

# ОСНОВЫ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

Стивен  
Росс

Рэндольф  
Вестерфилд

Брэдфорд  
Джордан

12-е международное издание



# ОСНОВЫ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ



# Fundamentals of CORPORATE FINANCE

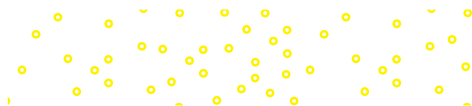
Twelfth Edition

Stephen A. Ross

Randolph W. Westerfield  
University of Southern California, Emeritus

Bradford D. Jordan  
University of Kentucky

**Mc  
Graw  
Hill**  
Education



# ОСНОВЫ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

12-е международное издание

Стивен А. Росс

Рэндольф У. Вестерфилд

Школа бизнеса Маршалла, Университет Южной Калифорнии

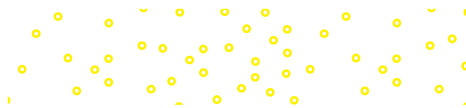
Брэдфорд Д. Джордан

Колледж бизнеса и экономики Гаттона, Университет Кентукки



Издательство «Олимп–Бизнес»

Киев, 2021



УДК 336.01  
ББК 65.26  
Р76

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan  
Fundamentals of corporate finance, Twelfth edition  
Copyright © 2019 by McGraw-Hill Education.  
Published by McGraw-Hill Education. Previous editions © 2016, 2013, and 2010.

**Росс, Стивен А.**

Р76 Основы корпоративных финансов / Стивен А. Росс, Рэн-  
дольф У. Вестерфилд, Брэдфорд Д. Джордан [пер. с англ.]. —  
Киев : Олимп–Бизнес, 2021. — 1188 с. : ил.

ISBN 978-5-9693-0453-6

В фундаментальном учебнике, написанном известными американски-  
ми учеными и опытными преподавателями, излагаются основы финансо-  
вой деятельности предприятий в условиях рыночной экономики. Книга  
охватывает широкий круг проблем, в том числе вопросы финансового пла-  
нирования, управления денежными средствами и материально-производ-  
ственными запасами; дивидендной политики, эмиссии и оценки ценных  
бумаг, управления риском, слияний и поглощений, лизинга, а также меж-  
дународные аспекты корпоративных финансов.

Учебник содержит большое число обучающих средств, примеров, осно-  
ванных на реальных событиях, иллюстраций; модули, содержащие статьи  
выдающихся теоретиков и практиков в области экономики и финансов;  
специальные разделы, помогающие находить разнообразную финансовую  
информацию в интернете. По каждой изучаемой теме предложены прак-  
тикум и задачи разного уровня сложности, снабженные комментариями  
и ответами.

Издание предназначено для студентов и аспирантов, изучающих эконо-  
мику, финансы, менеджмент, и для преподавателей экономических и  
финансовых вузов. Оно может быть использовано в практической работе  
руководителями и менеджерами всех уровней, специалистами финансово-  
бухгалтерских подразделений предприятий и коммерческих организаций.  
Кроме того, учебник полезен и для читателя, желающего приобрести опыт  
рационального управления личным бюджетом.

**УДК 336.01**  
**ББК 65.26**

*Все права защищены. Воспроизведение всей книги или ее части в любом виде  
воспрещается без письменного разрешения издателя.*

A member of: **BPR**   
Business Publishers Roundtable.com

**ISBN 978-5-9693-0453-6**

© McGraw Hill Education, 2019.  
All rights reserved.

© Издательство «Олимп–Бизнес»,  
перевод на рус. яз., оформление, 2021



Стивену А. Россу и его семье

Мы как раз работали над двенадцатым изданием «Основ корпоративных финансов», когда пришла печальная новость: 3 марта 2017 г. скончался наш большой друг, коллега и соавтор Стив Росс. Идеи Стива в отношении данного учебника оказались основополагающими, его влияние на проект — значительным и определяющим. Нам будет очень не хватать нашего товарища. Мы уверены, что благодаря бесценному многолетнему вкладу со стороны Стива настоящий учебник и в дальнейшем останется на самом высоком уровне; мы сделаем для этого всё, что от нас зависит.

**Р. У. У., Б. Д. Дж.**



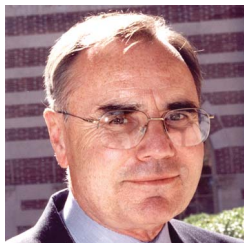
### СТИВЕН А. РОСС



Стивен Росс был профессором финансов и экономики в Школе бизнеса Слоана при Массачусетском технологическом институте, его работы в области финансов и экономики пользовались большой популярностью. Всеобщее признание получила разработанная профессором С. Россом теория арбитражного ценообразования. Он внес существенный вклад в теорию сигналов, в вопросы агентских отношений, установления цен на опционы, временной структуры процентных ставок и многие другие. Росс состоял в должности президента Американской финансовой ассоциации, а также работал заместителем редактора нескольких академических и профессиональных журналов. Кроме того, он был членом попечительского совета Калифорнийского технологического института. Профессор С. Росс внезапно скончался в 2017 г.

### РЭНДОЛЬФ У. ВЕСТЕРФИЛД

*Школа бизнеса Маршалла, Университет Южной Калифорнии*



Почетный декан и профессор финансов в Школе бизнеса Маршалла при Университете Южной Калифорнии. Прежде работал в Уортонской школе бизнеса при Университете Пенсильвании: здесь в течение двадцати лет он занимал должность заведующего кафедрой финансов и преподавателя факультета финансов. Член попечительского совета инвестиционного фонда Oaktree Capital. Замечательный специалист в сфере корпоративной финансовой политики, инвестиционного менеджмента и изменения цен на фондовом рынке.

### БРЭДФОРД Д. ДЖОРДАН

*Колледж бизнеса и экономики Гаттона, Университет Кентукки*



Профессор финансов в Колледже бизнеса Гаттона и заведующий кафедрой банковских и финансовых услуг в Университете Кентукки. Основная сфера интересов: прикладные и теоретические аспекты корпоративных финансов и политики финансового менеджмента. Профессор Джордан опубликовал множество статей по вопросам стоимости и структуры капитала, изменения курсов ценных бумаг. Состоял в должности президента Южной финансовой ассоциации; соавтор монографии «Основы инвестиций: оценка и менеджмент» (*Fundamentals of Investments: Valuation and Management, 8<sup>th</sup> edition*) — ведущего учебника по инвестициям, также изданного McGraw-Hill.

Когда мы втроем решили написать учебник, нами руководило общее убеждение: теория корпоративных финансов должна опираться на несколько мощных комплексных идей. По нашему мнению, прежде эта область знания была представлена в учебниках как совокупность разрозненных концепций, объединенных главным образом тем, что они помещены в одну книгу. Мы решили пойти другим путем.

Мы были полностью уверены: не стоит создавать аналог уже существующих учебников. Внимательно изучив их, мы выделили действительно важные и полезные моменты. Далее нам пришлось исключить отдельные темы, которые мы посчитали вторичными, сократить теорию, а также обширные и детализированные расчеты. Во-первых, логику расчетов вполне можно понять интуитивно, а во-вторых, чаще всего они имеют ограниченное практическое применение.

В результате в процессе работы над «Основными корпоративных финансов» мы сосредоточились на трех моментах.

## **АКЦЕНТ НА ИНТУИЦИИ**

Мы всегда культивировали принципы работы согласно «здравому смыслу» и вместе с тем старались объяснить, почему важно прислушиваться к интуиции, прежде чем пускаться в детали. Итак, сначала в довольно общей манере мы обсуждаем основные идеи и понятия, а затем рассматриваем ситуации, в которых финансовому менеджеру оказывается необходимо знать и понимать их.

## **УНИФИКАЦИЯ ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ**

Мы считаем понятие «чистая приведенная стоимость» (*NPV*) базовым теоретическим понятием в сфере корпоративных финансов. И хотя оно очень важно, во многих учебниках ему уделяется крайне мало внимания. Главная мысль — *NPV* представляет собой превышение рыночной стоимости над себестоимостью — часто теряется из-за механистического подхода, предполагающего акцент на расчетах в ущерб объяснению сути предмета. В отличие от этого мы освещаем каждый вопрос, опираясь прежде всего на оценочный анализ и подробно объясняя, как отдельное решение влияет на оценочные параметры.

## **ФОКУС НА МЕНЕДЖМЕНТЕ**

Студенты не должны упускать из виду, что финансовый менеджмент относится к сфере менеджмента. Мы рассматриваем финансового менеджера как субъекта, принимающего решения, и стараемся подчеркнуть важность работы, мнений и суждений менеджеров. Мы сознательно отказываемся от концепции «черного ящика» и, когда это необходимо, указываем на приблизительный, прагматический характер финансового анализа, на его ограниченность, на имеющиеся здесь «подводные камни».

Сегодня, оглядываясь назад и вспоминая наш первый учебник, изданный в 1991 г., мы чувствуем те же надежды и опасения, что и предприниматели, о которых пишем. Получит ли наш учебник признание на рынке? В 1990-е годы мы даже не могли себе представить, что спустя 26 лет будем готовить его двенадцатое издание! Мы также не мечтали о том, что за прошедшие годы при поддержке наших друзей и коллег со всего мира нам удастся подготовить специальные учебники для Австралии, Канады и ЮАР (с учетом особенностей этих стран), международное издание и издания учебника на китайском, французском, польском, португальском, тайском, русском, корейском и испанском языках, а также отдельного учебника «Основные положения корпоративных финансов» (*Essentials of Corporate Finance*), который выдержал уже девять изданий.

Сегодня мы вновь выходим на рынок, и наша цель — еще раз провозгласить принципы, которые мы давно отстаиваем. Однако с учетом огромного количества замечаний и пожела-

ний, полученных от читателей и коллег, мы сделали структуру данного издания *более гибкой* в сравнении с предшествующими. Мы заботимся об удобной подаче материалов (ее позволяет добиться система McGraw-Hill's CREATE) и стараемся сопровождать изложение многочисленными иллюстрациями, примерами и задачами — в помощь студентам, изучающим корпоративные финансы. Мы также предлагаем комбинировать отдельные темы и методы изучения, а также практикумы по каждой рассмотренной теме. Мы уверены, что, изучая данный учебник в сочетании с другими нашими изданиями, вы подберете для себя индивидуальную комбинацию учебных материалов, отвечающую всем вашим потребностям в настоящем и будущем.

**Стивен А. Росс,  
Рэндольф У. Вестерфилд,  
Брэдфорд Д. Джордан**

## **ЗАКОН О СНИЖЕНИИ НАЛОГОВ И СОЗДАНИИ РАБОЧИХ МЕСТ, ОПИСАННЫЙ В 12-м ИЗДАНИИ «ОСНОВ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ» РОССА**

Существует шесть основных областей изменений, которые будут отражены в 12-м издании.

1. Корпоративный налог. Здесь мы обсуждаем новый корпоративный налог с фиксированной ставкой 21%, который сравнивается со старой прогрессивной системой. Плюсы и минусы новой ставки показаны в примерах и задачах. Компании, не являющиеся корпорациями, всё еще сталкиваются с прогрессивным налогообложением, поэтому обсуждение маргинальных и средних налоговых ставок остается актуальным.
2. Накопленная амортизация. В течение ограниченного периода времени предприятия могут использовать 100-процентную амортизацию в первый год для большинства не относящихся к недвижимости инвестиций, соответствующих требованиям MACRS. Эта «накопленная амортизация» заканчивается через несколько лет, и возвращается система MACRS, а потому материалы о MACRS остаются актуальными. Влияние накопленной амортизации иллюстрируется в различных задачах.
3. Ограничения процентных вычетов. Сумма процентов, которые могут быть вычтены для целей налогообложения, ограничена. Проценты, которые не будут вычтены, можно перенести на будущие налоговые периоды (но не на прошлые; см. далее).
4. Переносы чистых операционных убытков (NOL) были исключены, и перенос вычетов NOL ограничен пределами одного налогового года.
5. Налоговые льготы по дивидендам, полученным корпорацией, были уменьшены, что означает увеличение доли, подлежащей налогообложению.
6. Репатриация. Различие между прибылью в США и за пределами США было практически ликвидировано. Все «зарубежные» активы, как ликвидные, так и неликвидные, облагаются единовременным «условным» налогом.

В 12-м издании мы также рассмотрели следующие темы.

- Возврат ранее уплаченных сумм и отложенная компенсация.
- Инверсии.
- Отрицательные процентные ставки.
- Работа Нью-Йоркской фондовой биржи.
- Прямое размещение акций на бирже, листинг на бирже и первичное размещение токенов криптовалюты.
- Регламент CF.
- Brexit (Выход Великобритании из Европейского союза).
- Репатриация.
- Изменения в учете лизинга.

# Темы, представленные в учебнике

В книге подробно изложен начальный курс корпоративных финансов — как для студентов, специализирующихся именно на финансах, так и для слушателей других курсов в школах бизнеса. Перед вами вполне самостоятельный учебник: знакомство с ним предполагает наличие некоторых базовых знаний в области алгебры и бухгалтерского учета, хотя здесь и предложен обзор важных начальных учетных принципов. Структура учебника позволяет педагогам с удобством использовать содержащиеся в нем материалы.

Для того чтобы читатель получил представление обо всем спектре проблем, затронутых в настоящем издании «Основ корпоративных финансов», мы составили таблицу, в которой отражены: название каждой главы; важнейшие темы, затронутые в каждой главе; резюме о пользе главы для студентов. По сравнению с прошлым изданием в каждой главе подверглись правке (с учетом новых данных): введение; фактология в основной части и отдельных рубриках; схемы и таблицы (в которых используются примеры реальных компаний); завершающий главу материал.

Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ЧАСТЬ 1. Обзор корпоративных финансов</b>		
<b>ГЛАВА 1</b> Введение в корпоративные финансы	Цели компании и проблема агентских отношений	Создание стоимости представлено как фундаментальный аспект менеджмента; охарактеризована вытекающая из этого проблема агентских отношений
	Деловая этика, финансовый менеджмент и вознаграждение руководителей	Рассматриваются реальные конфликты интересов и противоречия, связанные с этикой поведения и оплатой труда менеджеров
	Закон Сарбейнса — Оксли	Современное понимание закона Сарбейнса — Оксли, его значение и влияние
	<i>Новый раздел:</i> Возврат ранее уплаченных сумм и отложенная компенсация	Рассмотрены новые правила возврата ранее выплаченных бонусов и отложенной компенсации
	<i>Маленькая история:</i> Компания MacGee Cake	Оценка выбора организационной формы для малого бизнеса
<b>ГЛАВА 2</b> Финансовые отчеты, налоги и денежный поток	Денежный поток и прибыль	Предложено определение денежного потока; объясняется различие между денежным потоком и прибылью
	Рыночная стоимость и балансовая стоимость	Подчеркиваются преимущества использования рыночной стоимости в сравнении с балансовой
	Средние ставки корпоративного налога: краткий обзор	Прослеживается динамика изменений ставок корпоративного налога по отраслям
	<i>Новый раздел:</i> Инверсия	Рассмотрены спорные вопросы слияний, которые также являются налоговыми инверсиями
	<i>Маленькая история:</i> Денежные потоки и финансовые отчеты компании Sunset Boards	Новая история, написанная специально для этого издания, иллюстрирует ключевые концепции денежного потока на примере мелкого бизнеса



Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ЧАСТЬ 2. Финансовые отчеты и долгосрочное финансовое планирование</b>		
<b>ГЛАВА 3</b> Работа с финансовыми отчетами	Расширенный анализ с помощью модели Дюпона	Содержит расширенное базовое уравнение Дюпона, которое иллюстрирует взаимосвязь между операционным и финансовым итогами деятельности
	Анализ деятельности реальных компаний с помощью уравнения Дюпона и на основе данных сайта S&P Market Insight	Студенты учатся получать и использовать реальные данные
	Анализ коэффициентов и финансового отчета на базе данных малой фирмы	На основе данных Risk Management Association показано, как студенты могут получать и оценивать финансовые показатели
	Учимся понимать финансовые отчеты	Детальное рассмотрение стандартизированных финансовых отчетов и ключевых коэффициентов
	Стоимость предприятия — коэффициент EBITDA	Определение стоимости предприятия и рассмотрение широко используемого коэффициента EBITDA
	<i>Маленькая история:</i> Коэффициентный анализ работы компании S&S Air Inc.	Применение коэффициентов на примерах и некоторые ловушки малого бизнеса
<b>ГЛАВА 4</b> Долгосрочное финансовое планирование и рост	Расчеты устойчивого роста: подробный обзор	Важность финансового планирования рассматривается на примере небольшой компании
	Объяснение альтернативных формул расчета темпов устойчивого внутреннего роста	Подробный анализ формул темпа роста вскрывает часто встречающееся неверное понимание этих формул; выяснены условия, при которых верными являются альтернативные формулы
	Тщательное изучение устойчивого роста как инструмент планирования	Предложен инструмент исследования взаимосвязи между текущей деятельностью, финансированием и ростом
	Долгосрочное финансовое планирование	Учимся использовать процент от общей величины продаж для создания формального отчета
	<i>Маленькая история:</i> Планирование роста в компании S&S Air	Новая история, написанная специально для этого издания, иллюстрирует важность финансового планирования для мелкой фирмы
<b>ЧАСТЬ 3. Оценка будущих денежных потоков</b>		
<b>ГЛАВА 5</b> Введение в оценку: временная стоимость денег	Первая из двух глав о временной стоимости денег	Эта сравнительно небольшая глава содержит основные концепции временной стоимости денег — сложной, но обязательной темы
<b>ГЛАВА 6</b> Оценка дисконтированного денежного потока	Растущие аннуитеты и бессрочные ренты	Рассмотрение актуальных вопросов, связанных с временной стоимостью денег. Предложены многочисленные примеры, инструкции по использованию финансовых калькуляторов и электронных таблиц Excel. Приведены примеры из реальной жизни
	Вторая из двух глав о временной стоимости денег	Обсуждаются сложные вопросы, касающиеся временной стоимости. Предложены многочисленные примеры, инструкции по использованию финансовых калькуляторов и электронных таблиц Excel. Приведены примеры из реальной жизни
	<i>Маленькая история:</i> Решение об обучении по программе МБА	



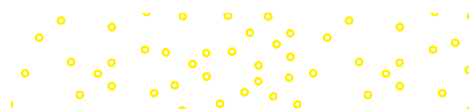
Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ГЛАВА 7</b> Процентные ставки и оценка облигаций	<i>Новый раздел:</i> Отрицательные процентные ставки	В новом разделе обсуждается недавно открытый феномен отрицательной процентной ставки по государственным облигациям
	Оценка облигаций	Подробное обсуждение оценки облигаций и их особенностей
	Процентные ставки	Рассматриваются реальные ставки против номинальных и определяющие факторы срочности
	Чистая и «грязная» цена облигации и наросший процент	Рассматривается вопрос об установлении цены на облигации между датами купонных платежей и об условиях котировки облигаций на рынке
	Новый механизм отчетности по операциям с корпоративными облигациями (TRACE), выработанный Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам (NASD)	Актуальное состояние отчетности по основному капиталу (ценам, объему и операциям)
	Условие о досрочном отзыве «take-whole»	Актуальное мнение об (относительно новом) условии досрочного выкупа, который получил широкое распространение
	Исламская модель финансирования	Рассматриваются основы некоторых важных моментов исламской модели финансирования
<i>Маленькая история:</i> Финансирование плана развития S&S Air Inc. с помощью облигационного займа	Рассматриваются вопросы, которые возникают при открытой продаже облигаций	
<b>ГЛАВА 8</b> Оценка акций	Оценка акций	Подробное обсуждение моделей постоянного и непостоянного роста дивидендов
	Деятельность Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и NASDAQ	Описаны основные современные операции на фондовом рынке
	Оценка с помощью коэффициентов	Рассматриваются механизмы использования коэффициентов «цена/прибыль» и «цена / выручка с продаж» для оценки собственного капитала; предложены примеры
	<i>Маленькая история:</i> Оценка акции Ragan Inc.	В истории, написанной специально для настоящего издания, проанализирован процесс выпуска долговых обязательств мелкой фирмой
<b>ЧАСТЬ 4. Бюджетирование капиталовложений</b>		
<b>ГЛАВА 9</b> Чистая приведенная стоимость и другие инвестиционные критерии	Первая из трех глав о бюджетировании капиталовложений	В этой небольшой по объему главе объясняются ключевые идеи, которые помогут студентам освоить (отчасти интуитивно) означенную тему
	Чистая приведенная стоимость ( <i>NPV</i> ), внутренняя доходность ( <i>IRR</i> ), окупаемость, дисконтированная окупаемость, модифицированная внутренняя норма доходности ( <i>MIRR</i> ) и бухгалтерская рентабельность	Последовательный, системный анализ преимуществ и недостатков различных критериев
	<i>Маленькая история:</i> Компания Bullock Gold Mining	Раскрываются различные методы бюджетирования капиталовложений при нестандартных денежных потоках



Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ГЛАВА 10</b> Принятие инвестиционных решений	Денежный поток проекта	Рассмотрение различных денежных потоков проекта и релевантных показателей для анализа проекта
	Определения альтернативного денежного потока	Обсуждается эквивалентность некоторых формул; объясняется ошибочное понимание ряда формул
	Особые случаи анализа дисконтированного денежного потока	Рассмотрены важные способы применения инструментов, предложенных в данной главе
	<i>Маленькая история:</i> Компания Conch Republic Electronics, часть 1	Анализ сложностей, связанных с бюджетированием капиталовложений, и смежных проблем
<b>ГЛАВА 11</b> Анализ и оценка проекта	Источники стоимости	Подчеркивается важность понимания экономических основ создания стоимости проекта
	Анализ чувствительности и сценарии по методу «что если?»	Обсуждаются стратегии применения и интерпретации результатов использования этих инструментов при проведении анализа проекта
	Анализ безубыточности	Рассматриваются: безубыточность по денежному потоку, бухгалтерский и финансовый уровни безубыточности
	<i>Маленькая история:</i> Компания Conch Republic Electronics, часть 2	Пример использования анализа чувствительности в бюджетировании капиталовложений
<b>ЧАСТЬ 5. Риск и доходность</b>		
<b>ГЛАВА 12</b> Некоторые уроки из истории рынка капитала	Подробный анализ геометрической и арифметической доходности	Рассматриваются расчет и интерпретация геометрической доходности. Обсуждается распространенное неверное применение среднеарифметической и среднегеометрической доходности
	История рынка капитала	Обширные исторические данные о доходности, волатильности и премии за риск
	Эффективность рынка	Гипотеза эффективных рынков и некоторые ложные представления о ней
	Премия за риск по акциям	Рассматривается проблема премии к цене акции и связанные с этим примеры из мира корпоративных финансов
	Опыт 2008 г.	Обсуждаем суматоху на фондовом рынке в 2008 г.
	<i>Маленькая история:</i> Работа в компании S&S Air	История о выборе инвестиций для плана на 401 тыс. долл.
<b>ГЛАВА 13</b> Доход, риск и линия рынка ценных бумаг	Диверсификация, систематический и несистематический риски	Обсуждаются основные концепции риска и доходности
	Бета-коэффициент и линия рынка ценных бумаг	Концепция линии рынка ценных бумаг рассматривается с помощью интуитивного подхода, который не учитывает традиционную теорию портфельного выбора и статистические данные
	<i>Маленькая история:</i> Бета-коэффициент компании American Standard	Подробное рассмотрение оценки с помощью бета-коэффициента



Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ЧАСТЬ 6. Стоимость капитала и долгосрочная финансовая политика</b>		
<b>ГЛАВА 14</b> Стоимость капитала	Оценка стоимости капитала	Подробно рассмотрен пример стоимости капитала для реальной компании
	Геометрический или арифметический темпы роста	Оба подхода используются на практике. Освещаются вопросы, связанные с оценкой темпа роста
	Оценка компании	Подход свободного денежного потока для оценки компании
	<i>Маленькая история:</i> Стоимость капитала Swan Motors	Рассматривается подход «чистая игра» для оценки стоимости капитала
<b>ГЛАВА 15</b> Привлечение капитала	«Голландский аукцион» IPOs	Объясняется особенность такого аукциона — единая цена на примере недавнего IPO компании Google
	<i>Новый раздел:</i> Регламент CF	Рассматривается новый регламент CF по народному финансированию (краудфандингу). Предложены примеры
	«Период молчания» при IPO	Объясняются правила Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) относительно «периода молчания»
	Акции «с правами» и warrants	Рассматривается схожесть акций «с правами» и опционов
	Оценка IPO	Всестороннее обсуждение IPOs, включая период 1999–2000 гг.
	<i>Маленькая история:</i> S&S Air проводит акционирование	Основные детали процесса IPO для небольшой компании
<b>ГЛАВА 16</b> Финансовый леверидж и политика в области структуры капитала	Основы финансового левериджа	Приведены примеры влияния левериджа на риск и доходность
	Оптимальная структура капитала	Описаны основные компромиссы, позволяющие достичь оптимальной структуры капитала
	Финансовые трудности и банкротство	Кратко описывается процесс банкротства
	<i>Маленькая история:</i> Рекапитализация компании Stephenson Real Estate	Рассматривается оптимальная структура капитала для компании среднего бизнеса
<b>ГЛАВА 17</b> Дивиденды и дивидендная политика	Недавний опрос по дивидендной политике	Результаты недавнего опроса показывают, что большинство (или, по крайней мере, значительная часть) факторов принимаются во внимание финансовыми менеджерами при разработке дивидендной политики
	Влияние на дивидендную политику нового налогового законодательства	Обсуждаются последствия понижения налоговых ставок на дивиденды и доход от прироста капитала
	Дивиденды и дивидендная политика	Описываются дивидендные платежи и факторы, влияющие на политику поддержания высоких или низких размеров дивидендов
	Оптимальная политика выплат	Подробно рассмотрены последние исследования по дивидендной политике, включая теорию жизненного цикла
	Обратный выкуп акций	Детальное рассмотрение обратного выкупа как альтернативы денежным дивидендам
	<i>Маленькая история:</i> Компания Electronic Timing Inc.	Рассматриваются вопросы дивидендов / выкупа акций для небольшой компании



Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ЧАСТЬ 7. Краткосрочное финансовое планирование и управление</b>		
<b>ГЛАВА 18</b> Краткосрочные финансы и планирование	Операционный и денежный циклы	Подчеркивается значение распределения во времени денежного потока
	Краткосрочное финансовое планирование	Предложены примеры создания денежных бюджетов и возникновения потенциальной потребности в финансировании
	Финансирование заказа на покупку	Краткий обзор финансирования заказа на покупку, которое становится популярным для предприятий малого и среднего бизнеса
	<i>Маленькая история:</i> Управление оборотными средствами в компании Piepkorn Manufacturing	Пример построения денежного бюджета и краткосрочного финансового плана для небольшой компании
<b>ГЛАВА 19</b> Управление денежными средствами и ликвидностью	Управление флуотом	Всестороннее рассмотрение управления флуотом и потенциальных этических проблем
	Сбор денежных средств и их расходование	Исследуются системы управления притоком и оттоком денег
	<i>Маленькая история:</i> Управление денежными средствами в компании Webb	Оценка альтернативных систем концентрации денежных средств для небольшой компании
<b>ГЛАВА 20</b> Управление кредитом и товарно-материальными запасами	Управление кредитом	Исследуется кредитная политика и ее реализация
	Управление товарно-материальными запасами	Предложен краткий обзор основных концепций товарно-материальных запасов
	<i>Маленькая история:</i> Кредитная политика компании Howlett Industries	Рассмотрены проблемы оборотного капитала в мелкой фирме
<b>ЧАСТЬ 8. Обсуждаемые темы в области корпоративных финансов</b>		
<b>ГЛАВА 21</b> Корпоративные финансы: международный аспект	Валютный обмен	Рассматриваются основные понятия теории обменных курсов валют и определяющие их факторы
	Бюджетирование международных капиталовложений	Показаны механизмы адаптации базового подхода дисконтированного денежного потока к управлению валютными курсами
	Обменный курс и политический риск	Обсуждаются хеджирование и проблемы, связанные с суверенным риском
	<i>Новый раздел:</i> Brexit (выход Великобритании из Европейского союза)	Brexit как пример политического риска
	<i>Новый раздел:</i> Репатриация	Материал, специально подготовленный для этого издания: проблемы владения американскими корпорациями значительными суммами за рубежом
<i>Маленькая история:</i> Компания S&S Air становится международной	Рассматриваются факторы международной экспансии для небольшой компании	
<b>ГЛАВА 22</b> Поведенческие финансы: последствия для финансового управления	Поведенческие финансы	Читатель знакомится с уникальными и инновационными исследованиями о влиянии человеческого характера на управление финансами. В рубрике «Из первых уст...» Жерш Шифрин рассуждает о понятии «поведенческие финансы»
	Доводы против эффективного рынка	Представлен поведенческий сценарий для неэффективности рынка, аргументы за и против такого сценария
	<i>Маленькая история:</i> Ваш план 401(k) в компании S&S Air	Показан пример суждений, который следует использовать при выборе варианта инвестиций

