

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

---

# КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

---

Руководство к изучению курса

---

Ответственный редактор  
И.В. Ивашковская

*Рекомендовано УМО в области экономики и менеджмента  
в качестве учебного пособия для студентов  
высших учебных заведений,  
обучающихся по направлению подготовки «Экономика»*

*Второе издание*



---

Издательский дом ГУ ВШЭ  
Москва 2008

УДК 658.14/.17(075.8)  
ББК 65.290-93  
К68



Издание осуществлено в рамках  
Инновационной образовательной программы ГУ ВШЭ  
«Формирование системы аналитических компетенций  
для инноваций в бизнесе и государственном управлении»

**Авторский коллектив:**

канд. экон. наук, профессор *И.В. Ивашковская* (руководитель  
авторского коллектива); преподаватель *П.П. Львутин*;  
сотрудник Научно-учебной лаборатории корпоративных финансов  
*Н.П. Петров*; старший преподаватель *Н.К. Пирогов*;  
преподаватель, сотрудник научно-учебной лаборатории  
корпоративных финансов *А.Н. Степанова*

**Рецензент:**

доцент кафедры финансов и кредита  
Московского государственного университета  
им. М.В. Ломоносова *Т.Н. Черкасова*

ISBN 978-5-7598-0583-0

© Оформление. Издательский дом  
ГУ ВШЭ, 2007

## ОГЛАВЛЕНИЕ

---

Список ключевых терминов .....	8
Предисловие .....	12
<b>РАЗДЕЛ I. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ К ИЗУЧЕНИЮ КЛЮЧЕВЫХ ТЕМ КУРСА</b>	
<b>1. Введение в анализ подлинной стоимости заемного капитала фирмы .....</b>	<b>15</b>
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	15
Методические указания к изучению темы .....	17
1.1. Почему мы начинаем с заемного, а не собственного капитала .....	17
1.2. Метод построения портфеля-копии .....	19
1.3. Как метод дисконтирования потоков денежных средств связан с методом портфеля-копии .....	21
1.4. Финансовый способ анализа доходности актива .....	23
<b>2. Введение в анализ подлинной стоимости собственного капитала фирмы .....</b>	<b>24</b>
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	24
Методические указания к изучению темы .....	26
2.1. Обобщенный алгоритм оценки инвестиционной стоимости собственного капитала фирмы .....	26
2.2. Принципы анализа подлинной стоимости фирмы на основе потоков свободных денежных средств .....	28
2.3. Модели анализа подлинной стоимости фирмы .....	32

<b>3. Анализ доходности, ожидаемой собственниками фирмы</b> .....	35
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	35
Методические указания к изучению темы .....	37
3.1. Принципы и методы анализа ключевых показателей CAPM .....	37
3.2. Интерпретация ключевых показателей CAPM .....	39
3.3. Алгоритмы определения ключевых показателей .....	41
3.4. Многофакторные модели .....	47
3.5. Проблемы анализа доходности, ожидаемой собствен- никами компаний на развивающихся рынках капитала .....	49
<b>4. Анализ эффективности инвестиций в реальные активы</b> .....	52
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	52
Методические указания к изучению темы .....	54
4.1. Принципы оценки эффективности инвестиционных решений в стандартных методах проектного анализа .....	54
4.2. Управленческая гибкость и необходимость нестандартных методов проектного анализа .....	60
<b>5. Структура капитала фирмы</b> .....	63
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	63
Методические указания к изучению темы .....	65
5.1. Роль модели структуры капитала на совершенном рынке .....	65
5.2. Введение корпоративного налога на прибыль .....	67
5.3. Роль модели Миллера .....	68
5.4. Почему и каким образом нужно учесть в построении модели издержки финансовой неустойчивости .....	71
5.5. Развитие модели анализа структуры капитала: введение асимметрии информации и стимулов агентов .....	73
5.6. Значение теоретических моделей анализа структуры капитала для формирования политики финансирования фирмы .....	75
<b>6. Анализ затрат на капитал и барьерной ставки доходности фирмы</b> .....	77
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	77
Методические указания к изучению темы .....	79
6.1. Принципы оценки затрат на капитал .....	79
6.2. Методы оценки затрат на заемный капитал компании .....	81

