



Российский университет дружбы народов  
Институт гостиничного бизнеса и туризма

*В. Дихтяр*

# ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

**Раздел III. Стоимость капитала и финансовые решения**

**Тема 3.01. Рынок заемного капитала и стоимость долга фирмы**

## *Содержание*

- Понятие облигации и их выпуск
- Цена купонной / бескупонной облигаций
- Преимущества и недостатки выпуска облигаций
- Погашение облигаций

## Облигации $b$

≡ ценные бумаги

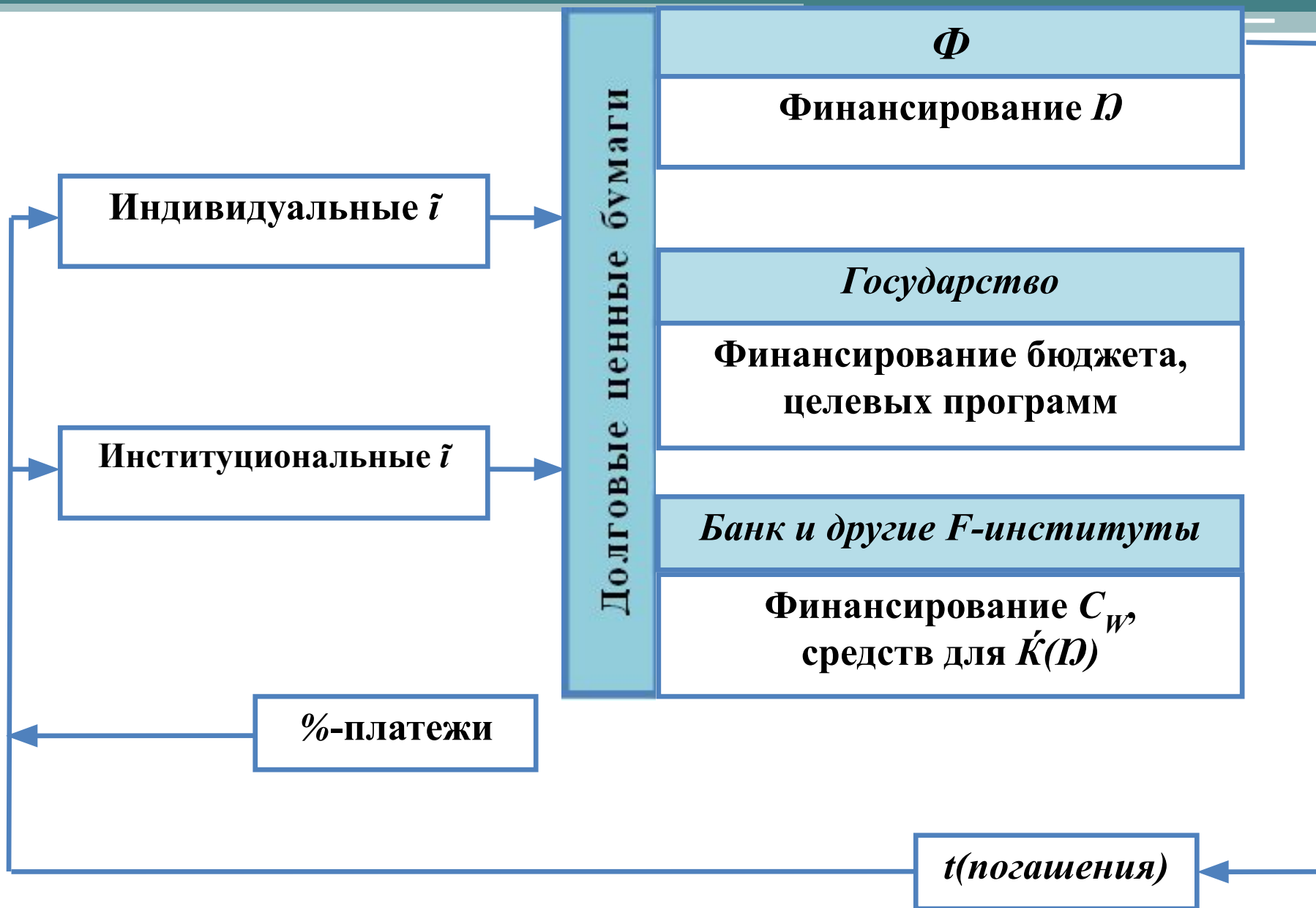
- именные или на предъявителя
- выпускаемые  $\Phi$
- подтверждающие факт ссуды  $M$  инвестором эмитенту
- дающие право на участие в  $\pi$  эмитента:  $fix \% \omega_0(b)$
- «старшие» бумаги: держатель  $\equiv$  кредитор, а не совладелец  $\Phi \Rightarrow$  претензии удовлетворяются раньше
- средства, аккумулированные  $\Phi$  путем размещения займа (выпуска  $b$ ), являются не  $C_A$ , а  $C_\delta$

