

**ФИНАНСЫ: ПРОСТО О СЛОЖНОМ**

# Корпоративные финансы

**Рубен Ениколопов**

[Renikolopov@nes.ru](mailto:Renikolopov@nes.ru)

# Корпоративные Финансы: основные вопросы

Два основных вопроса:

## □ Планирование капитальных вложений

- Стоит ли вкладывать деньги в проект ?
- Сколько стоит проект?

## □ Структура капитала

- Если вы хотите вложить деньги в проект, должны ли вы брать деньги в кредит, продать долю партнерам или финансировать из собственных средств (если это возможно)?
- Как может/должен менеджер финансировать проекты и разделять инвестиционный бюджет?

# Планирование капитальных вложений

- ❑ Планирование капитальных вложений - анализ инвестиционных возможностей и принятие решений о том, какими из них стоит воспользоваться.
- ❑ Основным методом оценки проектов является метод приведенных денежных потоков.
- ❑ На практике также часто применяется сравнительный метод оценивания.

# Метод приведенных денежных потоков

- Для анализа необходим метод, который позволял бы сравнивать между собой проекты которые отличаются по

- Срокам
- Рискам

- Метод приведенных денежных потоков «переводит» будущие деньги в текущие:

$$P_0 = \sum_t CF_t / (1+r)^t$$

- CF: (ожидаемые) денежные потоки (cash flows)
- r: ставка дисконтирования
- $P_0$ : текущая цена (стоимость)

- Ставка дисконтирования учитывает все различия по времени и рискам

# Ставка дисконтирования

Ставка дисконтирования учитывает различия по

## □ Срокам

- Мы ценим деньги сегодня больше чем деньги в будущем
- Деньги сегодня дают дополнительные возможности

## □ Рискам

- Риск дефолта
- Инфляционный риск
- Ценность денег зависит от обстоятельств (например, намного выше в момент финансового кризиса)

# Сравнительная оценка стоимости

□ «Закон одной цены»: одинаковые вещи должны стоить одинаково.

- Естественное обобщение – похожие вещи стоят примерно одинаково.
- Сложность относительной оценки стоимости зависит от того, насколько похожи между собой имеющиеся альтернативы.

Например, легко оценить квартиру в типовом доме, если такая же квартира в соседнем подъезде была продана три недели назад. Оценить же Кремль крайне сложно.

□ Точность оценка будет зависеть от

- Наличия близкой альтернативы
- Точности оценки альтернативы

# Сравнительная оценка стоимости фирм

- ❑ На практике, подавляющее большинство оценок фирм строится именно на методе сравнительной оценки.
- ❑ Для этого
  - ❑ Находятся схожие фирмы
  - ❑ Находится рыночная оценка их активов
  - ❑ Рыночная оценка стандартизуется- строятся оценочные коэффициенты (например, цена/прибыль)
  - ❑ На основе коэффициента и характеристик фирмы (например, прибыли), строится ее оценка

# Фирма

Фирма - это набор проектов финансируемых за счет финансовых требований

Финансовые требования являются источником притока денежных средств, которые фирма инвестирует в различные проекты.

Доходы, генерируемые проектами направляются либо на финансирование новых проектов, либо выплачиваются держателями различных требований.

Помимо кредиторов и владельцев, это могут быть поставщики, продавшие товар в кредит, или государство, собирающее налоги

# Балансовая модель фирмы

## Решение о капвложениях

Текущие активы

Текущие  
обязательства

Долгосрочный  
долг

Долгосрочные активы

1 Материальные

2 Нематериальные

Какие  
долгосрочные  
инвестиции  
должна делать  
фирма?

Акционерный  
Капитал

# Балансовая модель фирмы

## Решение о структуре капитала

Текущие активы

Долгосрочные активы

1 Материальные

2 Нематериальные

Из каких источников фирма должна привлекать инвестиции?