---

6.3. Методы оценки затрат на собственный капитал .....	82
6.4. Анализ финансового рычага: различия бухгалтерского и финансового подходов .....	84
<b>7. Политика выплат инвесторам и стоимость фирмы .....</b>	<b>90</b>
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	90
Методические указания к изучению темы .....	91
7.1. Принципы анализа политики выплат на совершенном рынке капитала .....	91
7.2. Влияние налогов на предпочтения инвесторов и политику выплат .....	93
7.3. Введение второго типа несовершенств: сигнальные модели политики выплат .....	96
7.4. Введение третьего типа несовершенств: неполные контракты .....	97
7.5. Модели «радикальных левых» .....	98
<b>8. Взаимосвязь инвестиционных решений и решений о финансировании фирмы .....</b>	<b>100</b>
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	100
Методические указания к изучению темы .....	101
8.1. Почему необходим портфельный подход к финансовому анализу фирмы .....	101
8.2. Как учесть политику финансирования в инвестиционном анализе .....	105
8.3. Как использовать модели инвестиционного анализа для выявления оптимальной структуры капитала .....	107
<b>9. Принципы анализа стратегических сделок покупки контроля и реструктуризации фирмы .....</b>	<b>108</b>
Цель, ключевые задачи и вопросы темы .....	108
Методические указания к изучению темы .....	110
9.1. Принципы оценки выгод от покупки контроля. Почему нужно изучать мотивы стратегических сделок .....	110
9.2. Анализ эффективности операций слияния и поглощения на основе дисконтированного потока денежных средств .....	113

## РАЗДЕЛ II. ЗАДАЧИ И ТВОРЧЕСКИЕ ЗАДАНИЯ

<b>1. Введение в анализ подлинной стоимости заемного капитала фирмы</b> .....	117
Задачи .....	117
Вопросы и творческие задания .....	122
<b>2. Введение в анализ подлинной стоимости собственного капитала фирмы</b> .....	123
Задачи .....	123
Вопросы и творческие задания .....	127
<b>3. Анализ доходности, ожидаемой собственниками фирмы</b> .....	132
Задачи .....	132
Вопросы и творческие задания .....	137
<b>4. Анализ эффективности инвестиций в реальные активы</b> .....	139
Задачи .....	139
<b>5. Структура капитала фирмы</b> .....	161
Задачи .....	161
Вопросы и творческие задания .....	171
<b>6. Анализ затрат на капитал и барьерной ставки доходности фирмы</b> .....	179
Задачи .....	179
Вопросы и творческие задания .....	184
<b>7. Политика выплат инвесторам и стоимость фирмы</b> .....	186
Задачи .....	186
Вопросы и творческие задания .....	191
<b>8. Взаимосвязь инвестиционных решений и решений о финансировании фирмы</b> .....	194
Задачи .....	194
<b>9. Принципы анализа стратегических сделок приобретения контроля и реструктуризации фирмы</b> .....	201
Задачи .....	201
Вопросы и творческие задания .....	205

---

**РАЗДЕЛ III. РЕШЕНИЕ ТИПОВЫХ ЗАДАЧ**

<b>1. Введение в анализ подлинной стоимости заемного капитала фирмы .....</b>	<b>209</b>
<b>2. Введение в анализ подлинной стоимости собственного капитала фирмы .....</b>	<b>215</b>
<b>3. Анализ доходности, ожидаемой собственниками фирмы .....</b>	<b>217</b>
<b>4. Анализ эффективности инвестиций в реальные активы .....</b>	<b>221</b>
<b>5. Структура капитала фирмы .....</b>	<b>274</b>
<b>6. Анализ затрат на капитал и барьерной ставки доходности фирмы .....</b>	<b>288</b>
<b>7. Политика выплат инвесторам и стоимость фирмы .....</b>	<b>301</b>
<b>8. Взаимосвязь инвестиционных решений и решений о финансировании фирмы .....</b>	<b>303</b>
<b>9. Принципы анализа стратегических сделок приобретения контроля и реструктуризации фирмы .....</b>	<b>328</b>
<b>Литература .....</b>	<b>333</b>