## ***b* могут быть выпущены**

- именные или предъявительские
  - обращение именных мало отличается от обращения *a*
  - обращение предъявительских упрощено: передача прав путем простого вручения  $\perp$  владельцу
- с обеспечением (залогом, гарантиями) и без доп. обеспечения
- с правом конверсии, т.е. обмена *b* на определенное число *a* ( $\Phi$ -эмитента), без права
- с различными возможностями погашения (*M* / имущество, одновременно / последовательно..)

## Выпуск $b$

- без дополнительных гарантий –  $\Phi > 3$  лет
- размер ограничивается величиной  $C$
- организуется по  $\check{R}$  совета директоров эмитента
- сроки могут варьироваться
  - $b_c$ : погашение через год или менее
  - $b_f$ : более года; %  $y$  выше, чем по  $b_c$  ( $\uparrow \rho$ )



## Состояние $\mu_b(P\Phi)$

- недостатки налогообложения: % по  $b$  выплачиваются из  $\pi_N(\Phi)$ , т.е. после платежей в бюджет  $\uparrow$  на  $\pi$
- доминантой является не  $\dot{Y}$ , а раздел собственности, получение контрольного пакета, т.е. голосующих  $a$
- $\uparrow \rho$  при  $\tilde{i}$
- недоверие к долгосрочным вложениям
- интерес к международному  $\mu$  (евроб)

## Цена облигаций $p(b)$

- участник  $\mu$  ( $\equiv$  маркет-мейкер)  $\rightarrow e\text{-}\check{S}$ : торговля
  - выставление  $p(S)$  и  $p(D)$
  - котировки других маркет-мейкеров  $\Rightarrow$  сделка, если  $p$  устроит
- $p$  для  $\check{I}$  должна обеспечивать  $\min \check{Y}$
- рассчитывается и принимается на уровне дисконтированной суммы поступлений в  $t$
- $r$  дисконта =  $r$  альтернативного вложения с таким же уровнем  $\rho$  и  $t$ , как и  $b$



## Составляющие $fl$

- $fl^-$ , связанный с выплатой  $p(b)$  при покупке
- *аннуитет*: выплаты держателю  $b$
- *разовый платеж*: в момент погашения (выплата  $\omega_0$ )

