спроса на товар;
- основным проявлением комплексных рисков выступает риск **инфляции**;
- банковские риски проявляются как риски кредитные, процентные, ликвидности банка, риски по депозитным операциями, расчетам.

Концепция соотношения риска и доходности.

Доходность и риск - взаимосвязаны. Закономерности взаимной связи между принимаемым риском и ожидаемой доходностью деятельности инвестора, следующие:

- более рискованным вложениям, как правило, присуща более высокая доходность;
- при росте дохода уменьшается вероятность его получения, в то время как определенный минимально гарантированный доход может быть получен практически без риска.

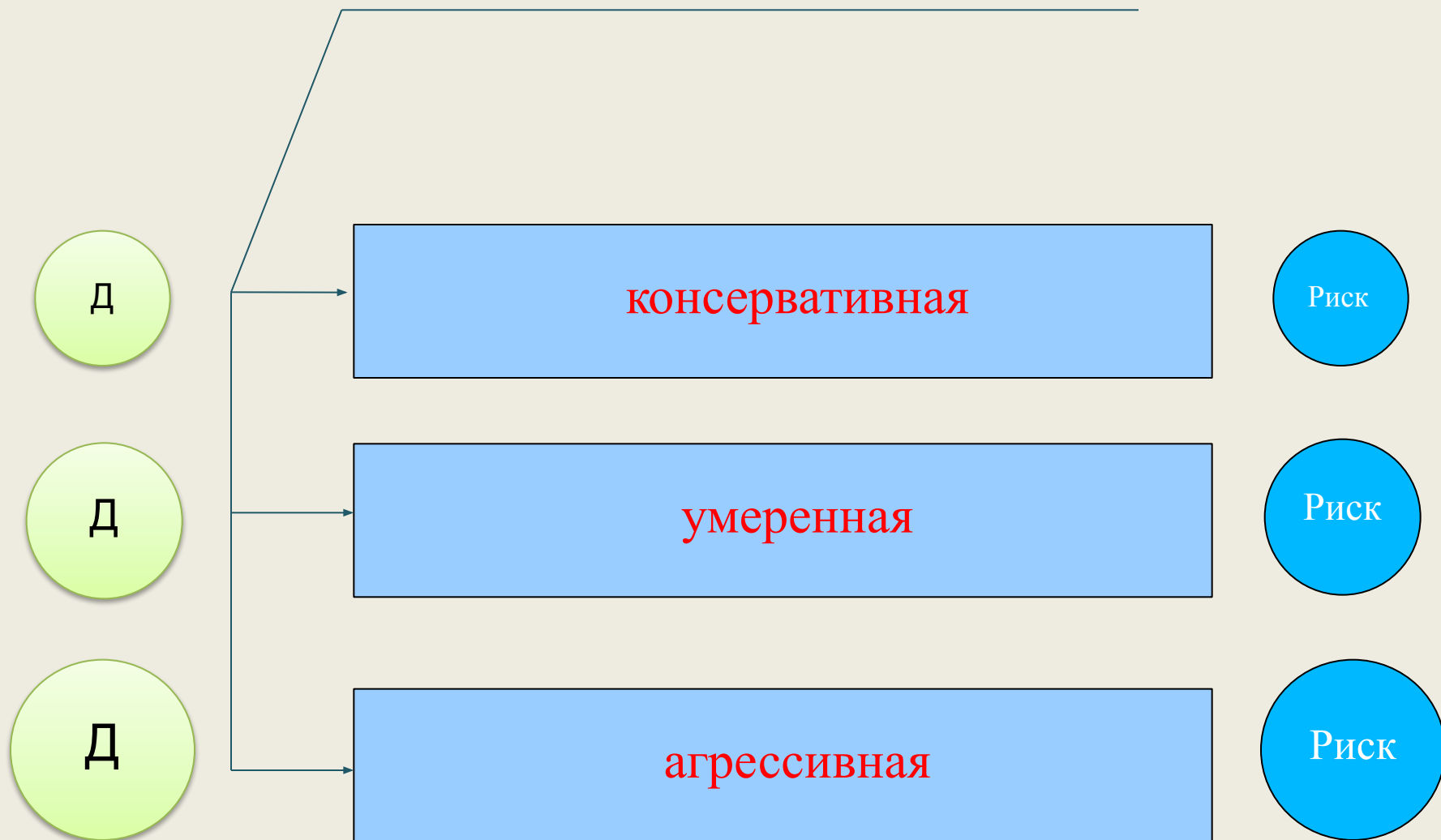
Оптимальность соотношения дохода и риска = достижение максимума для комбинации «доходность — риск», или минимума для комбинации «риск — доходность». При этом должны одновременно выполняться два условия:

- 1) ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить большей доходности при данном или меньшем уровне риска;
- 2) ни одно другое соотношение доходности и риска не может обеспечить меньшего риска при данном или большем уровне доходности.