Главы	Избранные темы	Польза для читателей
<b>ГЛАВА 23</b> Управление рисками предприятия	Волатильность и риск	На примерах реальных компаний рассматривается необходимость управления риском и некоторые наиболее серьезные виды рисков
	Хеджирование с помощью форвардных контрактов, опционов и свопов	Как будет видно из материалов главы, с помощью этих финансовых деривативов можно управлять многими рисками
	<i>Маленькая история:</i> Компания Chartman Mortgage	Анализ хеджирования риска процентной ставки
<b>ГЛАВА 24</b> Опционы и корпоративные финансы	Опционы на акции, опционы на акции для сотрудников и реальные опционы	Исследуются основные черты этих важных видов опционов
	Ценные бумаги со встроенным опционом	Описываются различные типы опционов, основанных на ценных бумагах
	<i>Маленькая история:</i> Конвертируемые облигации компании S&S Air	Обсуждаются вопросы выпуска ценных бумаг небольшой компании
<b>ГЛАВА 25</b> Определение стоимости опционов	Паритет опционов пут и колл и модель Блэка — Скоулза	Рассмотрены современный подход к оценке опционов и факторы, влияющие на стоимость опционов
	Опционы и корпоративные финансы	Читатель увидит, как оценка опционов применяется к различным аспектам деятельности корпораций, включая слияния и бюджетирование капиталовложений
	<i>Маленькая история:</i> Опционы для сотрудников в компании Exotic Cuisines	Примеры сложностей, которые возникают при оценке опционов для сотрудников компании
<b>ГЛАВА 26</b> Слияния и поглощения	Альтернатива слияниям и поглощениям	Рассматриваются стратегические альянсы и совместное предпринимательство, в частности причины, по которым они могут быть важными альтернативными сценариями объединения компаний
	Способы защиты	Детальное описание мер, направленных против попыток взятия компании под контроль
	Реализация (ликвидация) активов и реструктурирование компании	Исследуются такие важные действия, как частичное распространение акций по открытой подписке, создание новой компании на основе части активов и разделение компании
	Слияния и поглощения	Рассматриваются основы анализа слияний и поглощений, в том числе вопросы, касающиеся финансов, налогообложения и бухгалтерского учета
	<i>Маленькая история:</i> Слияние компаний Birdie Golf и Hybrid Golf	Оценка небольшой компании с целью ее приобретения
<b>ГЛАВА 27</b> Лизинг	<i>Новый раздел:</i> Изменения в учете лизинга	Рассматриваются будущие изменения в правилах учета лизинга и сокращение забалансового финансирования
	Лизинг и его оценка	Исследуются основы лизинга, обоснованные и сомнительные причины для лизинга и NPV лизинга
	<i>Маленькая история:</i> Принятие решения о лизинге или покупке компанией Warf Computers	Аренда или покупка и соответствующие вопросы для небольшой компании

# Особенности изложения материала

Для удобства наших читателей в «Основах корпоративных финансов» содержатся самые разные инструменты обучения и повторения материала.

## РАССКАЗЫ В НАЧАЛЕ ГЛАВ

Каждую главу предваряют краткие рассказы о реальных событиях. Они служат введением в тему, которой посвящена глава.

## ЦЕЛИ ОБУЧЕНИЯ

В этом блоке перечислены компетенции, которыми должен овладеть студент после изучения каждой главы. Каждая задача в практикуме (в конце главы) относится к той или иной компетенции; это помогает учащемуся самостоятельно оценить свои знания отдельных частей материала.

Часть 5 Риск и доходность

# Глава 12

## Некоторые уроки из истории рынка капитала

**В 2016 г. ИНДЕКС S&P 500 ВЫРОС** почти на 12%, а индекс NASDAQ — почти на 9%, однако в целом показатели рынка акций оказались достаточно разнородными. Доходы от акций S&P 500 были на уровне средних показателей рынка, в то время как доходность акций NASDAQ упала ниже средних значений. Тем не менее для инвесторов, которые вложили деньги в акции AK Steel, это был успешный год, ведь акции сталелитейной компании взлетели на 359%. Их радость могли разделить и покупатели акций United States Steel, которые выросли на 332%. Конечно, за отчетный год курс вырос не у всех акций. Так, акции фармацевтической компании Endo International упали за год на 73%, а акции First Solar — на 51%. Эти примеры показывают, что в 2016 г. существовали огромные потенциальные возможности для получения прибыли, но одновременно имелся и риск потерять деньги, причем немалые. Таким образом, являясь инвестором, на что вы должны надеяться, вкладывая деньги в ценные бумаги? Чтобы ответить на данный вопрос, мы должны обратиться к истории рынка капитала, которая насчитывает более девяноста лет. Этому и будет посвящена настоящая глава.

**Цели обучения**

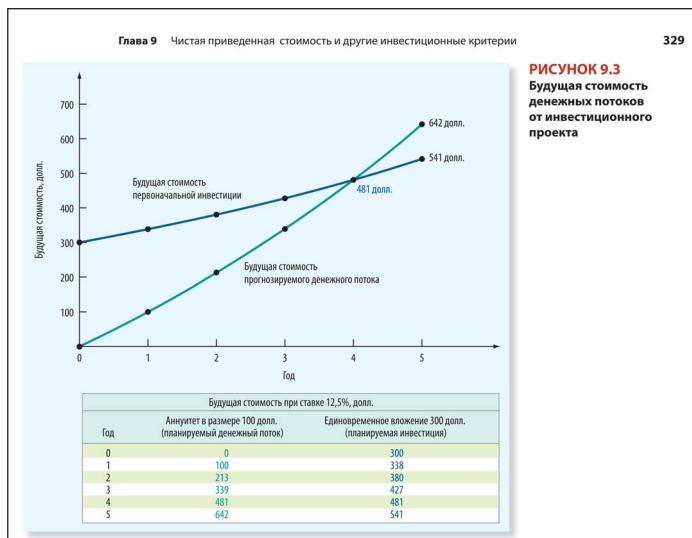
В результате ознакомления с материалами этой главы вы сможете:

- ЦО1** рассчитывать доходность инвестиций;
- ЦО2** обсуждать историческую доходность основных типов инвестиций;
- ЦО3** обсуждать исторические риски, связанные с основными типами инвестиций;
- ЦО4** объяснить последствия эффективности рынка.

Наиболее актуальную информацию в области финансирования можно найти на сайте [www.fundamentalsofcorporatefinance.blogspot.com](http://www.fundamentalsofcorporatefinance.blogspot.com).

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЦВЕТА

Важное обучающее средство в «Основах корпоративных финансов» — выделение разными цветами отдельных элементов текста и иллюстраций. Почти в каждой главе цвет играет важную и интуитивно понятную роль. Принципы использования цвета изложены на с. I–II.



**ИЗ ПЕРВЫХ УСТ...****Роберт С. Хиггинс об устойчивом росте**

**Большинство финансовых специалистов** интуитивно знают: деньги берут, чтобы «делать деньги». Быстрый рост объема продаж требует увеличения активов в форме дебиторской задолженности, товарно-материальных запасов и основных средств. А это, в свою очередь, требует денег для оплаты активов. Специалистам также известно, что если у их компаний нет необходимых денег, то они могут буквально разориться. Сопоставление реального темпа роста с темпом устойчивого роста недвусмысленно подтверждает эти интуитивные истины.

Устойчивый рост часто используется банкирами и другими внешними аналитиками для оценки кредитоспособности компании. В этом им помогает специальное сложное программное обеспечение, позволяющее проводить детальный анализ прошлых финансовых результатов компании, включая анализ годовых темпов устойчивого роста.

Банкиры применяют полученную информацию различным образом. Быстрое сопоставление реальных темпов роста компании с темпом устойчивого роста говорит банкирам о том, какими финансовыми вопросами должны заняться менеджеры компании в первую очередь. Если реальные темпы роста постоянно опережают устойчивый рост, то основная забота менеджеров состоит в получении наличных денег для финансирования такого роста. Банкир, с учетом потребности компании в наличности, может скорректировать процентные ставки по своим кредитным продуктам. В противоположной ситуации — когда темп устойчивого роста постоянно превышает темпы реального роста и когда менеджеры в основном заняты вопросом о том, что делать с деньгами, накапливающимися в кассе, — банкир будет хорошо подготовлен к переговорам об инвестиционных продуктах.

Банкиры также считают сопоставление с темпом устойчивого роста полезным для понимания того, почему компания, обратившаяся за кредитом, нуждается в деньгах и как долго она будет испытывать такую потребность. Допустим, один претендент просит кредит на сумму 100 тыс. долл. для оплаты счетов ряда настоящих поставщиков и обещает его возратить через несколько месяцев, когда соберет долги по дебиторской задолженности. Анализ устойчивого роста показывает, что реальный рост компании в четыре — шесть раз превышает темп ее устойчивого роста и что данная тенденция, вероятно, сохранится в обозримом будущем. Получив такую информацию, банкир будет предупрежден об опасности. Он поймет, что нетерпеливые поставщики — это лишь один из симптомов гораздо более серьезной болезни чрезмерно быстрого роста и что 100 тыс. долл. кредита, по-видимому, должны стать подтверждением оплаты в рассрочку более крупных обязательств, рассчитанных на многие годы.

*Роберт С. Хиггинс — профессор финансов Вашингтонского университета; первым использовал устойчивый рост в качестве инструмента финансового анализа.*

**ИЗ ПЕРВЫХ УСТ...**

В данной рубрике представлены статьи, написанные выдающимися учеными и экономистами. В каждом из этих текстов раскрывается тема главы, порой с неожиданной стороны. В частности, здесь вы найдете рассуждения Мертона Миллера о структуре капитала, Фишера Блэка — о дивидендах, Роджера Ибботсона — об истории рынка капитала. Перечень статей из рубрики «Из первых уст...» можно найти на с. xlix.

**РАБОТА В СЕТИ**

В этой рубрике рассказывается, как искать финансовые данные в сети Интернет и использовать их для принятия бизнес-решений. Здесь также предложены вопросы и упражнения.

**РАБОТА В СЕТИ**

Как мы рассказали в данной главе, коэффициенты служат важным инструментом изучения эффективности компании. Сбор необходимых финансовых отчетов и расчет коэффициентов может быть скучным и долгим делом. К счастью, многие интернет-сайты предоставляют подобную информацию бесплатно, и одним из лучших является сайт [www.investor.reuter.com](http://www.investor.reuter.com). Мы зашли на него, выбрали код («HD») для компании Home Depot и ссылки «Ratios» («Коэффициенты»). Вот сокращенный результат нашего поиска.



**Сектор:** Технология  
**Отрасль:** Полупроводники  
**Сравнение коэффициентов**

Финансовая мощь	Компания	Отрасль	Сектор
Коэффициент срочной ликвидности (MRQ)	0,42	1,03	1,25
Коэффициент текущей ликвидности (MRQ)	1,34	1,91	1,58
Долгосрочный долг / собственный капитал (MRQ)	397,33	84,80	34,40
Совокупный долг / собственный капитал (MRQ)	406,99	98,04	64,39
Покрывание процентов (TTM)	18,56	14,73	3,63

На этом сайте указаны коэффициенты компании, отрасли и сектора. Как мы можем видеть, у Home Depot коэффициенты текущей и срочной ликвидности ниже, чем по отрасли.

**Вопросы**

1. Перейдите на сайт [www.reuters.com](http://www.reuters.com) и найдите основные категории коэффициентов, перечисленных на этом интернет-сайте. Чем эти категории отличаются от перечисленных в учебнике?
2. Перейдите на сайт [www.reuters.com](http://www.reuters.com) и найдите все коэффициенты для Home Depot. Как сравнивается компания с отраслью по коэффициентам, представленным на данном сайте?



## ВОПРОСЫ К ПАРАГРАФАМ

Параграфы, на которые разделены главы, специально сделаны довольно краткими: так постепенно, шаг за шагом, на глазах студента выстраивается тема. Каждый параграф завершается серией коротких вопросов для закрепления материала, посвященного только что рассмотренным ключевым понятиям. Отвечая на эти вопросы, студенты проверяют, насколько хорошо они освоили и поняли важнейшие концепции.

### Вопросы для закрепления материала

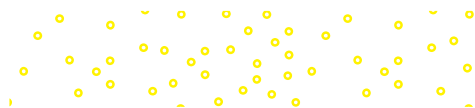
- 3.3a** Назовите пять групп финансовых коэффициентов. Приведите по два-три примера из каждой группы.
- 3.3б** Если у вас есть коэффициент общей долговой нагрузки, какие два других коэффициента вы можете рассчитать? Объясните, каким образом.
- 3.3в** Все коэффициенты оборачиваемости содержат одну или две цифры в числителе. Что это за цифры? Что измеряют эти коэффициенты? Как вы интерпретируете их результаты?
- 3.3г** У всех коэффициентов рентабельности одна и та же цифра в знаменателе. Что она означает? Что измеряют эти коэффициенты? Как вы интерпретируете их результаты?

## ИТОГОВЫЕ ТАБЛИЦЫ

В этих таблицах еще раз формулируются ключевые принципы, выводы и уравнения. Например, см. главу 3, с. 80.