## Цена купонной облигации $p(b_q)$

$y$  по  $fl =$  требуемая  $r \Rightarrow fl^- = fl^+$

$$p(b_q) = \omega_0 * r * A_{ni} + \omega_0 / (1 + y)^n$$

$p$  – цена купонной облигации

$\omega_0$  – номинальная стоимость

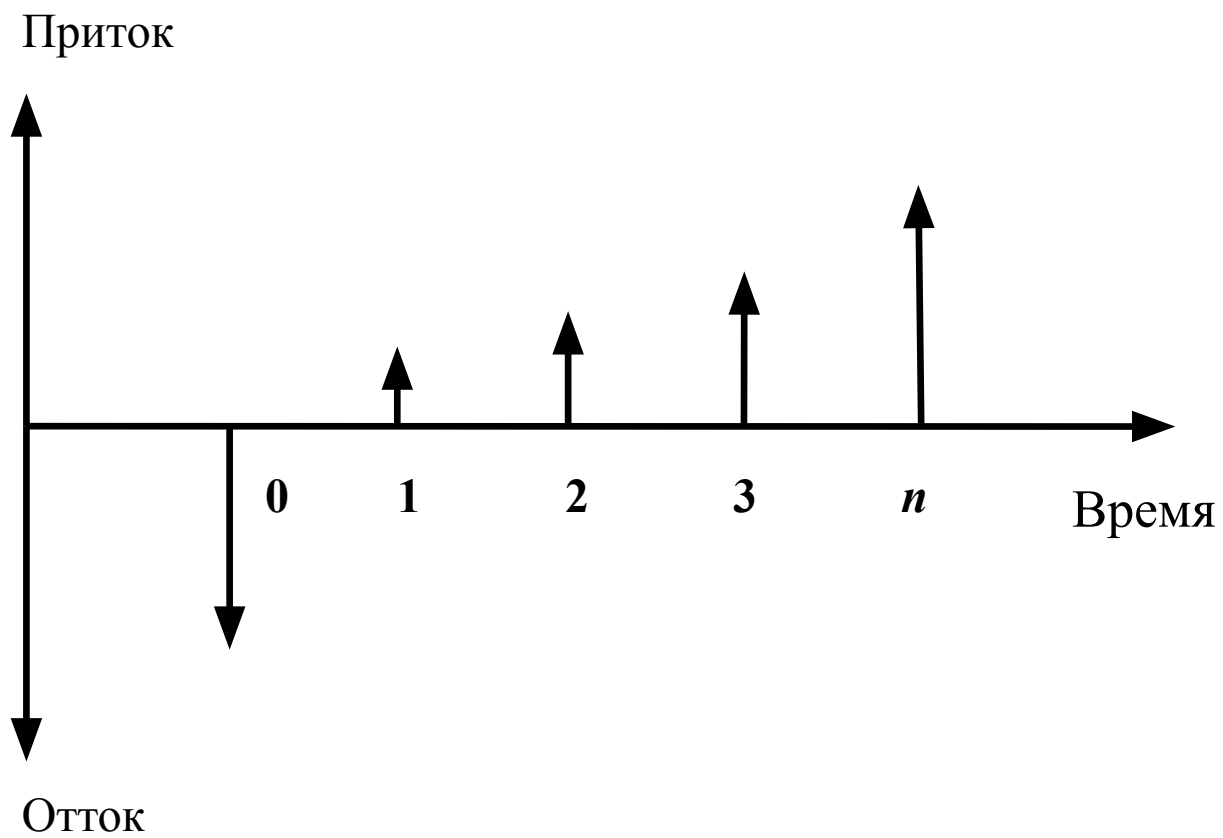
$r$  – ставка купонной доходности

$A_{ni}$  – функция, по которой дисконтируется аннуитет

$y$  – требуемый уровень доходности

$n$  – срок до погашения

$$f_l(b_q)$$



## Цена бескупонной облигации $p(b)$

- продаются со скидкой к номиналу (дисконтом)
- погашаются по  $\omega_0 \Rightarrow Y(\tilde{i})$
- $fl^+$  состоит только из погасительного платежа  $\Rightarrow$

$$p(b) = \omega_0 / (1 + y)^n$$

## $\omega(C)$ от размещения $b$

- $b$  котируются и известна  $\omega_{\mu}(b)$   
 $\Rightarrow$  можно найти  $r(\dot{y})$
- $p$  складывается под воздействием совокупного  $D$  ( $\tilde{I}$ )  
 $\Rightarrow \dot{Y} = \mu$ -оценка  $\omega(C)$
- определить  $\omega(C)$ : найти  $IRR$  для  $fl(b)$

## Преимущества $b$ перед $a$

- $fix\%$  при  $\downarrow\pi$  защищает от потери части  $\dot{Y}$  в связи с ухудшением  $F$ -состояния
- $b$  – «старшие» бумаги
- $\downarrow\rho$ : погашение гарантировано залогом имущества
- $\%b$  чаще всего меньше, чем средние дивиденды по  $a$
- отсутствует угроза поглощения  $\Phi$  путем скупки  $b$

## Недостатки

- $fix\%$  при  $\uparrow \pi$  ограничивает  $\dot{Y}(C)$
- $\downarrow$  уровень индексации  $\dot{Y}$  не спасает от инфляции
- когда  $\Phi$  набирает силу, наступает срок погашения и  $\tilde{i}$  вынужден покинуть перспективный источник  $\dot{Y}$

## Погашение $b$

- выплаты не только  $M$ , но и  $\dot{h} \Rightarrow \uparrow \tilde{I}$ -привлекательность

Выпуск конвертируемых  $b \Rightarrow \downarrow \omega(C_\delta)$

- $C$ , полученный путем выпуска  $b \equiv C_\delta$  заемный, а не  $C_A$
- $\uparrow$  удельного веса  $C_\delta (\Phi) \Rightarrow \uparrow \rho$  дефолта  $\Rightarrow$   
прекращение  $A$  (банкротство, неплатежеспособность)