Теоретические основы концепции компромисса между риском и доходностью, или концепции взаимосвязи уровня риска и доходности впервые были сформулированы в 1921 году Фрэнком Найтом - основателем Чикагской школы экономической теории - в книге «Риск, неопределенность и прибыль». Суть концепции - получение любого дохода в бизнесе сопряжено с риском, ключевым критерием при планировании подавляющего большинства потенциально обещающих доход финансовых операций является критерий субъективной оптимизации соотношения (доходность (доход), риск).

Capital Asset Pricing Model (CAPM) - модель оценки доходности финансовых активов служит теоретической основой для ряда различных финансовых технологий по управлению доходностью и риском, применяемых при долгосрочном и среднесрочном инвестировании в акции.

Типы финансовой политики и взаимозависимость доходности и риска



Концепция денежного потока

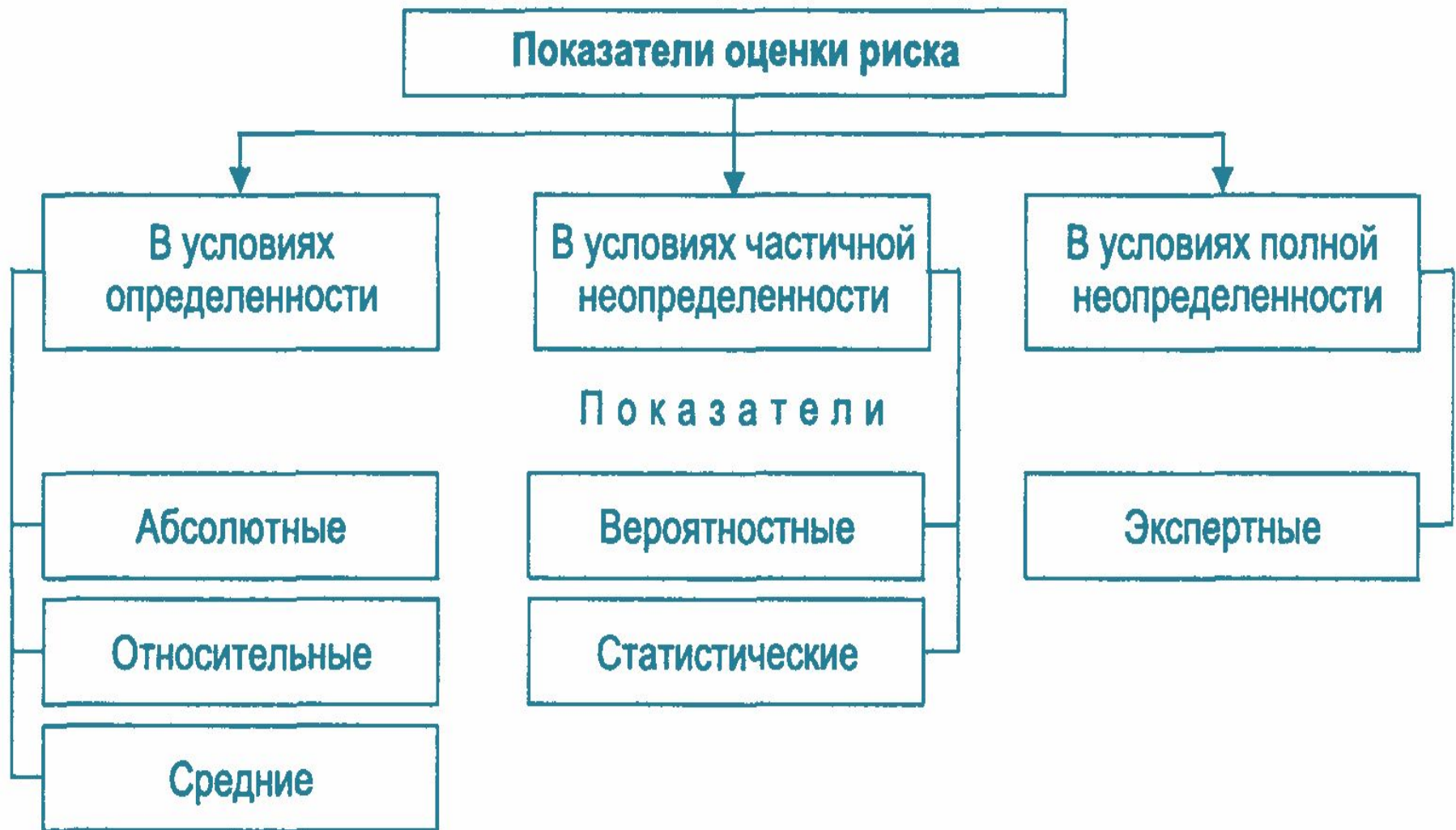
Суть концепции:

с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток, то есть множество распределенных во времени выплат и поступлений (в широком смысле); формализованные методы и критерии, позволяющие принимать обоснованные решения финансового характера, должны разрабатываться для элементов денежного потока.

В качестве элемента денежного потока могут выступать: денежные поступления, доход, расход, прибыль и пр. Преимущественно речь идет об ожидаемых денежных потоках.

Система показателей оценки риска

В зависимости от полноты информации, имеющейся у субъекта предпринимательства, показатели оценки риска можно условно разбить на три группы. Эти группы показателей характерны для условий: определенности – когда информация о рискованной ситуации достаточно полна, например, в виде бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках и так далее; частичной неопределенности – когда информация о рискованной ситуации существует в виде частот появления рискованных событий; полной неопределенности – когда информация о рискованной ситуации полностью отсутствует, но есть возможность привлечения специалистов и экспертов для частичного снятия неопределенности



Методы и показатели оценки риска.

Методы: вероятностный метод измерения рисков (метод имитационного моделирования Монте-Карло, математический, статистический); косвенный (качественный) метод измерения рисков (экспертный метод); метод сочетания количественного и качественного подходов.

Риск — это неопределенность будущих поступлений (денежных потоков) и стоимости активов. Риски количественно измеримы и выражаются через показатель ставка дисконтирования.

Кд (коэффициент дисконтирования) не равен норме доходности.

Коэффициент дисконтирования:

$$Кд = 1 / (1 + К (норма доходности) / 100)$$

Ставка дисконтирования применяется к денежному потоку с целью учета рисков, присущих данной компании и не учтенных ранее при составлении потока. Соответственно для потока, учитывающего риски компании, ставка дисконтирования может отражать лишь систематические риски (отражающие макроэкономическое развитие страны-резидента).

Методы и показатели оценки риска. Показатели для измерения риска на рынке ценных бумаг

Если же при прогнозировании денежного потока учтены не все несистематические риски, то они должны быть учтены в ставке дисконтирования. Самое главное, чтобы один и тот же риск не был посчитан дважды — и в денежном потоке, и в ставке дисконтирования.

К рискам, не учтенным в рамках потока, относятся риски, присущие вложениям в ценные бумаги (инвесторы, приобретающие ценные бумаги, подвергаются риску, так как не знают точных величин цен, по которым смогут продать бумаги в будущем, а также денежных потоков, которые смогут получить за время владения бумагой).

В случае одного периода владения бумагой доходность ценной бумаги (финансового инструмента) может быть выражена следующим образом:

$$F_1 / V_0 + (V_1 - V_0) / V_0 = \text{Доход от процентных платежей} + \text{Доход (убыток) от перепродажи},$$

где: F_1 — доход от процентных платежей, полученный владельцем бумаги в течение периода;

V_0 — цена бумаги на начало периода;

V_1 — цена бумаги на конец периода.

В условиях неопределенности инвесторы не могут заранее рассчитать поступления, так как цена продажи бумаги в конце срока владения остается неизвестной. В некоторых случаях то же утверждение верно и для потоков, получаемых в течение периода владения.

Таким образом, инвесторы используют понятие **ожидаемой доходности**, которое означает среднюю из возможных доходностей, взвешенных в соответствии с вероятностью их получения.

Статистический метод: коэффициент вариации, дисперсия, среднеквадратическое отклонение

Коэффициент вариации - характеризует изменение количественной оценки признака (например, доходности) при переходе от одного варианта к другому. Коэффициент вариации (V) — относительная величина, поэтому на его размер не оказывают влияния абсолютные значения изучаемого показателя. Он представляет собой отношение среднего квадратического отклонения (σ) к средневзвешенному значению события ($\bar{x}$) и определяется в процентах:

$$V = \sigma : \bar{x} * 100$$

Среднее ожидаемое значение события ($\bar{x}$) является средневзвешенной величиной из всех возможных результатов с учетом вероятности наступления каждого результата и определяется по формуле:

$$\bar{x} = \sum_{i=1}^n p_i * x_i$$

где: x_i — абсолютное значение i -го результата;
 p_i — вероятность наступления i -го результата;
 n — число вариантов исхода события.