**ТАБЛИЦА 3.8** Обычно используемые финансовые коэффициенты

I. Коэффициенты краткосрочной платежеспособности, или ликвидности		II. Коэффициенты долгосрочной платежеспособности, или долговой нагрузки	
Коэффициент текущей ликвидности = $\frac{\text{Оборотные активы (оборотные средства)}}{\text{Текущие (краткосрочные) обязательства}}$		Коэффициент общей долговой нагрузки = $\frac{\text{Совокупные активы} - \text{Совокупный собственный капитал}}{\text{Совокупные активы}}$	
Коэффициент срочной ликвидности = $\frac{\text{Оборотные средства} - \text{Запасы}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$		Коэффициент «долг / собственный капитал» = $\frac{\text{Совокупный долг (заемный капитал)}}{\text{Совокупный собственный капитал}}$	
Коэффициент наличности (абсолютной ликвидности) = $\frac{\text{Денежные средства}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$		Мультипликатор собственного капитала = $\frac{\text{Совокупные активы}}{\text{Совокупный собственный капитал}}$	
Доля чистого оборотного капитала в совокупных активах = $\frac{\text{Чистый оборотный капитал}}{\text{Совокупные активы}}$		Коэффициент долгосрочной долговой нагрузки = $\frac{\text{Долгосрочный долг}}{\text{Долгосрочный долг} + \text{Совокупный собственный капитал}}$	
Безопасный интервал = $\frac{\text{Оборотные средства}}{\text{Среднедневные операционные расходы}}$		Коэффициент покрытия процента = $\frac{\text{Прибыль до вычета процентов и налогов (ЕБИТ)}}{\text{Процентные платежи}}$	
		Коэффициент денежного покрытия процента = $\frac{\text{Прибыль до вычета процентов и налогов} + \text{Амортизация}}{\text{Процентные платежи}}$	
III. Коэффициенты использования, или оборачиваемости, активов		IV. Коэффициенты рентабельности	
Оборачиваемость запасов = $\frac{\text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Товарно-материальные запасы}}$		Норма прибыли = $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}}$	
Продолжительность оборота товарно-материальных запасов (в днях) = $\frac{365 \text{ дней}}{\text{Оборачиваемость запасов}}$		Рентабельность активов (ROA) = $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Совокупные активы}}$	
Оборачиваемость дебиторской задолженности = $\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Дебиторская задолженность}}$		Рентабельность собственного капитала (ROE) = $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Совокупный собственный капитал}}$	
Продолжительность оборота дебиторской задолженности (в днях) = $\frac{365 \text{ дней}}{\text{Оборачиваемость дебиторской задолженности}}$		Рентабельность собственного капитала = $\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}} \times \frac{\text{Объем продаж}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}^*}{\text{Собственный капитал}}$	
Оборачиваемость чистого оборотного капитала = $\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Чистый оборотный капитал}}$		V. Коэффициенты рыночной стоимости	
Оборачиваемость основных средств = $\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Чистые основные средства}}$		Коэффициент «цена/прибыль» (Ц/П) = $\frac{\text{Цена акции}}{\text{Прибыль на акцию}}$	
Оборачиваемость совокупных активов = $\frac{\text{Объем продаж}}{\text{Совокупные активы}}$		Коэффициент «цена / рост прибыли» = $\frac{\text{Коэффициент «цена/прибыль»}}{\text{Прогнозируемый темп роста будущей прибыли}}$	
		Коэффициент «цена / выручка с продаж» = $\frac{\text{Цена акции}}{\text{Выручка от продаж на одну акцию}}$	
		Коэффициент «рыночная/балансовая стоимость» = $\frac{\text{Рыночная цена акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}}$	
		Коэффициент Q Тобина = $\frac{\text{Рыночная стоимость активов}}{\text{Восстановительная стоимость активов}}$	
		Коэффициент EBITDA = $\frac{\text{Стоимость предприятия}}{\text{EBITDA}}$	



### Приведенная стоимость бессрочной ренты = $C / r$

6.4

Например, некая инвестиция предполагает бессрочный денежный поток в размере 500 долл. каждый месяц. Ожидаемая вами доходность такой инвестиции составляет 8%. Какова стоимость этой инвестиции? Приведенная стоимость данной инвестиции, являющейся бессрочной рентой, равна:

$$\begin{aligned} \text{Приведенная стоимость бессрочной ренты} &= C / r = \\ &= 500 \text{ долл.} / 0,08 = \\ &= 6\,250 \text{ долл.} \end{aligned}$$

В таблице 6.2 обобщены основные формулы для расчета аннуитета и бессрочной ренты, которые мы описали в данном разделе и которые пригодятся вам в дальнейшем. Теперь вы, наверное, думаете, что проще использовать калькуляторы из интернета для решения задач по аннуитету. Но прежде чем приступить к этому, просмотрите приведенную ниже врезку *Работа в Сети*.

### Привилегированные акции

### ПРИМЕР 6.7

*Привилегированные акции* представляют собой важную разновидность бессрочной ренты. Когда корпорация продает привилегированные акции, покупателю обещают фиксированные денежные дивиденды за каждый период (обычно — каждый квартал) на неограниченное время. Эти дивиденды должны выплачиваться прежде, чем будут сделаны какие-либо дивидендные выплаты владельцам обыкновенных акций, отсюда термин *привилегированные*.

Предположим, компания Fellini хочет продать привилегированные акции по 100 долл. за каждую. Очень похожие привилегированные акции уже находятся в обращении и стоят 40 долл. за акцию; они ежеквартально приносят дивиденды в размере 1 долл. Какие дивиденды на акцию должна предложить Fellini, если решит продавать новые привилегированные акции?

Акции прошлого выпуска имеют приведенную стоимость 40 долл. и дают денежный поток в размере 1 долл. в квартал бесконечно. Поскольку это бессрочная рента, то процентная ставка по акциям составляет:

$$\begin{aligned} PV &= 40 \text{ долл.} = 1 \text{ долл.} \times (1 / r); \\ r &= 2,5\%. \end{aligned}$$

Чтобы быть конкурентоспособными, акции нового выпуска Fellini должны также предлагать 2,5% в квартал; поэтому, если приведенная стоимость акции (на момент выпуска) равна 100 долл., должны будут выплачиваться такие дивиденды:

$$\begin{aligned} PV &= 100 \text{ долл.} = C \times (1 / 0,025); \\ C &= 2,50 \text{ долл. (в квартал)}. \end{aligned}$$

## ПРИМЕРЫ

В книге мы находим большое число пронумерованных и озаглавленных примеров, таких как приведенный ниже. Здесь содержатся важные иллюстрации к теоретическому материалу. Как показало тестирование студентов в аудиториях, подобные примеры являются одним из наиболее эффективных обучающих средств. Читатель подробно ознакомится с той или иной проблемой, которой чревата практическая деятельность, и выяснит возможные причины ее возникновения.

## КЛЮЧЕВЫЕ ПОНЯТИЯ

Ключевые понятия выделены жирным шрифтом. Как только они впервые появляются в тексте, им дается определение. Для удобства читателя определения продублированы на полях книги.

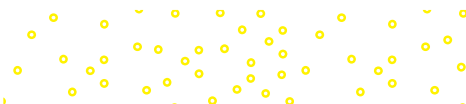
## ССЫЛКИ НА ИНТЕРНЕТ-СТРАНИЦЫ

На полях приведены ссылки на интернет-ресурсы, посвященные изучаемой теме. Это сделано для того, чтобы студенты и преподаватели быстро находили дополнительную информацию в интернете.



Комиссия по ценным бумагам и биржам дает полезный обзор процедуры банкротства в разделе «Публикации онлайн» на сайте [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

1. В федеральный суд подается ходатайство. Корпорации могут подавать заявления о добровольном банкротстве, или против них могут подать заявления о принудительном банкротстве их кредиторы.
2. Кредиторы избирают доверенное лицо (арбитражного управляющего), которому передаются дела и активы корпорации-должника. Доверенное лицо будет пытаться перевести активы в наличные.
3. После ликвидации активов и погашения административных расходов на процедуру банкротства оставшаяся сумма выручки от ликвидации активов распределяется между кредиторами.



## ВАЖНЕЙШИЕ УРАВНЕНИЯ

Все встречающиеся в тексте ключевые уравнения пронумерованы. В приложении Б имеется указатель принципиально важных уравнений.

Основываясь на наших примерах, мы можем написать общую формулу расчета стоимости облигации. Если у облигации есть: 1) номинальная стоимость ( $F$ ), выплачиваемая в срок погашения; 2) купонный процент ( $C$ ), выплачиваемый за период; 3)  $t$  периодов до срока погашения и 4) доходность ( $r$ ) на период, то ее стоимость равна:

$$\text{Стоимость облигации} = C \times [1 - 1 / (1 + r)^t] / r + F / (1 + r)^t$$

$$\text{Стоимость облигации} = \text{Приведенная стоимость купонов} + \text{Приведенная стоимость номинала.}$$

7.1

## КОНЦЕПЦИИ

Важные идеи представлены в специально оформленных модулях. Студенты понимают, что данный материал особенно важен и необходим для усвоения. Например, см. главу 10 (с. 364), главу 13 (с. 507).

## ПОВЫСЬТЕ СВОЙ УРОВЕНЬ В EXCEL!

Значки на полях сигнализируют о том, что необходимые навыки можно укрепить с помощью уникальной программы Excel Master. Зарегистрируйтесь в системе McGraw-Hill *Connect Finance* for Fundamentals of Corporate Finance и получите доступ к основным файлам Excel Master: вы сможете изучить дополнительную информацию о функциях Excel для финансов и провести дополнительные практические занятия. Этот превосходный обучающий инструмент поможет вашим студентам преуспеть в практических занятиях и добиться успеха.

### Средние нормы доходности: урок первый 12.3

Как вы уже, вероятно, заметили, исторические данные о доходности инвестиций на рынке капиталов слишком сложны, чтобы их использовать в необработанном виде. Необходимо сначала их систематизировать. Соответственно, мы обсудим, как можно уменьшить их объем и свести воедино. Начнем с расчета средних норм доходности.

#### РАСЧЕТ СРЕДНИХ НОРМ ДОХОДНОСТИ

Наиболее очевидный способ расчета средних норм доходности различных инвестиций, представленных в таблице 12.1, — это простое суммирование доходности по годам и деление полученной цифры на 91. Результатом будет историческое среднее значение нормы доходности.

Например, если вы сложите нормы доходности акций крупных компаний за 91 год, представленные на рисунке 12.5, то получите приблизительно 10,88. Таким образом, средняя годовая норма доходности равна:  $10,88 / 91 = 0,120$ , или 12,0%. Вам следует интерпретировать эти 12,0%, как и любой другой средний показатель. Если вы выберете наугад любой год из 91-летней истории и хотите оценить, какой была доходность в тот год, то лучшей гипотеза — 12,0%.

#### СРЕДНИЕ НОРМЫ ДОХОДНОСТИ — ИСТОРИЧЕСКИЕ СВЕДЕНИЯ

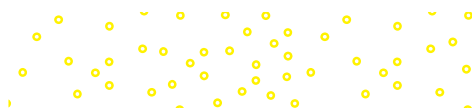
В таблице 12.2 показаны средние нормы доходности тех инвестиций, которые мы описали выше. Как видно из этой таблицы, стоимость инвестиций в акции мелких компаний в среднем росла на 16,6% в год. Обратите внимание, насколько существенной была средняя норма доходности от акций по сравнению с доходностью облигаций.

Эти средние значения, конечно, номинальные, поскольку мы не учитывали инфляцию. Обратите внимание: на 91-летнем временном отрезке средний темп инфляции составлял 3,0% в год. Номинальная доходность казначейских векселей США составляла 3,4% в год. Таким образом, средняя реальная доходность казначейских векселей равнялась 0,4% в год, а историческая реальная доходность казначейских векселей была весьма низкой.

В то же время акции мелких компаний имели среднюю реальную доходность в размере примерно:  $16,6\% - 3,0\% = 13,6\%$ ; это довольно много. Если вы помните *правило 72* (глава 5), то знаете: быстрый упрощенный подсчет говорит нам о том, что 13,6% реального роста удваивают нашу покупательную способность каждые пять лет. Заметьте также, что реальная стоимость портфеля акций крупных компаний в среднем за год растет почти на 9%.

Повысьте свой уровень в Excel!

Упражнения на основе таблиц в Excel онлайн.



## РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Каждая глава завершается кратким и исчерпывающим разделом «Резюме и заключение», в котором представлены выводы из пройденного материала. Студенты повторяют ключевые моменты и переходят к следующей теме.

## ОБЗОР ГЛАВЫ И ЗАДАЧИ ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ

После параграфа «Резюме и заключение» начинается практикум — следует «Обзор главы и задачи для самопроверки». Содержащиеся здесь задачи и ответы на них позволяют студентам проверить свои способности в области решения ключевых проблем, связанных с материалами главы.

### ОБЗОР ГЛАВЫ И ЗАДАЧА ДЛЯ САМОПРОВЕРКИ

**2.1 Денежный поток в корпорации Мага.** Эта задача поможет вам получить практический опыт работы с финансовыми отчетами и расчета денежного потока. На основе приведенной ниже информации подготовьте отчет о прибылях и убытках за 2018 г. и балансы за 2017 и 2018 гг. Затем, основываясь на примере US Corporation, рассмотренном в данной главе, рассчитайте денежный поток от активов, денежный поток к кредиторам и денежный поток к акционерам для корпорации Мага в 2018 г. Используйте при этом налоговую ставку 21%. Вы сможете сравнить свои результаты с нашими ответами, которые вы найдете в следующей рубрике (все показатели для корпорации Мага даны в млн долл.).