## СПИСОК КЛЮЧЕВЫХ ТЕРМИНОВ

---

**Акции** — Shares, Stock

обыкновенные — common

привилегированные — preferred

курс — price

**Акционерный (собственный) капитал** — Equity, Equity capital

**Внутренняя норма доходности** — Internal rate of return

**Временная структура процентных ставок** — Term structure of interest rates

**Выкуп (компаний)** — Buy-out

за счет займа — leveraged

менеджерами — management

**Выкуп акций** — Repurchase of stock, Share repurchase

**Выпущенные акции** — Issued shares

**Диверсифицируемый риск** — Diversifiable risk

**Дисконтированный поток денежных средств** — Discounted cash flow

**Дисконтная облигация** — Discount bond

**Досрочный выкуп (отзыв) облигаций** — Bond Repurchase, Calling

**Доходность** — Return, Yield

бухгалтерская — book

к погашению — yield to maturity

норма — rate of

ожидаемая — expected

фактическая — real

**Заемный капитал** — Debt

обеспеченный — secured

с досрочным погашением — callable



погашение — maturity of  
старшинство (приоритетность) — seniority  
субординированный — subordinated

**Затраты на капитал** — Cost of capital  
средневзвешенные — weighted-average

**Капитал** — Capital  
оборотный — working  
уставный (разрешенный к выпуску) — authorized share

**Косвенные издержки банкротства** — Indirect bankruptcy costs

**Коэффициент дивидендных выплат** — Payout ratio

**Линия рынка ценных бумаг** — Security market line

**Метод скорректированной приведенной стоимости** — Adjusted-present-value rule

**Модель оценки долгосрочных активов** — Capital asset pricing model

**Налоговая экономия (налоговый щит)** — Tax shield

**Невозвратные издержки** — Sunk costs

**Недиверсифицируемый риск** — Nondiversifiable risk, Undiversifiable risk

**Норма текущей доходности акций** — Dividend yield

**Норма доходности** — Rate of return  
внутренняя — internal  
форвардная — forward

**Облигации** — Bonds, Notes  
дисконтные — discount  
конвертируемые — converted  
«мусорные» — junk

**Ожидаемая доходность** — Expected return

**Окупаемость** — Payback

- Опцион** — Option  
американский или европейский — American versus European  
реальный — real
- Опцион «колл»** — Call option
- Опцион «пут»** — Put option
- Основная сумма долга** — Principal
- Оценка** — Valuation
- Перспективы роста** — Growth opportunities
- Планирование долгосрочных (капитальных) вложений** — Capital budgeting
- Политика выплат** — Dividend policy
- Поток денежных средств** — Cash flow  
дисконтирование — discounting  
дисконтированный — discounted  
свободных денежных средств — free
- Премия** — Premium  
за ликвидность — liquidity  
за рыночный риск — Market risk premium
- Прибыль** — Earnings, Income, Profit  
бухгалтерская — accounting  
чистая — net  
экономическая — economic
- Прибыль на акцию** — Earnings per share
- Приведенная стоимость** — Present value  
скорректированная — adjusted  
чистая — net
- Прогнозный период** — Horizon period
- Процентная ставка** — Interest rate  
базисная — prime-rate  
безрисковая — risk-free