Среднее значение события представляет собой обобщенную количественную характеристику и не позволяет принять решение в пользу какого-либо варианта. Для окончательного решения определить степень отклонения ожидаемого значения от средней величины, мерами которой являются дисперсия (σ^2) и среднее квадратическое отклонение (σ).

Статистический метод: коэффициент вариации, дисперсия, среднеквадратическое отклонение

Риск, сопряженный с владением ценной бумагой, можно рассмотреть посредством **разброса возможных величин дохода по отношению к среднему ожидаемому доходу**. Следовательно, риск может быть измерен математически с помощью показателя **дисперсии** дохода, т.е. *суммы квадратов разностей каждой из возможных величин дохода от среднего дохода, взвешенных в соответствии с вероятностью каждого отклонения*.

Дисперсия представляет собой среднее взвешенное из квадратов отклонений действительных результатов от средних ожидаемых:

$$\sigma^2 = \sum (x_i - \bar{x})^2 \times p_i$$

Стандартное (среднеквадратичное) отклонение доходов — это наиболее распространенный показатель измерения риска, связанного с инвестициями.

Дисперсия сигнализирует о наличии риска, но при этом не указывает направление отклонения от ожидаемого значения, так как разность берется в квадрате, а предпринимателю важен знак (плюс или минус) этого отклонения, чтобы знать, прибыль (+) или убыток (—) можно получить при сделке.

Среднее квадратическое отклонение определяется по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Оно измеряется в тех же единицах, что и варьирующий признак.

Ожидаемая доходность — это мера ожидаемых доходов.

Стандартное отклонение измеряет средний показатель разброса величин доходности по отношению к средней доходности (определяемой как математическое ожидание), или другими словами, риск.

Финансовый риск, управление финансовыми рисками, 3 подхода к управлению рисками

Финансовый риск – риск, возникающий при осуществлении финансового решения.

Управление финансовыми рисками это приемы и методы, уменьшающие вероятность появления рисков и локализирующие последствия.

Три подхода к управлению рисками: активный, адаптивный и консервативный. Активный – максимальное использование средств минимизации рисков, сначала мероприятия по предупреждению финансовых потерь, потом сами хозяйственные операции. Адаптивный – меры по снижению рисков в ходе проведения хозяйственных операций, избежание части возможных потерь. Консервативный - ущерб уже получен, рисковое событие уже наступило, осуществляются меры по локализации ущерба в рамках какой либо одной финансовой операции или подразделения.

Этапы управления:

- определение тех видов рисков, с которыми может столкнуться предприятие;
- оценка степени риска;
- выбор методов управления рисками;
- применение этих методов на практике;
- оценка результатов проведенных мероприятий.

Место и роль управления финансовыми рисками в системе управления корпоративными рисками.

Система управления корпоративными рисками – совокупность приемов, методов, используемых инструментов направленных на принятие *рискообоснованных экономических решений* в условиях неопределенности для управления видами и формами проявления экономических рисков.

Место управления финансовыми рисками

Учет рисков в ходе планирования и прогнозирования показателей финансово-экономической деятельности компаний, выработки основ финансовой политики, финансовой стратегии и тактики, а также при *принятии финансовых и иных решений*.

Роль управления финансовыми рисками

Роль – возможность влиять на стоимостные, денежные, финансовые показатели и пропорции, опосредованно на натуральные показатели, деятельности компании, а также на процесс принятия *текущих общеэкономических, инвестиционных и финансовых решений*.

Роль управления финансовыми рисками проявляется также в значимости выбора финансовых методов управления рисками и использования ряда денежно-финансовых инструментов минимизации корпоративных и финансовых рисков.

Методы управления предпринимательскими и финансовыми рисками, минимизация рисков с использованием различных **финансовых инструментов**

1. Прогнозирование финансового состояния с позиции угрозы потенциального банкротства компании (структура баланса, ликвидность, платежеспособность, кредитоспособность, финансовые результаты, анализ финансовых потоков, и т.п.)
2. В рамках процесса управления рисками существуют этапы:
 - Определение видов рисков
 - Анализ и количественная оценка степени риска
 - Выбор методов управления рисками
 - Применение избранных методов на практике и оценка результатов
3. Оценка рисков осуществляется методами анализа: качественным, количественным и комплексным.
4. Выбор методов управления рисками:
 - 1) избежание возможных рисков, 2) лимитирование концентрации риска, 3) передача риска, 4) хеджирование, 5) диверсификация, 6) страхование и самострахование, 7) повышение уровня информационного обеспечения хозяйственной деятельности.