Показатели	2017	2018
Выручка от продаж	4 203	4 507
Себестоимость реализованной продукции	2 422	2 633
Амортизация	785	952
Процентные платежи	180	196
Дивиденды	275	352
Оборотные средства	2 205	2 429
Чистые основные средства	7 344	7 650
Краткосрочные обязательства	1 003	1 255
Долгосрочный долг	3 106	2 085

### ОБЗОР ОСНОВНЫХ ПОНЯТИЙ И ВОПРОСЫ ДЛЯ КРИТИЧЕСКОГО ОСМЫСЛЕНИЯ

- 1. Ликвидность [ЦО1].** Что характеризует ликвидность? Объясните проблему выбора между активами с высоким и низким уровнями ликвидности, с которой сталкивается компания.
- 2. Бухгалтерский учет и денежные потоки [ЦО2].** Почему величины доходов и расходов, показанные в стандартном отчете о прибылях и убытках, могут не отражать фактическое движение денежных средств, которое происходит в течение определенного периода?
- 3. Балансовая и рыночная стоимость [ЦО1].** Почему при подготовке баланса стандартная бухгалтерская практика концентрируется на цене приобретения, а не на рыночной стоимости?
- 4. Операционный денежный поток [ЦО2].** Сравните бухгалтерскую чистую прибыль и операционный денежный поток и укажите две статьи, входящие в чистую прибыль, но не включаемые в расчеты операционного денежного потока. Что означает каждая из них и почему они исключаются из операционного денежного потока?
- 5. Противопоставление балансовой и рыночной стоимости [ЦО1].** В соответствии со стандартными бухгалтерскими правилами возможно превышение пассивов компании над ее активами. Когда это случается, собственный капитал имеет отрицательное значение. Может ли такое произойти при расчетах на основе рыночной стоимости активов? Почему «да» или почему «нет»?
- 6. Денежный поток от активов [ЦО4].** Предположим, денежный поток от активов компании в определенный период был отрицательным. Это обязательно следует расценивать как хороший знак? Это обязательно следует расценивать как плохой знак?
- 7. Операционный денежный поток [ЦО4].** Предположим, операционный денежный поток компании был отрицательным несколько лет подряд. Это обязательно следует расценивать как хороший знак? Это обязательно следует расценивать как плохой знак?
- 8. Чистый оборотный капитал и капитальные расходы [ЦО4].** Может ли изменение чистого оборотного капитала компании иметь отрицательное значение в определенном году? (Подсказка: может.) Объясните, как это может произойти. А что в отношении капитальных расходов?
- 9. Денежный поток акционерам и кредиторам [ЦО4].** Может ли денежный поток акционерам компании иметь отрицательное значение в определенном году? (Подсказка: может.) Объясните, как это может произойти. А что в отношении денежного потока кредиторам?
- 10. Стоимости компаний [ЦО1].** Возвращаясь к примеру с Boeing, который мы приводили в начале этой главы, отметьте: мы предположили, что акционеры Boeing Lynch, очевидно, не пострадали из-за того, что компания понесла убытки. Что, по вашему мнению, послужило основанием для нашего заключения?

### ОБЗОР ОСНОВНЫХ ПОНЯТИЙ И ВОПРОСЫ ДЛЯ КРИТИЧЕСКОГО ОСМЫСЛЕНИЯ

Эта часть практикума помогает студентам усвоить ключевые принципы и воспитывает интуитивное понимание концепций, о которых идет речь в данной главе. Несколько вопросов, относящихся к заставке в начале главы, углубляют навыки критического осмысления и изучения материалов.

## ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ В КОНЦЕ ГЛАВЫ

Чем больше практических занятий, тем эффективнее обучение; поэтому в 12-м издании «Основ корпоративных финансов» содержится богатый практикум, который значительно более разнообразен, чем практикумы в типичных учебниках по основам финансов. Вопросы и задачи делятся на три уровня: базовый, средний и сложный. Ответы на некоторые из вопросов и задач приведены в приложении С. Кроме того, большинство вопросов и задач доступно в приложении McGraw-Hill's *Connect Finance*. Подробнее см. с. xxvi.

### ВОПРОСЫ И ЗАДАЧИ

- 1. Составление балансового отчета [ЦО1].** Компания Wims имеет оборотные средства в размере 4 900 долл., чистые основные средства — 27 300 долл., краткосрочные обязательства — 4 100 долл. и долгосрочный долг — 10 200 долл. Каков чистый оборотный капитал этой компании?
- 2. Составление отчета о прибылях и убытках [ЦО1].** У компании Griffin's Goat Farm выручка от продаж составляет 796 тыс. долл., производственные издержки — 327 тыс. долл., амортизационные отчисления — 42 тыс. долл., процентные платежи — 34 тыс. долл. Налог компания платит по ставке 21%. Какова чистая прибыль этой компании?
- 3. Дивиденды и нераспределенная прибыль [ЦО1].** Предположим, компания из задачи 2 выплатила 95 тыс. долл. денежных дивидендов. Каков будет прирост нераспределенной прибыли?
- 4. Прибыль на акцию и дивиденды на акцию [ЦО1].** Предположим, компания из задачи 3 имеет 80 тыс. обыкновенных акций в обращении. Какова будет прибыль на акцию? А размер дивидендов на акцию?
- 5. Расчет операционного денежного потока [ЦО4].** Компания Romprei имеет выручку от продаж в размере 46 200 долл., ее производственные издержки составляют 23 100 долл., амортизационные отчисления — 2 200 долл., процентные платежи — 1 700 долл. Если налоговая ставка равна 22%, каков операционный денежный поток компании?



## МАЛЕНЬКИЕ ИСТОРИИ

В конце глав размещены маленькие истории, которые повествуют о разных ситуациях в жизни компаний и иллюстрируют важные темы учебника. В каждой истории мы находим завязку, исходные данные и нерешенную проблему. Затем предлагаются вопросы. Чтобы ответить на них, студенты должны провести аналитику, сосредоточив внимание на материалах, изложенных в главе.

### МАЛЕНЬКАЯ ИСТОРИЯ

#### Компания Bullock Gold Mining

Сет Баллок, владелец компании Bullock Gold Mining, оценивает проект разработки нового золотого прииска в штате Южная Дакота. Геолог компании Дэн Дорити только что закончил анализ участка прииска. По его оценкам, на прииске можно будет вести добычу золота в течение восьми лет, после чего он будет полностью исчерпан. Дэн обратился за советом по поводу месторождения золота к Элма Гарретт, финансовому инспектору компании. Сет Баллок попросил ее провести исследование нового прииска и представить свои рекомендации по вопросу о том, стоит ли начинать разработку рудника.

Элма использовала оценки Дэна для определения доходов, которые можно получить от месторождения. Она также составила прогноз затрат на открытие прииска и ежегодных текущих расходов. Если компания начнет разработку месторождения, то сегодня это обойдется ей в 635 млн долл., и затем в течение девяти лет компании придется ежегодно выделять по 45 млн долл. на расходы, связанные с закрытием прииска и восстановлением окружающего участка. Ожидаемые от прииска денежные поступления показаны в таблице. Компания требует по всем своим проектам, касающимся добычи золота, доходность 12%.

Год	Денежный поток, долл.
0	-635 000 000
1	89 000 000
2	105 000 000
3	130 000 000
4	173 000 000
5	205 000 000
6	155 000 000
7	145 000 000
8	122 000 000
9	-45 000 000

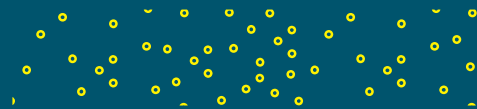
#### ВОПРОСЫ

1. Постройте электронную таблицу для расчета периода окупаемости, внутренней нормы доходности, модифицированной внутренней нормы доходности и чистой приведенной стоимости предложенного проекта.
2. Исходя из проведенного вами анализа, ответьте, должна ли компания начать разработку месторождения.
3. Дополнительный вопрос: большинство электронных таблиц не имеют встроенной формулы для расчета периода окупаемости. Используйте скрипт VBA, чтобы вычислить период окупаемости проекта.

## УПРАЖНЕНИЯ В СЕТИ (ТОЛЬКО В ОНЛАЙН-ФОРМАТЕ)

Рекомендуются преподавателям, заинтересованным в интеграции в свой курс онлайн-ресурсов. Эти онлайн-мероприятия обучают студентов ориентироваться в огромном количестве ресурсов, доступных в интернете. Упражнения доступны студентам и преподавателям на портале *Connect Finance*.

# Универсальный учебно-методический комплекс



Это издание «Основ...» содержит несколько модулей: учебник, материалы для преподавателей, материалы для студентов и мультимедийные продукты. Сочетайте необходимые элементы и создайте портфель учебных материалов, который идеально подходит именно вам!

## УЧЕБНИК

Настройте свою версию 12-го издания «Основ корпоративных финансов» на платформе McGraw-Hill Create. Изучайте нужные главы в удобном для вас порядке — это очень просто организовать!

## МАТЕРИАЛЫ ДЛЯ ПРЕПОДАВАТЕЛЕЙ

Храните все дополнительные материалы в одном месте! Ваша персональная библиотека на платформе Connect содержит всё необходимое: методические рекомендации для преподавателей, решебник, практикум, электронный практикум, материалы и упражнения в PowerPoint. Всё это — на удобной платформе с понятной навигацией: в вашем персональном курсе *Connect Finance*.

- **Методические рекомендации для преподавателей (Teaching Resource Manual, TRM)**

TRM — ваше основное руководство, разработанное, чтобы помочь вам создать персональную учебную программу, интегрированную в образовательный сервис *Connect*.

- **Решебник (Solutions Manual, SM)**

*Подготовили Брэд Джордан, Университет Кентукки, и Джо Смолира, Белмонтский университет*

Этот модуль содержит подробные ответы на вопросы из рубрики «Обзор основных понятий...», а также на вопросы и задачи, представленные в конце каждой главы.

- **Практикум**

*Подготовила Кей Джонсон*

Более 100 вопросов и задач к каждой главе! В каждой главе предложены вопросы и задачи, предназначенные для проверки усвоения студентами ключевых терминов и концепций; отвечающие заявленным целям обучения; относящиеся к вводным рубрикам в начале глав и примерам; вопросы и задачи разного уровня сложности с вариантами ответов и решений; вопросы для размышления, развивающие навыки решения реальных проблем и вырабатывающие глубокое понимание материала.

- **Электронный практикум**

TestGen — это современный и высокотехнологичный конструктор тестов и вместе с тем прикладное программное обеспечение, которое позволяет преподавателям быстро и с легкостью выбирать необходимые задания из обширного практикума McGraw Hill. Преподаватели могут отбирать и редактировать вопросы и ответы, тем самым создавая индивидуальные контрольные работы для онлайн- и офлайн-занятий. Вопросы могут включать форматированный текст, символы, графики и формулы, которые встраиваются в упражнения с помощью интегрированных математических шаблонов. Генератор случайных чисел предоставляет возможность каждый раз получать новые текстовые задания или числовые значения. Благодаря гибким механизмам быстрого создания упражнений, простым и надежным инструментам редактирования, TestGen — идеальная среда разработки тестов, предназначенная для современных преподавателей.

- **Работа в Excel**

Расширено для этого издания! Благодаря 180 упражнениям в Excel, которые теперь включены в Connect, компания RWJ является непревзойденным лидером в обеспечении студентов практическими занятиями в Excel, возможности которого они будут использовать на протяжении всей своей карьеры в финансовой сфере.

- **Обучающее видео**

Осваивать модули курса «Корпоративные финансы» студентам помогают подготовленные специально для этого издания краткие и увлекательные обучающие видеоролики (и сопутствующие задания).

- **Презентации в PowerPoint**

В 12-м издании переработаны и дополнены презентации в PowerPoint; теперь они содержат богатый материал для преподавателей, в том числе советы по ведению лекций, примеры из мира финансов и заметки

о международной ситуации. В каждой презентации найдутся слайды, посвященные этическому аспекту, который подразумевается той или иной темой курса.

## МАТЕРИАЛЫ ДЛЯ СТУДЕНТОВ

Студенческие ресурсы для этого издания можно найти на вкладке Library (Библиотека) в вашем персональном курсе *Connect Finance*. Если вы еще не используете Connect, пройдите по ссылке <http://connect.mheducation.com>, чтобы узнать больше, и расспросите вашего преподавателя об использовании этого ресурса!

- **Ресурсы Excel**

Те студенты, кому недостаточно практических занятий, могут получить доступ к шаблонам решения задач в Excel и Excel Master, которые разработали для вас Брэд Джордан и Джо Смолира.

- **Видеолекции**

В видеоматериалах, часть которых подготовлена специально для настоящего издания, обсуждаются реальные примеры из мира финансов, приведены пояснения и советы по решению задач, представленных в каждой главе. В слайды интегрированы проверочные задания, закрепляющие ключевые темы в главе. Разработанные с учетом особенностей восприятия учебного материала разными категориями студентов, слайды обеспечивают визуальное и звуковое объяснение тем и проблем.

## УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ

Помимо доступа ко всем ресурсам для студентов через вкладку Library (Библиотека) онлайн-сервиса Connect, вам также предоставляется защищенный паролем доступ к материалам для преподавателя, решебнику вопросов и задач, размещенных в конце каждой главы, слайдам для преподавателей в PowerPoint, шаблонам решения задач в Excel, видеороликам, видеопроектam и вопросам.

## КАК РАБОТАЕТ РЫНОК

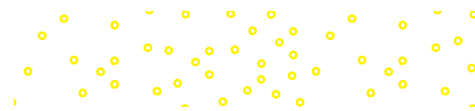
Студенты получают бесплатный доступ к онлайн-симулятору рыночного портфеля с виртуальным брокерским счетом для покупки и продажи акций и взаимных фондов. Студенты могут использовать реальные данные, размещенные на этом сайте, в сочетании с главами, посвященными инвестициям. Студенты также могут соревноваться за лучшие показатели инвестиционного портфеля с другими учащимися как своего курса, так и по всей территории Соединенных Штатов. Сайт работает на базе решения Stock-Trak, ведущего поставщика услуг инвестиционного моделирования для академического сообщества.

## ДОСТУПНО ДЛЯ ПОКУПКИ В КОМПЛЕКТЕ

### ***FinGame Online 5.0***

*Автор: Лерой Брукс, Университет Джона Кэрролла  
(By LeRoy Brooks, John Carroll University)  
(ISBN 10: 0077219880 / ISBN 13: 9780077219888)*

Всего 15 долларов, если покупаете вместе с «Основами...». В этой универсальной игре-симуляторе студенты управляют гипотетической компанией в течение длительного периода времени. Теперь игра привязана к тексту издания упражнениями, размещенными в библиотеке материалов для студентов сервиса Connect. По мере того как студенты принимают важные финансовые и операционные решения для своей компании, они будут развивать и совершенствовать свои навыки в области финансового менеджмента и анализа финансовой отчетности.



# connect®

**McGraw-Hill Connect® — это высоконадежное, простое в использовании решение для управления домашними заданиями и обучением, базирующееся на принципах психологии обучения и использующее передовые адаптивные инструменты для улучшения успеваемости студентов.**

## Домашнее задание и адаптивное обучение

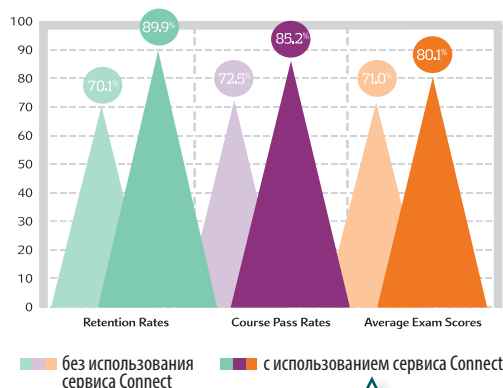
- Задания Connect помогают студентам с помощью приложения контекстуализировать изученное, чтобы они могли лучше понять материал и научиться мыслить критически.
- Connect создаст персонализированный путь обучения, адаптированный к индивидуальным потребностям студента с помощью цифрового учебника SmartBook®.
- SmartBook помогает студентам учиться более эффективно, обеспечивая интерактивный опыт чтения посредством инструментов выделения и обзора.