плавающая/фиксированная — floating/fixed

реальная — real

«спот» — spot

форвардная — forward

**Прямые издержки банкротства** — Direct bankruptcy costs

**Рентабельность** — Profitability, Return on

активов — return on total assets, ROA

бухгалтерская — accounting

инвестиций — investment

капитала — return on equity, ROE

**Слияние** — Merger, Acquisition

**Собственный капитал** — Equity

**Средневзвешенные затраты на капитал** — Weighted-average cost of capital

**Стоимость** — Value

балансовая (бухгалтерская) — book

будущая — future

подлинная — true

конверсионная — conversion

ликвидационная — salvage

рыночная — market

чистая приведенная — net present

**Структура капитала** — Capital structure

**Экономическая прибыль** — Economic income, Residual income

## ПРЕДИСЛОВИЕ

---

Данное руководство предназначено для студентов бакалавриата и нацелено на подытоживание методологических моделей, составляющих базу современного финансового анализа фирмы. Руководство не является учебником и не претендует на то, чтобы его заменить. В нем выделены ключевые аналитические вопросы, внимание сосредоточено на объяснении наиболее важных конструкций сложного курса «Корпоративные финансы», выстраивающего концептуальные рамки финансового анализа любой фирмы на примере наиболее легко наблюдаемого объекта — акционерной компании. При этом авторы ставили перед собой задачи выделить главную нить курса, выявить векторы развития финансового анализа фирмы, выстроить развитие моделей. Поэтому первый раздел пособия — это методические рекомендации к изучению тем курса, они помогут усвоить непростой объемный материал.

Изучать принципы и модели финансового анализа фирмы, всего комплекса ее финансовых решений — от финансирования до решений о стратегических сделках покупки контроля, неэффективно без освоения инструментария расчетов. Поэтому во втором разделе предлагаются задачи для тренировки такого навыка и ситуации для анализа, а в третьем — решения типовых задач.

## Раздел I

---

# **МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ К ИЗУЧЕНИЮ КЛЮЧЕВЫХ ТЕМ КУРСА**



# 1

## Введение в анализ подлинной стоимости заемного капитала фирмы

---

### ЦЕЛЬ, КЛЮЧЕВЫЕ ЗАДАЧИ И ВОПРОСЫ ТЕМЫ

В курсе корпоративных финансов, где решается задача построения современной финансовой аналитики фирмы, следует сконцентрировать внимание на самом явлении стоимости фирмы, чтобы не только понять принципы ее анализа, но и провести заложенный здесь контекст через весь курс. Выведение модели анализа подлинной стоимости фирмы удобнее начинать с заемного капитала, поскольку его свойства более определены, чем в случае с собственным капиталом.

**Цель темы** — построить аналитическую модель стоимости капитала фирмы на примере заемного капитала, представленного корпоративными облигациями.

В результате изучения темы студенты должны **знать**:

- принципы анализа подлинной стоимости отдельно взятого финансового актива;
- финансовый способ анализа доходности на примере корпоративных облигаций;
- роль временной структуры процентных ставок и кривой доходности в определении подлинной стоимости долгового финансового инструмента;

- принципы и алгоритм метода построения портфеля-копии и его роль в анализе заемного капитала фирмы;
- алгоритм и допущения метода дисконтированного потока денежных средств, формирующего основу анализа подлинной стоимости отдельно взятого актива;
- особенности применения метода дисконтированного потока денежных средств к анализу подлинной стоимости корпоративной облигации.

В результате изучения темы студенты должны **уметь**:

- использовать метод дисконтированного потока денежных средств для определения стоимости корпоративной облигации;
- адаптировать метод дисконтированного потока денежных средств к особенностям и характеристикам корпоративных облигаций;
- применять метод дисконтированного потока денежных средств для определения стоимости заемного капитала фирмы, привлеченного в формах банковского кредита и долгосрочной аренды.

### **Вопросы к семинару**

---

1. Кривая доходности, ее использование для дисконтирования потоков доходов инвесторов. Метод построения портфеля-копии для анализа стоимости финансового актива.
2. Типы и виды корпоративных облигаций. Особенности корпоративных облигаций по сравнению с другими долговыми финансовыми инструментами.
3. Модель оценки подлинной стоимости корпоративной облигации.
4. Использование модели оценки подлинной стоимости корпоративной облигации для анализа стоимости досрочно погашаемых облигаций, облигаций с плавающим купоном.
5. Использование модели оценки подлинной стоимости корпоративной облигации для анализа стоимости заемного капитала фирмы в виде банковского кредита и долгосрочной аренды.



## МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ К ИЗУЧЕНИЮ ТЕМЫ

### 1.1

#### **Почему мы начинаем с заемного, а не собственного капитала**

Данная тема является основополагающей для построения *логической картины анализа стоимости* фирмы. Несмотря на то что основой финансов фирмы является собственный, а не заемный капитал, мы начинаем выведение модели именно с последнего, учитывая относительную простоту корпоративной облигации как одного из инструментов привлечения капитала. Необходимо отметить, что заемный капитал — наиболее удобный объект для обоснования необходимых алгоритмов анализа подлинной стоимости капитала по нескольким причинам.

1. Облигация относится к инструментам с *фиксированным доходом* потому, что на фирму-эмитента накладываются определенные кредитным договором финансовые *обязательства*. Компания должна выплатить фиксированные платежи своим инвесторам: периодический доход (процент или купон) и фиксированную сумму номинала в момент истечения срока жизни облигации.

2. Все параметры выпуска заранее определяются и становятся известны инвесторам. Значительная часть такой информации связана со специальными положениями договора или *ограничительными оговорками (covenants)*. При работе над данной темой полезно рассмотреть виды таких ограничений, изучить положения об обеспечении облигаций активами, залоге активов, условий новых выпусков и их требований к залого.

3. Долговые инструменты имеют определенный срок до погашения. Тот факт, что конвертируемые и досрочно погашаемые (*callable*) инструменты, к которым активно прибегает современная корпорация, составляют исключение, никоим образом не мешает реализации поставленной выше цели. Представленный далее подход к анализу стоимости

на основе классических форм корпоративных облигаций, не являющихся конвертируемыми или досрочно погашаемыми, может с успехом использоваться и для анализа облигаций, обладающих экзотическими характеристиками. Анализ этого типа капитала упрощается, так как схема денежного потока (купонных выплат и основной суммы) в адрес инвестора выглядит более определенно по сравнению с доходами от акций.

Начиная анализ с заемного капитала, мы получаем возможность выстроить его с *дополнительными* упрощениями, поскольку имеем возможность ввести определенные предпосылки. Во-первых, о *безрисковом* долге, что можно достичь, предполагая достаточно высокое покрытие платежей по долгу потоками денежных средств и активами данной фирмы. Фактически делается предположение о том, что происходит анализ заемного капитала акционерной компании, обладающей стабильным, крупным потоком денежных средств от основной деятельности. Данная предпосылка означает отсутствие возможности дефолта. Во-вторых, вводится предпосылка *совершенного рынка капитала*, свойства которого описываются следующими условиями:

- отсутствие транзакционных издержек и налогов;
- делимость активов;
- совершенная конкуренция, отсутствие у участников финансового рынка возможности оказывать существенное влияние на курс актива;
- однородность ожиданий инвесторов;
- рациональное поведение инвесторов, максимизирующих ожидаемую полезность;
- отсутствие арбитража.

В-третьих, предпосылка об эффективности рынка капитала: цены на финансовых рынках полностью отражают всю существующую необходимую информацию. Данное условие фактически означает, что в момент торговли на финансовых рынках цена актива является наилучшим сигналом для принятия инвестиционного решения.

Важно разобраться, почему важны такие предпосылки. Поскольку решается задача построения *модели анализа* подлинной стоимости фирмы, нужны рамки, в которых этот анализ будет происходить. Наличие таких рамок поможет отобрать наиболее значимые шаги анализа, а затем с их помощью воссоздать картину и за пределами таких

рамок. Модель совершенного рынка капитала и гипотеза об эффективности этого рынка позволяют сделать утверждение о том, что рыночная стоимость корпоративной облигации или ее курс колеблется вокруг ее подлинной стоимости, а ожидаемые изменения от подлинной или фундаментальной стоимости приравниваются к нулю. Необходимо отметить, что введение предпосылки эффективности не означает, что курс всегда в любой момент времени равен подлинной стоимости. Важно, что отклонения курса от подлинной стоимости имеют *случайный* характер, поэтому в долгосрочной перспективе курс возвращается к своей основе — подлинной стоимости.