Инструменты минимизации рисков:

- производные ценные бумаги (форварды, фьючерсы, опционы, свопы)
- применение финансовых нормативов в деятельности компании
- инструменты распределения, например, создание в компании резервных фондов, участие государства в покрытии затрат по непредвиденным ситуациям.

Отделение банкротов от финансово устойчивых организаций и базовая формула кредитного анализа

Индекс кредитоспособности Э. Альтмана

$$K = 3,3 \frac{П}{СА} + 1,0 \frac{В}{СА} + 0,6 \frac{СобК}{Сов.Д} + 1,4 \frac{ЧП}{СА} + 1,2 \frac{ОК}{СА} \geq 2,7$$

Базовая формула кредитного анализа:

ожидаемая прибыль (ОП) с учетом вероятности платежа (Вп) и вероятности неплатежа (1-Вп), где: Вр – выручка, С – полная себестоимость

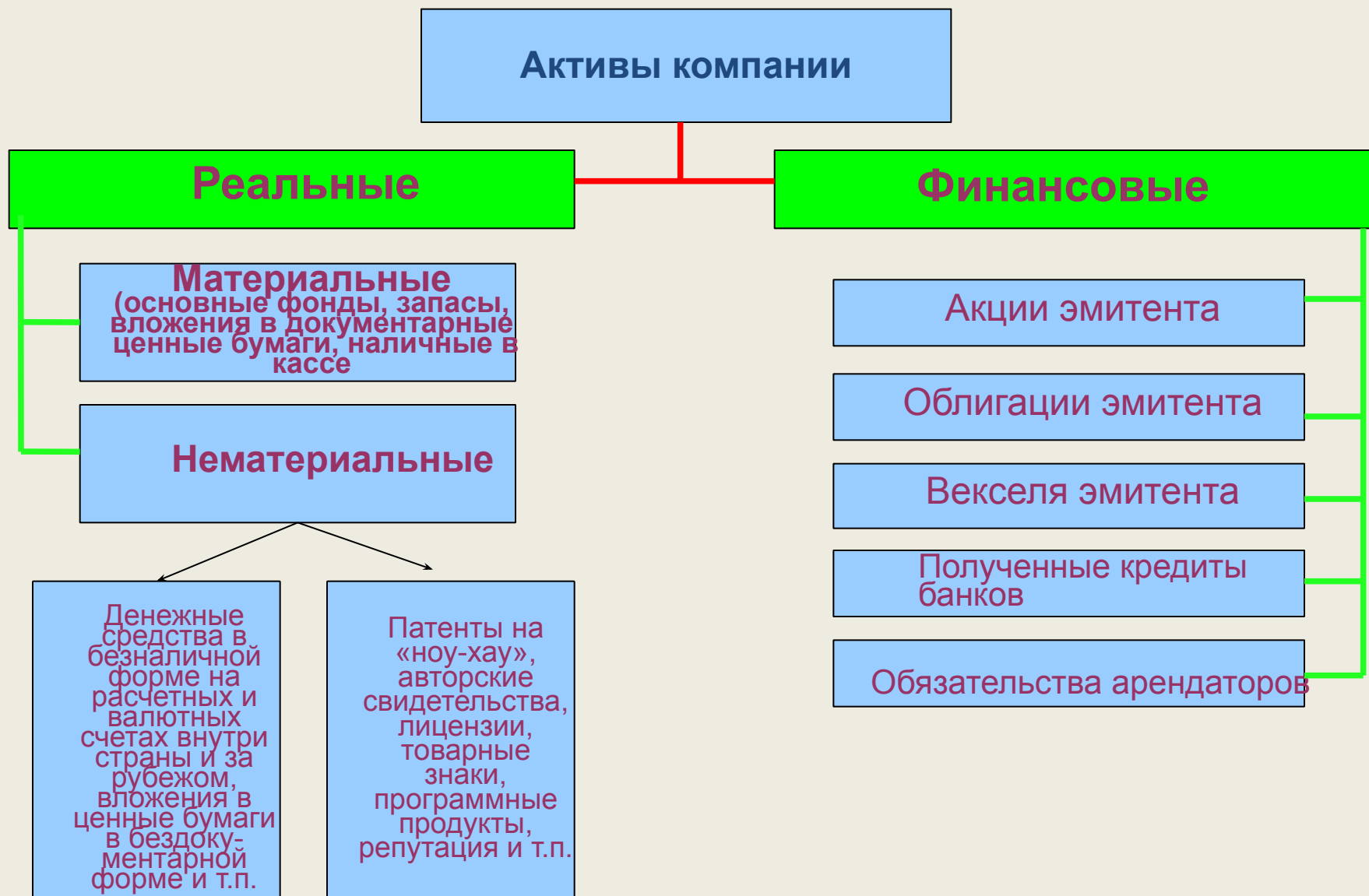
$$ОП = Вп * (Вр - С) - (1 - Вп) * С = 0$$