Было получено более **7 миллиардов** ответов на вопросы, что сделало образовательные продукты McGraw-Hill более интеллектуальными, надежными и точными.

## Качественный контент и учебные ресурсы

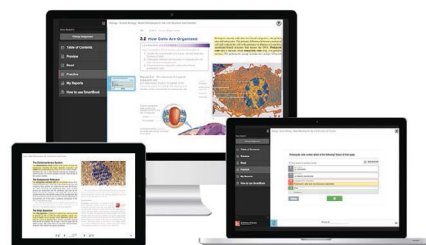
- Контент сервиса Connect подготовлен лучшими мировыми экспертами в соответствующей предметной области и доступен вашему классу через простой и интуитивно понятный интерфейс.
- Электронная книга Connect позволяет студентам легко получить доступ к учебным материалам на смартфонах и планшетах. Они могут учиться на ходу; для работы с электронной книгой не нужен доступ в интернет; сохраняется полная функциональность.
- Мультимедийный контент — видео, симуляторы и игры — способствует вовлечению студентов и развитию навыков критического мышления.

Воздействие Connect на коэффициент усвоения, уровень успешного прохождения курса и средний экзаменационный балл



Использование Connect повышает коэффициент усвоения на **19,8%**, уровень успешного прохождения курса — на **12,7%**, а результаты экзаменов — на **9,1%**.

**73%** педагогов, которые используют сервис Connect, он действительно требуется; уровень удовлетворенности педагогов повышается на **28%** при использовании Connect.



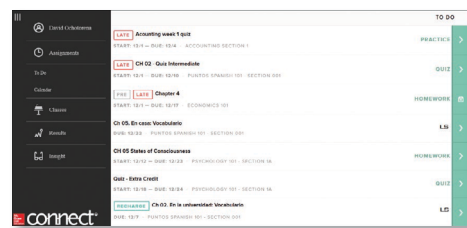
©McGraw-Hill Education

# Надежные и удобные инструменты аналитики и отчетности

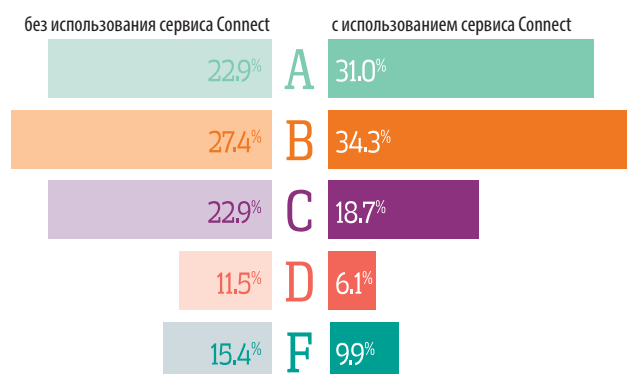
- Connect Insight® генерирует легко читаемые и детализированные отчеты об успеваемости как отдельных студентов, так и целого класса.
- Подключение панели показателей Connect Insight позволяет получать данные об эффективности учебного процесса, особенно в таких аспектах, как поведение и количество усилий, которые тратят преподаватели. Теперь преподаватели могут быстро определить студентов, испытывающих затруднения, и сосредоточиться на материале, который класс еще не освоил.
- Сервис Connect автоматически оценивает задания и тесты, предоставляя легко читаемые отчеты об индивидуальной и групповой успеваемости.



©Hero Images/Getty Images



## Влияние распределения оценок по итогам изучения курса



Больше студентов получают высокие баллы, если они пользовались сервисом Connect.

# Надежное обслуживание и поддержка

- Сервис Connect может быть интегрирован с вашей системой управления обучением (LMS) и обеспечить единый вход и автоматическую синхронизацию оценок. Интеграция с инструментами Blackboard®, D2L® и Canvas также обеспечивает автоматическую синхронизацию календаря учебного курса и дневника выполненных заданий.
- Connect предлагает комплексное обслуживание, поддержку и обучение на каждом этапе.
- Если вам необходима помощь в использовании сервиса Connect или вы хотите получить советы и рекомендации от опытных пользователей, вы можете обратиться за необходимыми консультациями в ходе работы. Наши специалисты в сфере технологий цифрового обучения и представители в студенческой среде помогут вам достичь желаемых результатов с помощью Connect.

[www.mheducation.com/connect](http://www.mheducation.com/connect)

## ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ С ЭЛЕКТРОННЫМ КАЛЬКУЛЯТОРОМ, ШЕСТОЕ ИЗДАНИЕ

Марк А. Уайт, Университет Виргинии, школа коммерции Макинтайра

## FINANCIAL ANALYSIS WITH AN ELECTRONIC CALCULATOR, SIXTH EDITION

by Mark A. White, University of Virginia, McIntire School of Commerce

(ISBN 10: 0073217093 / ISBN 13: 9780073217093)

Информация и инструкции, содержащиеся в этом издании, позволяют студентам освоить финансовые калькуляторы и развить необходимые знания по финансовой математике, что необходимо для решения финансовых задач. В пособие включены полные инструкции для решения всех основных типов задач на четырех популярных моделях: HP 10B и 12C, TI BA II Plus и TI-84. Практикум и подробный решебник позволяют студентам практиковать и закреплять навыки, изложенные в тексте. «Финансовый анализ с электронным калькулятором» является самостоятельным дополнением к вводному курсу финансового менеджмента.

### КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ СЛУЖБЫ ПОДДЕРЖКИ КЛИЕНТОВ MCGRAW-HILL

Мы в McGraw-Hill понимаем, что получить максимальную отдачу от новых технологий может быть непросто. Поэтому мы продолжаем предоставлять услуги и после того, как вы покупаете наши продукты. Обращайтесь к нашим специалистам по продуктам 24 часа в сутки, мы ответим на все ваши вопросы по продукту в режиме онлайн. Воспользуйтесь поиском по базе часто задаваемых вопросов (FAQ) на сайте веб-поддержки. Позвоните в службу поддержки клиентов по телефону **800-331-5094** или посетите сайт **mpss.mhhe.com**. Сотрудник технической поддержки непременно предоставит оперативную помощь.

### Соответствие концепции гарантированных результатов обучения

Концепция обеспечения гарантированных результатов обучения является важным элементом многих стандартов аккредитации. Двенадцатое издание «Основ корпоративных финансов» разработано с учетом ваших инициатив в области обеспечения гарантированных результатов обучения. Каждая глава книги начинается со списка пронумерованных целей обучения, которые достигаются в результате освоения материалов главы и решения задач в конце главы. Вопросы и задачи в соответствующем разделе практикума также связаны с одной из этих целей. Они подделены сообразно уровню сложности, тематической области, уровню таксономии Блума и области навыков согласно классификации Ассоциации по развитию университетских бизнес-школ (Association to Advance Collegiate Schools of Business, AACSB). Connect (онлайн-решение для домашних заданий от McGraw-Hill), а также EZ Test (простое в использовании программное обеспечение комплексного тестирования McGraw-Hill) позволяют осуществлять поиск в практикуме с использованием этих и других категорий, обеспечивая механизм целенаправленного анализа и оценки результатов обучения.

### Заявление AACSB

McGraw-Hill Education с гордостью заявляет о принадлежности к организации AACSB International. Понимая важность и ценность аккредитации AACSB, 12-е издание «Основ корпоративных финансов» стремится соответствовать руководящим принципам учебных программ, изложенным в стандартах AACSB по аккредитации бизнеса, связывая отдельные вопросы в практикуме с общими руководящими принципами формирования знаний и навыков согласно стандартам AACSB.

Заявления, содержащиеся в 12-м издании «Основ корпоративных финансов», приводятся только в качестве общего руководства для читателей данного пособия. AACSB оставляет охват материала и оценку в пределах компетенции отдельных школ, миссии школы и факультета. В то время как 12-е издание «Основ корпоративных финансов» и пакет учебных материалов не претендуют на какую-либо конкретную квалификацию или оценку по стандартам AACSB, в практикуме мы обозначили отдельные вопросы в соответствии с восемью общими областями знаний и навыков.

# Слова благодарности

Казалось бы, написать вводный учебник по финансам легко — нужно только сесть за компьютер и излить свои знания. Мы никогда не закончили бы книгу без той громадной помощи и поддержки, которую получили буквально от сотен наших коллег, студентов, редакторов, членов семьи и друзей. Мы хотели бы поблагодарить всех вас.

Очевидно, что больше всего мы обязаны нашим многочисленным коллегам (и их студентам), которые, как и мы, хотели бы попробовать нечто новое и решились на перемены. Излишне говорить, что без этой поддержки мы так и не выпустили бы 12-е издание!

Многие наши коллеги читали черновики наших первых и последующих изданий. Книга в ее нынешнем виде имеет довольно мало общего с нашими ранними набросками, и это, наряду со многими изменениями и улучшениями, которых мы добились за прошедшие годы, отражает ценность ваших многочисленных комментариев и предложений, полученных от вас. Перечислим рецензентов, которым мы признательны за вклад в это издание.

Джен Амброс  
Майк Андерсон  
Ибрагим Аффене  
Лоуренс Байерли  
Стив Байерс  
Роберт Бенек  
Гэри Бенеш  
Скотт Бесли  
Вигдис Боассон  
Денис Бодро  
Джим Бойд  
Чарльз С. Браун  
Уильям Брент  
Рэй Брукс  
Санджай Бхагат  
Элизабет Бут  
Сун С. Бэй  
Марша Вебер  
Майкл Р. Вецупенс  
Энни Вонг  
Юнь Вонг  
Дэррил Э. Дж. Гарли  
Дебора М. Гиаруссо  
Девра Голб  
А. Стивен Грэм  
Марк Грэм  
Майкл Данн  
Дэвид А. Дамп  
Наталья Делькур  
Панкадж Джайн  
Джеймс Джексон  
Джеймс М. Джонсон  
Даниэль Джубински  
Майкл Дориган  
Дж. Кентон Зумвальт  
Стив Изберг

Алан Истман  
Рэнди Йоргенсен  
Ярл Г. Калльберг  
Ашок Капур  
Дэвид Н. Кетчер  
Ки Ким  
Говард Кин  
Дебора Кинг  
Джим Кис  
Терри Кислер  
Роберт Кляйнман  
Чарльз М. Кокс  
Софи Конг  
Лэдд Кочман  
Дэвид Куперс  
Стив Кэплс  
Дина Лайиш  
Джон Лайтстоун  
Моррис А. Ламберсон  
Цинь Лань  
Адам Ю. К. Лей  
Джордж Ленц  
Чан Ли  
Джейсон Лин  
Скотт Лоу  
Роберт Лутц  
Цинчжун Ма  
Паван Мадогархия  
Джон Макдугалд  
Белинда Маклоу  
Боб Макэлрит  
Барри Малхолланд  
Дэвид Г. Мартин  
Дюбо Дж. Массон  
Марио Мастрандреа  
Лесли Матис

Балус Мейда  
Гордон Мелмс  
Ричард Р. Менденхолл  
Уэйн Миккельсон  
Лалатенду Мисра  
Карлин Митчелл  
Фредерик Х. Молл  
Сунил Моханти  
Скотт Мур  
Тимоти Мэнуэл  
Майкл Дж. Мюррей  
Рэнди Нельсон  
Орис Одом  
Кит Ошер  
Бюлент Паркер  
Меган Парч  
Сэмюэл Пенкар  
Памела П. Петерсон  
Стив Пиллофф  
Грег Пирс  
Роберт Пьюльц  
Дэвид Дж. Райт  
Колбрин Райт  
Нарендар В. Рао  
Джордж А. Расетт  
Филип Рассел  
Чару Г. Рахей  
Рон Рейбер  
Джей Р. Риттер  
Томас Риц  
Рикардо Дж. Родригес  
Стью Розенштейн  
Кеннет Роскелли  
Айван Ротен  
Расс Рэй  
Шарлин Салливан

<b>Элис Сан</b>	<b>Марк Уайт</b>	<b>Мэттью Худ</b>
<b>Филип Свенсен</b>	<b>Сьюзен Уайт</b>	<b>Эрик Хэй</b>
<b>Филипп Свайсгуд</b>	<b>Джо Уокер</b>	<b>Том Цвирляйн</b>
<b>Роджер Севернс</b>	<b>Джеймс Уошэм</b>	<b>Барбара Дж. Чайлдс</b>
<b>Асим Селик</b>	<b>Гвендолин Уэбб</b>	<b>Мэри Чаффин</b>
<b>Кристина Селла</b>	<b>Алан Уэзерфорд</b>	<b>Мэй Чжан</b>
<b>Нил У. Сичерман</b>	<b>Джилл Уэтмор</b>	<b>Раджу Ченна</b>
<b>Тимоти Смэби</b>	<b>Дэйв Фер</b>	<b>Фан Чэнь</b>
<b>Ахмад Сохрабян</b>	<b>Майкл Фергюсон</b>	<b>Ли Шварц</b>
<b>Майкл Ф. Спайви</b>	<b>Роберт Филлипс</b>	<b>Роберт Швебах</b>
<b>Вик Стэнтон</b>	<b>Дебора Энн Форд</b>	<b>Майкл Шер</b>
<b>Джордж С. Суэйлс</b>	<b>Джим Форджан</b>	<b>Дилип К. Шоум</b>
<b>Младший</b>	<b>Мика Франкель</b>	<b>Марта А. Шэри</b>
<b>Гэри Сэнгер</b>	<b>Дженнифер Р. Фрейзер</b>	<b>Эдриан С. Эдвардс</b>
<b>Трэвис Сэпп</b>	<b>Венди Д. Хабеггер</b>	<b>Томас Х. Эйсселл</b>
<b>Джордж Тёрк</b>	<b>Дэвид Харрауэй</b>	<b>Аченна Элайк</b>
<b>Джозеф Трифсджер</b>	<b>Джон М. Харрис</b>	<b>Стив Энгель</b>
<b>А. Фрэнк Томпсон</b>	<b>Младший</b>	<b>Анджело В. Эспозито</b>
<b>Ронда Тэнку</b>	<b>Роберт С. Хиггинс</b>	<b>Джеймс Эстес</b>
<b>Брайан Тэррант</b>	<b>Карен Хоган</b>	<b>Шери Этлинг</b>
<b>Джон Г. Тэтчер</b>	<b>Карен Холлоуз</b>	<b>Дун-Сяо Янг</b>
<b>Гарри Тьюз</b>	<b>Р. Стивенсон Хоуки</b>	<b>Майкл Янг</b>
<b>Стив Б. Уайатт</b>	<b>Делвин Д. Хоули</b>	<b>Моррис Ярмиш</b>

Ряд наших наиболее уважаемых коллег представили оригинальные эссе для настоящего издания, которые озаглавлены «Из первых уст...» и помещены в соответствующие главы. Этим людям мы выражаем особую благодарность.