## 1.2

### Метод построения портфеля-копии

Метод построения портфеля-копии — это важный аналитический прием, применяемый при изучении разных видов финансовых решений фирмы. Он основан на приведенных выше предпосылках. Отсутствие арбитражных возможностей на совершенном рынке капитала означает, что рынок капитала не позволяет устойчиво получать необычную, арбитражную, прибыль. *Арбитражная прибыль* — это прибыль, которую можно получить без риска и без инвестиций. Арбитражная возможность соответственно представляет собой инвестиционную возможность, которая позволяет получить арбитражную прибыль.

Полезно подумать над логикой механизма подавления арбитражной возможности на совершенном рынке капитала. Арбитраж означает существование следующей ситуации: отдельные идентичные *части* одного и того же актива стоят столько, что суммирование их цен дает величину более высокую, чем цена *целого* актива. Допустим, отдельные куски жареного цыпленка, которые продаются в киоске возле института, стоят в сумме дороже, чем целый жареный цыпленок в киоске на другой улице. Что должен сделать рациональный

инвестор? Рациональность его поведения должна проявиться в том, что он приобретает целого цыпленка, делит его на части и продает рядом с институтом. Допустим, что он может сделать это без дополнительных значимых издержек. Каким будет результат? Поскольку все инвесторы могут и будут делать то же самое, произойдет, с одной стороны, быстрое насыщение спроса на куски цыпленка, а с другой стороны, рост спроса на целого цыпленка. Механизм спроса и предложения выровняет цены таким образом, что сумма частей станет стоить столько же, сколько и целое, если этот механизм действует при предпосылке наличия совершенства.

На совершенном рынке капитала активы, генерирующие одинаковые потоки выгод или потоки денежных средств, обладающие одинаковым риском, создают одинаковую доходность и имеют одинаковую подлинную стоимость. Получение прибыли на разнице курсов (цен) возможно как *мигломлетный* результат для отдельного инвестора. Отсутствие арбитражных возможностей опирается на остальные признаки совершенного рынка капитала, поэтому у любого инвестора нет препятствий для мгновенного вложения средств в любые финансовые активы, которые создают прибыль на разнице курсов. Остальную работу выполняет механизм спроса и предложения, благодаря которому курсы активов, приносящих одинаковые потоки выгод с одинаковым риском, будут равны.

Учитывая базовые послышки, следует подчеркнуть, что классическая долгосрочная относительно безрисковая корпоративная облигация, являющаяся в данном случае объектом нашего анализа, должна быть сопоставлена инвестором с инструментами, по которым уже установились процентные ставки. Такие возможности предоставляет *кривая доходности*, отражающая ставки долговых инструментов в соответствии с разными сроками до погашения. Кривая доходности — функция, связывающая доходность по группе инструментов, характеризующихся одинаковым инвестиционным риском и сроком до погашения, с известным заранее периодом (моментом) погашения долга. В кривой доходности отражены ставки *«spot»* или ставки наличного рынка в соответствии с структурой периодов погашения или времен-

ной структурой ставок «спот». По определению эта кривая строится на ставках *уже известных*, уже сложившихся, уже данных, относительно которых неопределенности нет. Обращаясь к кривой доходности как средству построения анализа стоимости заемного капитала корпорации, мы получаем возможность вывести базовую модель такого анализа. На совершенном рынке капитала инвестор, принимая решение о возможности вложения средств в относительно безрисковые долги корпорации, находится в ситуации выбора: вложить деньги в инструменты с известными ставками «спот» либо вложить деньги в покупку корпоративной облигации с известным сроком до погашения, объявленным графиком выплат, и известной величиной потоков денежных средств по каждой выплате. На этом основан метод построения портфеля, копирующего потоки денежных средств, график их поступления, их риски. Если такой портфель-копия может быть воссоздан аналитически, т.е. составлен из данных о других ценных бумагах с такими же потоками денежных средств, сроками, рисками, то мы получаем готовую величину стоимости этого портфеля. Это будет сумма курсов таких «дублирующих» ценных бумаг.

Составив портфель, дублирующий денежные потоки рассматриваемой облигации, можно заметить, что его цена не должна отличаться от курса нашей облигации. Если это не так, то появляется арбитражная возможность, которая благодаря рациональности инвесторов и механизму спроса и предложения исчезает.