Тема 5. Теория портфеля и модели ценообразования активов

Основные вопросы темы:

1. Состав активов и финансовых активов корпорации.
2. Понятие, классификация и этапы формирования инвестиционного портфеля.
3. Портфельные стратегии, применяемые при инвестировании в финансовые активы: активные, пассивные, смешанные.
4. Доходность и оценка риска портфеля. Эффект диверсификации. Понятие и виды бета-коэффициентов.
5. Портфельная теория Марковица.
6. Модели ценообразования активов на рынке капиталов.
7. Методы определения премии за риск.

Классификация активов и состав финансовых активов по Р.Брейли и С.Майерсу



Портфельное инвестирование - форма использования временно свободного капитала или инструмент реализации стратегических целей, связанных с диверсификацией операционной деятельности корпорации

Инвестиционный портфель – совокупность объектов инвестирования, рассматриваемая как целостный объект управления

Основная задача портфельного инвестирования – придать портфелю инвестиций такие характеристики, которые не присущи отдельно взятому объекту инвестирования – т.е., при формировании инвестиционного портфеля создается новое инвестиционное качество – достигается определенный уровень дохода при заданном уровне риска

Основные этапы процесса формирования инвестиционного портфеля:

Определение возможного объема инвестируемых ресурсов

Определение приоритетных целей формирования
и типа инвестиционного портфеля

Определение круга возможных объектов инвестирования

Оценка доходности, риска и ликвидности формируемого
инвестиционного портфеля

Окончательная оптимизация структуры инвестиционного портфеля по
установленным критериям доходности, риска и ликвидности

Последовательность формирования портфеля ценных бумаг

- Определение инвестиционной политики или инвестиционных целей инвестора
- Проведение анализа ценных бумаг
- Формирование портфеля
- Ревизия (пересмотр) портфеля
- Оценка фактической эффективности портфеля

Общая этапность формирования портфеля и портфельные стратегии, применяемые при инвестировании в финансовые активы

В общем виде процесс формирования и управления инвестиционным портфелем предполагает реализацию следующих этапов:

1. Постановка целей и выбор адекватного типа портфеля.
2. Анализ объектов инвестирования.
3. Формирование инвестиционного портфеля.
4. Выбор и реализация стратегии управления портфелем.
5. Оценка эффективности принятых решений.

Четвертый этап связан с целями инвестирования. Портфельные стратегии, применяемые при инвестировании в финансовые активы, можно разделить на активные, пассивные и смешанные.

Активные стратегии предполагают поиск недооцененных инструментов и частую реструктуризацию портфеля в соответствии с изменениями рыночной конъюнктуры. Наиболее существенным моментом их реализации является прогнозирование факторов, оказывающих влияние на характеристики ценных бумаг, включенных в портфель. Реализация активных стратегий требует затрат, связанных с осуществлением постоянного анализа и мониторинга рынка, а также с проведением операций купли/продажи при реструктуризации портфеля.

Пассивные стратегии требуют минимума информации и, соответственно, невысоких затрат. Наиболее простой стратегией этого типа является стратегия «купил и держи до погашения или определенного срока». Одна из популярных стратегий данного типа – индексирование. Такая стратегия базируется на обеспечении максимально возможного соответствия доходности и структуры портфеля некоторому рыночному индексу, например РТС, ММВБ, DJ, S&P и др.

Смешанные стратегии - сочетают в себе элементы активного и пассивного управления. При этом пассивные стратегии используются для управления «ядром», или

Доходность портфеля

Доходность портфеля за период времени

$$K_p = \frac{W_1 - W_0}{W_0}$$

где:

K_p – доходность портфеля за определенный период времени, %;

W_0 – стоимость портфеля в начале периода, руб.;

W_1 – стоимость в конце периода, руб.