**Эдвард И. Альтман**

*Нью-Йоркский университет*

**Роберт С. Хиггинс**

*Вашингтонский университет*

**Роджер Ибботсон**

*Йельский университет, Ibbotson Associates*

**Эрик Ли**

*Университет Айовы*

**Роберт К. Мертон**

*Гарвардский университет, Массачусетский технологический институт*

**Джей Р. Риттер**

*Флоридский университет*

**Ричард Ролл**

*Калифорнийский технологический институт*

**Фишер Блэк**

**Джереми Дж. Сигел**

*Пенсильванский университет*

**Херш Шифрин**

*Университет Санта-Клары*

**Беннетт Стюарт**

*Stern Stewart & Co.*

**Сэмюэл С. Уивер**

*Лихайский университет*

**Мертон Х. Миллер**

Нам повезло, что у нас были квалифицированные и опытные специалисты, разработавшие дополнительные материалы для этого издания. Мы высоко ценим вклад Джо Смолиры из Университета Белмонта, который тесно сотрудничал с нами в разработке решебника, новых и улучшенных методических рекомендаций для преподавателей, а также в создании шаблонов Excel для многих задач, размещенных в конце каждой главы. Мы также выражаем свою благодарность Кей Джонсон за скрупулезное обновление, пересмотр и маркировку каждой задачи в практикуме.

Выдающуюся работу над этим изданием основ проработали корректоры Эмили Белло и Стив Хейли. На них легла незавидная задача технической вычитки, в частности

тщательная проверка каждого расчета по всему тексту и руководству для преподавателей.

Наконец, на каждом этапе данного проекта мы имели честь пользоваться полной и постоянной поддержкой великой организации McGraw-Hill Education. Нам хотелось бы особенно поблагодарить группу продаж. Своим успехом мы во многом обязаны их предложениям, их профессиональной помощи актуальным и потенциальным пользователям.

Мы глубоко благодарны избранной группе профессионалов, выступивших в роли команды разработчиков 12-го издания, среди которых: Чак Синовек, директор; Дженнифер Аптон, старший разработчик продукта; Трина Маурер, старший менеджер по маркетингу; Мэтт Даймонд, дизайнер; Джилл Экчер, руководитель основного проекта. Другие сотрудники McGraw-Hill / Irwin, которых слишком много, чтобы назвать всех их здесь, совершенствовали книгу самыми разными способами.

На протяжении всей работы над этим изданием мы уделяли большое внимание выявлению и устранению ошибок. Наша цель — представить вам лучший учебник по корпоративным финансам. Мы хотели бы гарантировать, что следующие издания не будут содержать ошибок, и поэтому с радостью предлагаем 10 долларов за арифметическую ошибку первому человеку, который сообщит о ней, как скромный знак нашей признательности. Более того, мы хотели бы услышать мнение как преподавателей, так и студентов. Пожалуйста, напишите и расскажите нам, как сделать этот текст лучше. Направляйте ваши комментарии по адресу: Dr. Brad Jordan, c/o Editorial-Finance, McGraw-Hill Education, 1333 Burr Ridge Parkway, Burr Ridge, IL 60527.

**Стивен А. Росс**  
**Рэндольф У. Вестерфилд**  
**Брэдфорд Д. Джордан**

# Краткое содержание

## ЧАСТЬ 1 Обзор корпоративных финансов

ГЛАВА 1 ВВЕДЕНИЕ В КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ 1

ГЛАВА 2 ФИНАНСОВЫЕ ОТЧЕТЫ, НАЛОГИ И ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК 23

## ЧАСТЬ 2 Финансовые отчеты и долгосрочное финансовое планирование

ГЛАВА 3 РАБОТА С ФИНАНСОВЫМИ ОТЧЕТАМИ 55

ГЛАВА 4 ДОЛГОСРОЧНОЕ ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И РОСТ 108

## ЧАСТЬ 3 Оценка будущих денежных потоков

ГЛАВА 5 ВВЕДЕНИЕ В ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ: ВРЕМЕННАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ 146

ГЛАВА 6 ОЦЕНКА ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА 174

ГЛАВА 7 ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ОЦЕНКА ОБЛИГАЦИЙ 227

ГЛАВА 8 ОЦЕНКА АКЦИЙ 279

## ЧАСТЬ 4 Бюджетирование капиталовложений

ГЛАВА 9 ЧИСТАЯ ПРИВЕДЕННАЯ СТОИМОСТЬ И ДРУГИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КРИТЕРИИ 317

ГЛАВА 10 ПРИНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ 363

ГЛАВА 11 АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ПРОЕКТА 409

## ЧАСТЬ 5 Риск и доходность

ГЛАВА 12 НЕКОТОРЫЕ УРОКИ ИЗ ИСТОРИИ РЫНКА КАПИТАЛА 448

ГЛАВА 13 ДОХОД, РИСК И ЛИНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 492

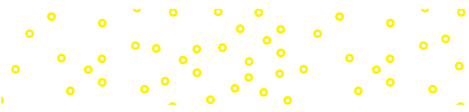
## ЧАСТЬ 6 Стоимость капитала и долгосрочная финансовая политика

ГЛАВА 14 СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА 534

ГЛАВА 15 ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА 580

ГЛАВА 16 ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ И ПОЛИТИКА В ОБЛАСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА 627

ГЛАВА 17 ДИВИДЕНДЫ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА 674

**ЧАСТЬ 7 Краткосрочное финансовое планирование и управление**

**ГЛАВА 18** КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСЫ И ПЛАНИРОВАНИЕ 712

**ГЛАВА 19** УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ И ЛИКВИДНОСТЬЮ 753

**ГЛАВА 20** УПРАВЛЕНИЕ КРЕДИТОМ И ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫМИ ЗАПАСАМИ 792

**ЧАСТЬ 8 Обсуждаемые темы в области корпоративных финансов**

**ГЛАВА 21** КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ АСПЕКТ 838

**ГЛАВА 22** ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ: ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ 873

**ГЛАВА 23** УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ 901

**ГЛАВА 24** ОПЦИОНЫ И КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ 933

**ГЛАВА 25** ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ОПЦИОНОВ 979

**ГЛАВА 26** СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ 1017

**ГЛАВА 27** ЛИЗИНГ 1054

## ЧАСТЬ 1 Обзор корпоративных финансов

### ГЛАВА 1

#### ВВЕДЕНИЕ В КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ 1

##### 1.1 Корпоративные финансы и финансовый менеджер 2

- Что такое корпоративные финансы? 2
- Финансовый менеджер 2
- Решения финансового менеджмента 2
  - Бюджетирование капиталовложений* 3
  - Структура капитала* 4
  - Управление оборотным капиталом* 4
  - Заключение* 5

##### 1.2 Формы организации бизнеса 5

- Индивидуальное предприятие 5
- Партнерство 6
- Корпорация 6
- Другие названия корпорации 8

##### 1.3 Цель финансового менеджмента 9

- Возможные цели 9
- Цель финансового менеджмента 10
- Более широкая цель 11
- Закон Сарбейнса — Оксли 11

##### 1.4 Проблема агентских отношений и контроль над корпорацией 12

- Агентские отношения 12
- Цели менеджмента 12
- Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? 13
  - Вознаграждение менеджеров* 13
  - Контроль над компанией* 14
  - Заключение* 16
- Заинтересованные стороны 16

##### 1.5 Финансовые рынки и корпорация 16

- Денежные потоки в компанию и от нее 16
- Первичные и вторичные рынки 17
  - Первичные рынки* 17
  - Вторичные рынки* 18
  - Дилерские и аукционные рынки* 18
  - Торговля корпоративными ценными бумагами* 18
  - Листинг ценных бумаг* 19

##### 1.6 Резюме и заключение 19

### ГЛАВА 2

#### ФИНАНСОВЫЕ ОТЧЕТЫ, НАЛОГИ И ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК 23

##### 2.1 Баланс 24

- Активы — левая сторона баланса 24
- Пассивы (обязательства и собственный капитал):
  - правая сторона баланса 24
- Чистый оборотный капитал 25
- Ликвидность 26
- Долг и собственный капитал 27
- Рыночная стоимость и балансовая стоимость 27

##### 2.2 Отчет о прибылях и убытках 29

- ГААР и отчет о прибылях и убытках 30
- Неденежные статьи 31
- Время и затраты 31

##### 2.3 Налоги 33

- Ставки корпоративного налога 34
- Средние и предельные налоговые ставки 34

##### 2.4 Денежный поток 36

- Денежный поток от активов 37
  - Операционный денежный поток* 37
  - Капитальные расходы* 38
  - Изменение чистого оборотного капитала* 39
  - Заключение* 39
  - Замечание о «свободном» денежном потоке* 39
- Денежный поток кредиторам и акционерам 40
  - Денежный поток кредиторам* 40
  - Денежный поток акционерам* 40
- Пример: денежные потоки компании Dole Cola 42
  - Операционный денежный поток* 42
  - Чистые капитальные расходы* 43
  - Изменение чистого оборотного капитала и денежный поток от активов* 43
  - Денежный поток акционерам и кредиторам* 44

##### 2.5 Резюме и заключение 45

## ЧАСТЬ 2 Финансовые отчеты и долгосрочное финансовое планирование

### ГЛАВА 3

#### РАБОТА С ФИНАНСОВЫМИ ОТЧЕТАМИ 55

##### 3.1 Денежный поток и финансовые отчеты:

###### подробное рассмотрение 56

Источники и использование денежных средств 57

Отчет о движении денежных средств 59

##### 3.2 Стандартизированные финансовые отчеты 61

Отчеты общей формы 61

*Процентные балансовые отчеты 62*

*Процентные отчеты о прибылях и убытках 62*

*Процентные отчеты о движении денежных средств 63*

Финансовые отчеты с общим базовым годом: анализ тенденций 63

Комбинированный анализ в процентах и относительно базового года 64

##### 3.3 Коэффициентный анализ 65

Показатели краткосрочной платежеспособности, или ликвидности 66

*Коэффициент текущей ликвидности 66*

*Коэффициент срочной ликвидности 67*

*Другие коэффициенты ликвидности 68*

Показатели долгосрочной платежеспособности 69

*Коэффициент общей долговой нагрузки 69*

*Краткое отступление: общая капитализация и совокупные активы 70*

*Коэффициент покрытия процента 70*

*Коэффициент денежного покрытия процента 71*

Коэффициенты использования, или

оборачиваемости, активов 71

*Оборачиваемость товарно-материальных запасов и продолжительность оборота*

*товарно-материальных запасов (в днях) 72*

*Оборачиваемость дебиторской задолженности и продолжительность оборота дебиторской задолженности (в днях) 73*

*Коэффициент оборачиваемости активов 74*

Коэффициенты рентабельности 75

*Норма прибыли 75*

*Рентабельность активов 75*

*Рентабельность собственного капитала 75*

Коэффициенты рыночной стоимости 77

*Коэффициент «цена/прибыль» (Ц/П) 77*

*Коэффициент «цена / выручка с продаж» (Ц/В) 77*

*Коэффициент «рыночная/балансовая стоимость» 78*

*Стоимость предприятия — коэффициент EBITDA 79*

Заключение 79

##### 3.4 Уравнение Дюпона 81

Подробнее о ROE 81

Расширенный анализ с помощью модели Дюпона 84

##### 3.5 Использование информации, содержащейся в финансовых отчетах 86

Почему надо оценивать финансовые отчеты? 86

*Внутреннее использование 86*

*Внешнее использование 86*

Выбор эталона 87

*Анализ тенденций во времени 87*

*Анализ однородной группы 87*

Проблемы анализа финансовых отчетов 92

##### 3.6 Резюме и заключение 94

### ГЛАВА 4

#### ДОЛГОСРОЧНОЕ ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И РОСТ 108

##### 4.1 Что такое финансовое планирование? 110

Рост как цель финансового менеджмента 110

Система координат финансового планирования 111

Чего можно достичь с помощью планирования 112

*Изучение взаимосвязей 112*

*Исследование альтернатив 112*

*Избавление от неожиданностей 112*

*Обеспечение выполнимости и внутренней согласованности 112*

Заключение 113

##### 4.2 Модели финансового планирования: первое знакомство 113

Модель финансового планирования:

составляющие 113

*Прогноз продаж 113*

*Отчеты pro forma 114*

*Потребности в активах 114*

*Финансовые потребности 114*

*«Резервный клапан» 114*

*Экономические предпосылки 115*

Простая модель финансового планирования 115

- 4.3 Подход, основанный на процентном соотношении с объемом продаж** 116  
 Отчет о прибылях и убытках 117  
 Балансовый отчет 118  
 Конкретный сценарий 120  
 Альтернативный сценарий 121
- 4.4 Внешнее финансирование и рост** 124  
 Потребность во внешнем финансировании и рост 124  
 Финансовая политика и рост 127
- Темпы внутреннего роста* 127  
*Темпы устойчивого роста* 127  
*Определяющие рост факторы* 129  
 Комментарий по поводу расчетов темпов устойчивого роста 130
- 4.5 Некоторые предостережения в отношении моделей финансового планирования** 132
- 4.6 Резюме и заключение** 133

## ЧАСТЬ 3 Оценка будущих денежных потоков

### ГЛАВА 5

#### ВВЕДЕНИЕ В ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ: ВРЕМЕННАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ

 146

- 5.1 Будущая стоимость и сложный процент** 147  
 Инвестирование на один период 147  
 Инвестирование более чем на один период 147  
 Замечание о сложном росте 154
- 5.2 Приведенная стоимость и дисконтирование** 155  
 Случай для инвестирования на один период 155  
 Приведенная стоимость для инвестирования на несколько периодов 156
- 5.3 Еще раз о приведенной и будущей стоимости** 159  
 Приведенная и будущая стоимость 159  
 Определение ставки дисконтирования 160  
 Определение числа периодов 165
- 5.4 Резюме и заключение** 168