### 1.3

#### **Как метод дисконтирования потоков денежных средств связан с методом портфеля-копии**

Основным методом анализа подлинной стоимости облигаций является метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Основная идея данного метода состоит в том, что выгоды, которые получает

инвестор в будущем в виде денежных потоков (купонных выплат и выплаты номинальной стоимости), сейчас имеют реально меньшую стоимость. Невозможно просто сложить абсолютные значения будущих выгод инвестора и сказать, что эта сумма будет являться стоимостью облигации. Складывать можно только значения, приведенные к одному периоду. Таким образом, принцип дисконтирования денежных потоков состоит в приведении будущей стоимости к ее текущему значению. Подлинная стоимость представляет собой сумму приведенных к настоящему времени будущих выгод инвестора (денежных потоков) и фактически зависит от двух основных составляющих:

- денежного потока (купонных выплат и выплате основной суммы);
- ставки дисконтирования.

Если с денежными потоками по долговому финансовому инструменту картина ясна, то ставка дисконтирования представляет тему для более детального обсуждения. Для оценки безрисковых облигаций должны использоваться ставки «спот», соответствующие сроку поступления денежного потока. Сами ставки «спот» можно получить с использованием безрисковых бескупонных облигаций. По определению ставка «спот» является доходностью к погашению бескупонной облигации с соответствующим сроком погашения. Именно эта ставка должна использоваться в качестве ставки дисконтирования для соответствующего по времени денежного потока. Таким образом, подлинная стоимость безрисковой облигации зависит от будущих денежных потоков и сложившейся структуры ставок «спот». Метод построения портфеля-копии позволяет применить дисконтирование, но по ставкам безрисковых активов, различающихся только сроком до погашения.

Метод дисконтирования потоков денежных средств предполагает более широкие рамки анализа, так как в нем не заложены ограничения на тип применяемой для дисконтирования ставки. Она может быть безрисковой в одних ситуациях и основанной на компенсации за риск — в других.

К68                    **Корпоративные финансы.** Руководство к изучению курса [Текст] / Гос. ун-т — Высшая школа экономики ; отв. ред., рук. авт. коллектива И. В. Ивашковская. — 2-е изд. — М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008. — 334, [2] с. — 1000 экз. — ISBN 978-5-7598-0583-0 (в пер.).

Учебное пособие предназначено для освоения студентами комплекса концепций и фундаментальных моделей современного анализа финансовых проблем компании в рыночной среде, включая политику финансирования, политику инвестиций, политику выплат инвесторам, решения о покупке контроля и присоединении других компаний, выделении и реструктурировании подразделений компании независимо от ее отраслевого профиля и правовой формы. Цель пособия — формирование методологического аппарата анализа финансовых решений фирмы, необходимого для создания компетенций современного экономиста. Пособие содержит методические указания к темам курса «Корпоративные финансы», задачи разной степени сложности, проблемные вопросы для обсуждения, задания с элементами исследовательского характера и решения типичных задач.

Для использования в программах подготовки экономистов, финансистов и управленцев в вузах.

УДК 658.14/.17(075.8)

ББК 65.290-93

*Учебное издание*

**Корпоративные финансы**  
Руководство к изучению курса

*Второе издание*

Зав. редакцией *О.А. Шестопалова*

Редактор *Е.Н. Ростиславская*

Художественный редактор *А.М. Павлов*

Компьютерная верстка и графика: *Н.Е. Пузанова*

Корректор *Е.Е. Андреева*

Отпечатано при содействии ООО «МАКС Пресс»

Подписано в печать 14.12.2007 г. Формат 60x88 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>  
Бумага офсетная. Гарнитура NewtonС. Печать офсетная. Тираж 1000 экз.  
Усл. печ. л. 20,37. Уч.-изд. л. 17,64. Заказ № . Изд. № 946

ГУ ВШЭ. 125319, Москва, Кочновский проезд, 3  
Тел./факс: (495) 772-95-71

ISBN 978-5-7598-0583-0



9 785759 805830