Ожидаемая доходность портфеля

Ожидаемая доходность портфеля - это взвешенная сумма ожидаемых доходностей активов, входящих в портфель. Вес ожидаемой доходности каждого актива определяется как доля рыночной стоимости отдельного актива в общей рыночной стоимости портфеля

$$K_p = \sum_{i=1}^n k_i * d_i$$

K_p - норма доходности всего портфеля

k_i - норма доходности отдельных активов

d_i - доля соответствующих активов в портфеле

i - номер i -той инвестиции

n - число активов в портфеле

Ковариация - взаимозависимое совместное изменение двух и более признаков процесса. Ковариация служит для измерения степени совместной изменчивости двух ценных бумаг, например акций.

Показатель ковариации доходности ценных бумаг (COV_{xy}):

$$COV_{xy} = \frac{1}{n} \sum_1^n (k_x - \overline{k_x}) \cdot (k_y - \overline{k_y}),$$

k_x — норма дохода по ценной бумаге x ;

$\overline{k_x}$ — ожидаемая норма дохода по ценной бумаге x ;

k_y — норма дохода по ценной бумаге y ;

$\overline{k_y}$ — ожидаемая норма дохода по ценной бумаге y ;

n — количество вариантов (наблюдений) за доходностью ценных бумаг.

$COV > 0$: доходность ценных бумаг изменяется в
одном направлении

$COV < 0$: доходность ценных бумаг изменяется в
разных направлениях

$COV = 0$: взаимосвязь между доходностями
активов отсутствует

Коэффициент корреляции (r_{xy}):

$$r_{xy} = \frac{COV_{xy}}{\sigma_x \cdot \sigma_y},$$

σ_x - стандартное отклонение доходности ценной бумаги x ,

σ_y - отклонение доходности ценной бумаги y .

σ_x и σ_y показатели риска ценных бумаг в виде оценки среднего квадратического отклонения

Коэффициент корреляции (r_{xy}) изменяется в пределах от -1 до +1:

$r_{xy} > 0$: доходности ценных бумаг изменяются в одном направлении с изменением конъюнктуры рынка, т.е. «активы ходят» одинаково

$r_{xy} < 0$: доходности ценных бумаг изменяются в разных направлениях с изменением конъюнктуры рынка, т.е. рост одного из активов сопровождается падением другого.

$r_{xy} = 0$: связь между доходностями ценных бумаг отсутствует, нет корреляции.

Диверсификация — сознательное комбинирование ценных бумаг, при котором достигается не просто их разнообразие, но и определенная взаимосвязь между доходностью и риском

Применение диверсификации позволяет снизить инвестиционные риски по портфелю

Для измерения величины систематического риска рассчитывается β -коэффициент.

Этот коэффициент есть портфельное понятие.

Характеризует неустойчивость (изменчивость) дохода отдельной ценной бумаги относительно доходности рыночного портфеля.

Формула расчета бета-коэффициента:

$$\beta = \frac{\text{COV}_{x,p}}{\sigma^2}$$

$\text{COV}_{x,p}$ — ковариация доходности ценной бумаги x с доходностью рыночного портфеля p (акция-рынок);

σ — стандартное отклонение доходности по рынку ценных бумаг в целом

$\beta=1$ - средний уровень риска: ценная
бумага имеет такой же риск, как
рыночный портфель

$\beta > 1$ - высокий уровень риска

$\beta < 1$ - низкий уровень риска

Акции с большой бетой ($\beta > 1$) называют **агрессивными**, с низкой бетой ($\beta < 1$) - **защитными**. Агрессивные это ценные бумаги тех компаний, которые сильно зависят от конъюнктуры рынка. Защитные – не зависят или сильно не зависят от рынка.

Бета-коэффициент для портфеля

рассчитывается как средневзвешенная бета-коэффициентов каждой отдельной ценной бумаги, включенной в портфель

Систематический риск по портфелю инвестиций
измеряется по формуле:

$$\beta_n = \sum_{i=1}^n \beta_i * d_i$$

β_n - уровень риска всего портфеля

β_i – уровень риска отдельных активов

d_i - доля соответствующих активов в портфеле

i - номер i -той инвестиции

n - число активов в портфеле

Полученный коэффициент β может быть:

=1: степень риска актива (портфеля) оценивается как средняя (среднерыночная)

>1: данный актив имеет степень риска более высокую, чем среднерыночная

<1: данная ценная бумага имеет меньшую степень риска по сравнению с рыночной

Портфельная теория Марковица как основная модель, используемая при выборе оптимального инвестиционного портфеля

- **Современная портфельная теория** разработана Г. Марковичем, Д. Тобином, У. Шарпом и базируется на статистических методах оптимизации портфеля.