Текущие обязательства

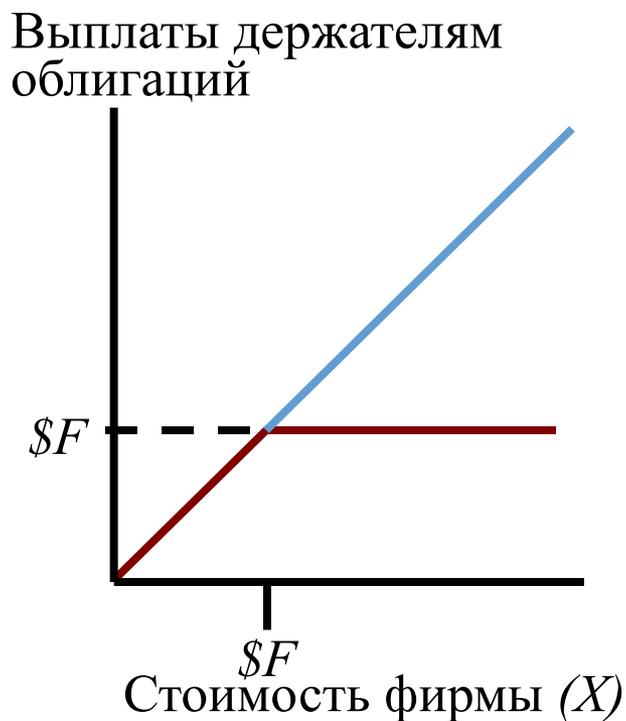
Долгосрочный долг

Акционерный Капитал

# Фирма и Финансовые Рынки



# Акции и облигации как условные требования

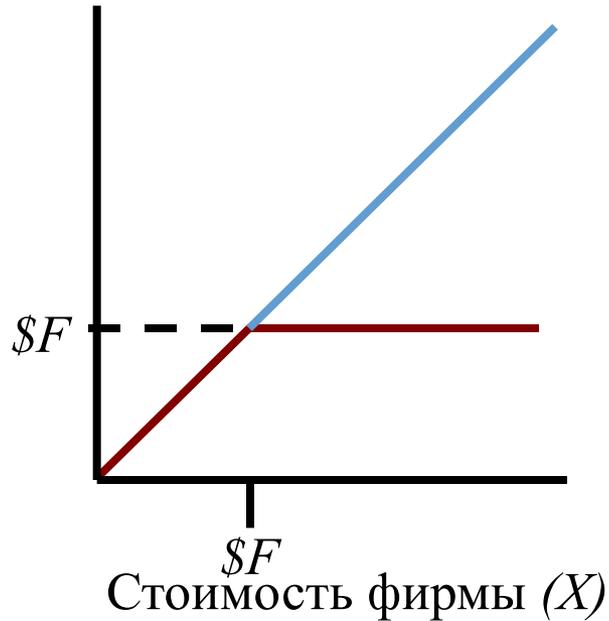


Держателям облигаций обещано  $\$F$ .

Если стоимость фирмы  $\$F$ , они получают всю стоимость фирмы.

# Акции и облигации как условные требования

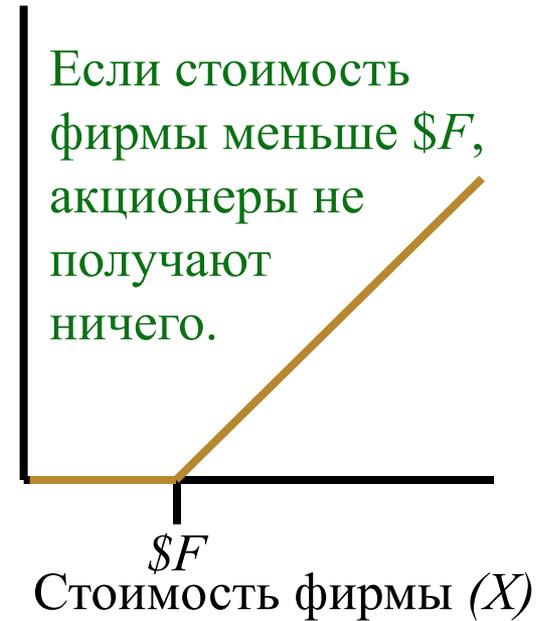
Выплаты держателям облигаций



Держателям облигаций обещано  $\$F$ .

Если стоимость фирмы  $\$F$ , они получают всю стоимость фирмы.