В 1952 г. Марковичем была предложена математическая схема выбора оптимальных портфелей, концентрирующая внимание на поведении **портфеля в целом**, а не его составляющих.

Модель ценообразования на капитальные активы (САРМ)

Авторы: У. Шарп (W.F. Sharpe), Д. Линтнер (J. Lintner),
Д. Трейнор (J. Treynor), публикации 1964-65 гг.

Требуемая доходность ценной бумаги равна
безрисковой норме прибыли плюс премия за риск

$$K_j = R_q + \beta_j (K_m - R_q)$$

где:

K_j – требуемая (ожидаемая) норма прибыли (доходности)
ценной бумаги

R_q – безрисковая рыночная ставка доходности, как
правило,

ставка по государственным облигациям

K_m – ожидаемая прибыль (доходность) портфеля

β_j – бета-коэффициент данной ценной бумаги

Премия за риск

Сущность премии за риск заключается в доходности, которую ожидает увидеть инвестор при вложении в те или иные активы. При этом в качестве основы для расчетов всегда берутся безрисковые инвестиции. Доходность последних определяется как безрисковая процентная ставка по государственным облигациям, к примеру, казначейским облигациям США. Но нельзя забывать, что даже такие инвестиции до конца не гарантированы.

Премия за риск – разница между ожидаемой прибылью от вложений в диверсифицированный инвестиционный портфель и прибылью, полученной от инвестиций в безрисковые активы.

Премия за риск – это своеобразная оценка существующих рисков инвестором при совершении тех или иных инвестиций.

На основании знания потенциальной прибыли (высокая, низкая) по той или иной акции можно принимать решение по поводу включения актива в инвестиционный портфель или же отказа от него.

Знание премии позволяет принять решение, насколько текущая величина потенциального дохода соизмерима с текущим уровнем риска. В частности если вложение в ценную бумагу слишком рисковое, а прибыль, наоборот, имеет минимальную величину, то включение такого актива в инвестиционный портфель является неоправданным.

Методы определения премии за риск

Сегодня есть несколько методик, позволяющих выполнить расчеты премии за риск как ожидаемом параметре. Реальная премия за риск зависит от целого ряда факторов и инвестиционных рисков:



К основным способам расчета ожидаемой доходности финансовых активов можно отнести:

1. **Оценка экспертов.** Предусматривает сбор информации об ожиданиях участников рынка. Как правило, такая информация приводит к завышению ожидаемой доходности интересующих активов.
2. **Анализ прошлой прибыльности активов.** Здесь оценивается историческая составляющая изменения стоимости ценных бумаг. Но такой расчет подразумевает в конечном итоге большие погрешности и неточности.
3. **Модель определения реальной доходности.** Считается одной из наиболее точных методик, позволяющих произвести расчет доходности акций.

Суть этой модели – в исследовании фундаментальной информации об интересующем эмитенте, а не исторических ценах активов. Данная методика предполагает учет текущей инфляции, получение не номинальной, а реальной доходности интересующего актива. При этом сам расчет можно произвести через один из двух параметров – чистую прибыль или

Методы определения премии за риск

Кумулятивный метод оценки премии за риск (экспертный метод)

Если бы инвестиции были безрисковыми, то инвесторы требовали бы безрисковую доходность на свой капитал (то есть норму доходности, соответствующую норме доходности вложений в безрисковые активы);

чем выше инвестор оценивает риск проекта инвестиций, тем более высокие требования он предъявляет к его доходности.

Исходя из этих предположений при расчете ставки дисконта (нормы доходности) необходимо учесть так называемую «премию за риск»:

$$C_d = R_f + R_1 + \dots + R_n,$$

где:

C_d — ставка дисконта;

R_f — безрисковая ставка дохода;

$R_1 + \dots + R_n$ — рискованные премии по различным факторам риска.

Наличие того или иного фактора риска и значение каждой рискованной премии на практике определяются экспертным путем.

Чаще всего применяемый **аналитический метод** определения премии за риск основан на вычитании из требуемой инвестором доходности той принятой доходности, которая считается как бы безрисковой.