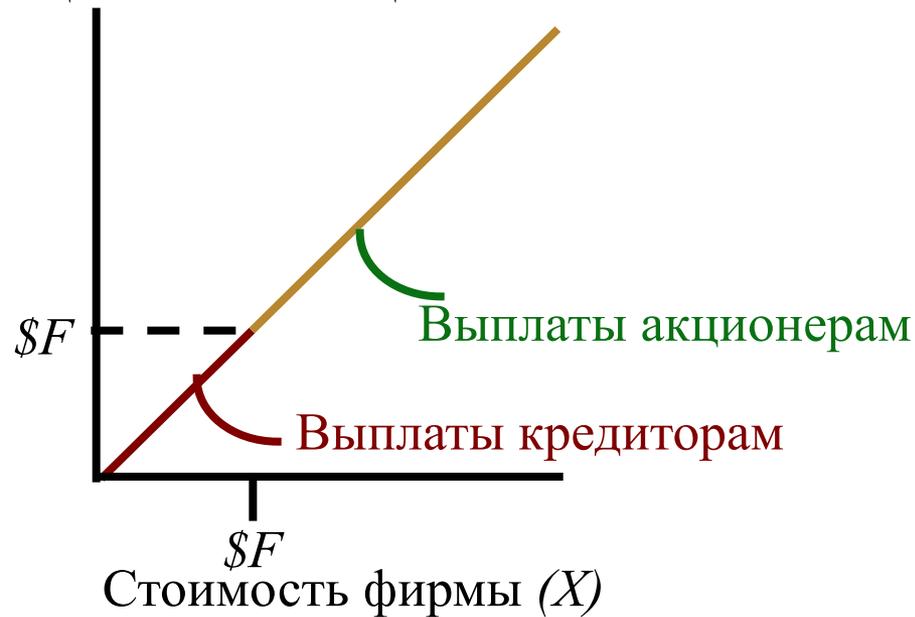
Выплаты акционерам



Если стоимость фирмы больше  $\$F$ , акционеры получают все они получают всю стоимость фирмы сверх  $\$F$

# Суммарные выплаты по акциям и облигациям

Суммарные выплаты по акциям и облигациям



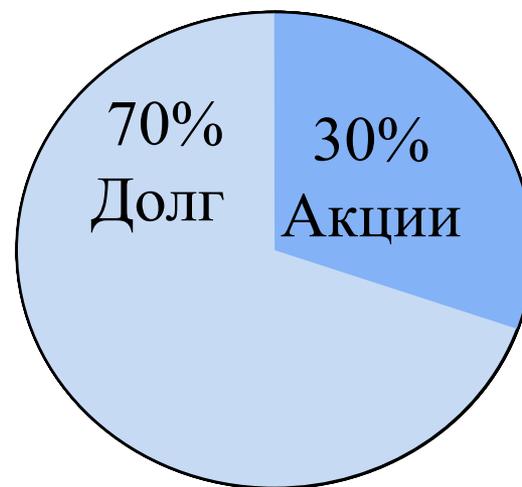
Кредиторам обещано  $\$F$ .

# Структура капитала

Стоимость фирмы можно представить в виде пирога.

Задача менеджера – увеличить размер пирога.

Решение о структуре капитала можно рассматривать как решение о том, как лучше нарезать пирог.



# Теорема Модильяни-Миллера

- ❑ На совершенном рынке структура капитала (заемного и собственного) не влияет на стоимость бизнеса.
- ❑ То, как вы нарежете пирог на части, не влияет на размер пирога.
- ❑ Совершенство рынка может нарушаться если есть
  - Налоги
  - Издержки банкротства
  - Асимметрии информации

# Эффект налогов

- ❑ На самом деле, пирог делится на три части – большой кусок достается государству
- ❑ Процентные выплаты не облагаются налогом
- ❑ Увеличивая процентные выплаты, фирма не меняет общий размер пирога, но уменьшает кусок, который достается государству
- ❑ Это эффект делает использование кредитного капитала более выгодным, но....

# Издержки банкротства

- ❑ Высокая долговая нагрузка увеличивает риск дефолта
- ❑ В идеальном мире, это не отражается на размере пирога
- ❑ В реальности есть издержки банкротства
- ❑ Прямые
  - Судебные издержки
  - Услуги консультантов
  - Потерянное время
- ❑ Непрямые
  - Потеря клиентов, поставщиков, сотрудников
  - Ускоренная распродажа (fire sale) активов

# Асимметрия информации

- ❑ Инвесторы знают о фирме гораздо меньше, чем менеджеры
- ❑ Они требуют дополнительную премию за риск, связанный с асимметрией информации
- ❑ Требуемая премия меньше для заемных средств, так как их риски в целом ниже
- ❑ Как результат - источники финансирования отличаются по стоимости
- ❑ внутреннее финансирование (самый дешевый)
- ❑ Кредит
- ❑ Акционерный капитал (самый дорогой)

# Другие вопросы в корпоративных финансах

- ❑ Корпоративное управление
  - Разделение прав собственности и контроля
- ❑ Механизмы долгосрочного финансирования
  - IPO, SEO, различные виды долговых обязательств
- ❑ Управление текущими активами/обязательствами
  - Как избежать проблем с ликвидностью?
- ❑ Влияние несовершенства рынков (поведенческие финансы)
  - Что если люди не всегда ведут себя разумно?
- ❑ Международные корпоративные финансы
  - валютные риски, особенности налогообложения