### ГЛАВА 6

#### ОЦЕНКА ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

 174

- 6.1 Будущая и приведенная стоимость множественных денежных потоков** 175  
 Будущая стоимость при наличии множественных денежных потоков 175  
 Приведенная стоимость при наличии множественных денежных потоков 178  
 Замечание о временной привязке денежных потоков 182
- 6.2 Оценка равномерных денежных потоков: аннуитет и бессрочная рента** 183  
 Приведенная стоимость аннуитета 183

- Таблицы коэффициентов аннуитета* 185  
*Определение суммы платежа* 186  
*Определение процентной ставки* 188  
 Будущая стоимость аннуитета 190  
 Замечание об авансовом аннуитете 191  
 Бессрочная рента 193  
 Растущие аннуитеты и бессрочные ренты 194
- 6.3 Сравнение процентных ставок: влияние начисления сложных процентов** 195  
 Эффективная годовая процентная ставка и начисление сложного процента 195  
 Расчет и сравнение эффективных процентных ставок 196  
 Эффективные годовые процентные ставки и годовые процентные ставки 198  
 Предельный случай: замечание о непрерывном начислении сложных процентов 200
- 6.4 Типы кредитов и погашение кредитов** 202  
 Чистый дисконтный заем 202  
 Процентные займы 202  
 Амортизируемые займы 203
- 6.5 Резюме и заключение** 208

### ГЛАВА 7

#### ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ОЦЕНКА ОБЛИГАЦИЙ

 227

- 7.1 Облигации и оценка облигаций** 228  
 Характерные свойства и цены облигаций 228  
 Стоимость и доходность облигаций 228  
 Риск, связанный с колебаниями процентных ставок 232  
 Определение доходности к погашению: снова о методе проб и ошибок 234

<b>7.2 Еще несколько слов о свойствах облигаций</b>	238
Что это: долг или собственный капитал?	239
Долгосрочный долг: основы	239
Эмиссионный договор	241
Условия выпуска облигаций	241
Обеспечение	242
Приоритетность долгов	242
Погашение долга	243
Условие досрочного отзыва (выкупа)	243
Защитные оговорки	244
<b>7.3 Рейтинги облигаций</b>	245
<b>7.4 Некоторые другие виды облигаций</b>	246
Государственные облигации	246
Облигации с нулевым купоном	248
Облигации с плавающей ставкой	249
Другие виды облигаций	250
Сукук	252
<b>7.5 Рынки облигаций</b>	254
Как продают и покупают облигации	256
Отчетность по ценам облигаций	256
Замечание о котировках облигаций	259
<b>7.6 Инфляция и процентные ставки</b>	260
Реальные и номинальные ставки	260
Эффект Фишера	261
Инфляция и приведенная стоимость	262
<b>7.7 Факторы, определяющие доходность облигаций</b>	263
Временная структура процентных ставок	263
Доходность облигаций и кривая доходности:	
обобщение	266
заключение	267
<b>7.8 Резюме и заключение</b>	268

## ГЛАВА 8

### ОЦЕНКА АКЦИЙ 279

<b>8.1 Оценка обыкновенных акций</b>	280
Денежные потоки	280
Некоторые особые случаи	282
Нулевой рост	282
Постоянный рост	282
Непостоянный рост	285
Двухэтапный рост	287
Составляющие требуемой доходности	288
Оценка акций с помощью коэффициентов	290
<b>8.2 Некоторые свойства обыкновенных и привилегированных акций</b>	292
Свойства обыкновенных акций	292
Права акционеров	292
Голосование по доверенности	293
Категории акций	294
Другие права	294
Дивиденды	295
Свойства привилегированных акций	295
Заявленная стоимость	
(условная оценка акций)	296
Кумулятивные и некумулятивные дивиденды	296
Является ли привилегированная акция на самом деле долгом?	296
<b>8.3 Фондовый рынок</b>	297
Дилеры и брокеры	297
Организация Нью-Йоркской фондовой биржи	298
Члены биржи	298
Операции	299
Работа на биржевой площадке	300
Работа NASDAQ	301
BTC	303
Отчетность фондовых рынков	303
<b>8.4 Резюме и заключение</b>	306

## ЧАСТЬ 4 Бюджетирование капиталовложений

### ГЛАВА 9

#### ЧИСТАЯ ПРИВЕДЕННАЯ СТОИМОСТЬ И ДРУГИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КРИТЕРИИ 317

<b>9.1 Чистая приведенная стоимость</b>	318
Основная идея	319
Оценка чистой приведенной стоимости	319

<b>9.2 Правило окупаемости</b>	323
Определение правила окупаемости	323
Анализ правила окупаемости	325
Положительные свойства правила окупаемости	325
Обобщение правила окупаемости	326
<b>9.3 Дисконтированная окупаемость</b>	327

**9.4 Средняя бухгалтерская рентабельность 330****9.5 Внутренняя норма доходности 332**

Проблемы, связанные с внутренней нормой  
доходности 336

*Нетипичные денежные потоки 336*

*Взаимоисключающие инвестиции 339*

*Инвестирование или финансирование? 341*

Положительные свойства внутренней нормы  
доходности 342

Модифицированная внутренняя норма  
доходности 343

*Метод 1: дисконтирование 343*

*Метод 2: реинвестирование 344*

*Метод 3: комбинированный подход 344*

*Что лучше — MIRR или IRR? 344*

**9.6 Коэффициент рентабельности 345****9.7 Практика бюджетирования  
капиталовложений 346****9.8 Резюме и заключение 349****ГЛАВА 10****ПРИНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ 363****10.1 Денежные потоки проекта:  
первое знакомство 364**

Релевантные денежные потоки 364

Принцип автономии 365

**10.2 Приростные денежные потоки 365**

Безвозвратные расходы 365

Альтернативные издержки 366

Побочные эффекты 366

Чистый оборотный капитал 367

Издержки финансирования 367

Другие аспекты 368

**10.3 Гипотетические финансовые отчеты и денежные  
потоки проекта 368**

Начало работы: гипотетические  
финансовые отчеты 368

Денежные потоки проекта 369

*Операционный денежный поток проекта 370*

*Чистый оборотный капитал и капитальные  
расходы проекта 370*

Прогнозный общий денежный поток и стоимость 371

**10.4 Еще раз о денежном потоке проекта 372**

Более пристальный взгляд на чистый  
оборотный капитал 372

Амортизация 375

*Модифицированная система ускоренной  
амортизации 375*

*Накопленная амортизация 377*

*Балансовая стоимость и рыночная  
стоимость 377*

Пример: The Majestic Mulch and Compost Company  
(ММСС) 379

*Операционные денежные потоки 379*

*Изменение чистого оборотного капитала 381*

*Капитальные расходы 382*

*Общий денежный поток и стоимость 382*

*Заключение 383*

**10.5 Альтернативные определения операционного  
денежного потока 383**

Восходящий метод расчета 384

Нисходящий метод расчета 385

Метод налогового щита 385

Заключение 386

**10.6 Некоторые особые случаи анализа  
дисконтированного денежного потока 386**

Оценка предложений по сокращению издержек 387

Назначение цены предложения 389

Оценка вариантов использования оборудования  
с различными сроками службы 391

**10.7 Резюме и заключение 393****ГЛАВА 11****АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ПРОЕКТА 409****11.1 Оценка расчетов чистой приведенной  
стоимости 410**

Основная проблема 410

Прогнозные и фактические денежные потоки 411

Риск прогнозирования 411

Источники стоимости 412

**11.2 Анализ сценариев и другие виды  
анализа возможных вариантов 413**

Начало работы 413

Анализ сценариев 414

Анализ чувствительности 417

Анализ методом моделирования 419

**11.3 Анализ безубыточности 420**

Постоянные и переменные издержки 420

*Переменные издержки 420*

*Постоянные издержки 421*

*Совокупные издержки 422*

- Бухгалтерская безубыточность 423
- Бухгалтерская безубыточность: пристальный взгляд 425
- Случаи использования бухгалтерской точки безубыточности 425
- 11.4 Операционный денежный поток, объем продаж и безубыточность 426**
- Бухгалтерская безубыточность и денежный поток 427
- Базовый сценарий 427*
- Расчет уровня безубыточности 427*
- Окупаемость и безубыточность 428*
- Объем продаж и операционный денежный поток 428
- Точки безубыточности: по денежному потоку, бухгалтерская и финансовая 429
- К вопросу о бухгалтерской безубыточности 430*
- Безубыточность по денежному потоку 430*
- Финансовая безубыточность 430*
- Заключение 431*
- 11.5 Операционный леверидж 432**
- Основная идея 432
- Последствия операционного левериджа 433
- Измерение операционного левериджа 433
- Операционный леверидж и безубыточность 435
- 11.6 Нормирование капитала для инвестиций 436**
- Мягкое нормирование 436
- Жесткое нормирование 436
- 11.7 Резюме и заключение 437**

## ЧАСТЬ 5 Риск и доходность

### ГЛАВА 12

#### НЕКОТОРЫЕ УРОКИ ИЗ ИСТОРИИ РЫНКА КАПИТАЛА 448

- 12.1 Доходы 449**
- Доходы в долларовом выражении 449
- Доходы в процентном выражении 451
- 12.2 Исторические данные 454**
- На первый взгляд 454
- Более пристальный взгляд 456
- 12.3 Средние нормы доходности: урок первый 461**
- Расчет средних норм доходности 461
- Средние нормы доходности — исторические сведения 461
- Премии за риск 462
- Первый урок 462
- 12.4 Изменчивость доходности: урок второй 463**
- Эмпирическая плотность распределения и изменчивость 463
- Дисперсия и стандартное отклонение в прошлом 463
- Исторические сведения 466
- Нормальное распределение 467
- Второй урок 469
- Памятный 2008 год 470
- Использование истории рынка капитала 471
- Еще немного о премии за риск на рынке акций 472

- 12.5 Еще немного о средних нормах доходности 473**
- Арифметические и геометрические средние 473
- Расчет среднегеометрической доходности 475
- Среднеарифметическая или среднегеометрическая доходность? 476
- 12.6 Эффективность рынка капитала 478**
- Поведение цен на эффективном рынке 478
- Гипотеза эффективных рынков 480
- Некоторые распространенные ложные представления о гипотезе эффективных рынков 480
- Формы эффективности рынка 482
- 12.7 Резюме и заключение 483**

### ГЛАВА 13

#### ДОХОД, РИСК И ЛИНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 492

- 13.1 Ожидаемые нормы доходности и дисперсии 493**
- Ожидаемая доходность 493
- Расчет дисперсии 495
- 13.2 Портфели активов 497**
- Веса портфелей 497
- Ожидаемая доходность портфеля 497
- Дисперсия портфеля 499

- 13.3 Информационные сообщения, неожиданности и ожидаемые доходности** 500  
 Ожидаемая и непредвиденная доходность 500  
 Информационные сообщения и новости 501
- 13.4 Риск — систематический и несистематический** 502  
 Систематический и несистематический риск 503  
 Систематические и несистематические составляющие доходности 503
- 13.5 Диверсификация и риск портфеля** 504  
 Эффект диверсификации: еще один урок из истории рынка капитала 504  
 Принцип диверсификации 505  
 Диверсификация и несистематический риск 506  
 Диверсификация и систематический риск 507
- 13.6 Систематический риск и коэффициент бета** 508  
 Принцип систематического риска 508
- Измерение систематического риска 508  
 Бета-коэффициенты портфеля 510
- 13.7 Линия рынка ценных бумаг** 512  
 Бета и премия за риск 512  
*Соотношение между вознаграждением и риском* 513  
*Основной аргумент* 513  
*Основополагающий результат* 515  
 Линия рынка ценных бумаг 517  
*Рыночные портфели* 517  
*Модель оценки финансовых активов* 517
- 13.8 Линия рынка ценных бумаг и стоимость капитала: предварительное рассмотрение** 520  
 Основная идея 520  
 Стоимость капитала 520
- 13.9 Резюме и заключение** 521

## ЧАСТЬ 6 Стоимость капитала и долгосрочная финансовая политика

### ГЛАВА 14

#### СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА 534

- 14.1 Стоимость капитала: некоторые предварительные замечания** 535  
 Требуемая доходность и стоимость капитала 535  
 Финансовая политика и стоимость капитала 536
- 14.2 Стоимость собственного капитала** 537  
 Подход на основе модели роста дивидендов 537  
*Применение подхода* 537  
*Оценка  $g$*  538  
*Преимущества и недостатки рассмотренного метода* 539  
 Подход на основании концепции линии рынка ценных бумаг 539  
*Применение подхода* 540  
*Преимущества и недостатки данного метода* 540
- 14.3 Стоимость заемного капитала и привилегированных акций** 541  
 Стоимость заемного капитала 541  
 Стоимость привилегированных акций 542
- 14.4 Средневзвешенная стоимость капитала** 543  
 Веса структуры капитала 543  
 Налоги и средневзвешенная стоимость капитала 544
- Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании Eastman Chemical 546  
*Стоимость собственного капитала Eastman Chemical* 546  
*Стоимость заемного капитала Eastman Chemical* 548  
*Средневзвешенная стоимость капитала Eastman Chemical* 550  
 Решение проблемы со складом и схожих проблем бюджетного планирования 552  
 Оценка эффективности деятельности: еще один пример использования средневзвешенной стоимости капитала 555
- 14.5 Стоимость капитала подразделения компании и проекта** 556  
 Линия рынка ценных бумаг и средневзвешенная стоимость капитала 556  
 Стоимость капитала подразделения 557  
 Подход на основе «чистой игры» 558  
 Субъективный подход 559
- 14.6 Оценка компании при помощи средневзвешенной стоимости капитала** 560
- 14.7 Издержки выпуска ценных бумаг и средневзвешенная стоимость капитала** 563  
 Основной подход 563

- Издержки выпуска и чистая приведенная стоимость 564
- Внутренний собственный капитал и издержки выпуска 566
- 14.8 Резюме и заключение** 567
- ГЛАВА 15**
- ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА** 580
- 15.1 Жизненный цикл финансирования компании: финансирование на ранней стадии и венчурный капитал** 581
- Венчурный капитал 581
- Некоторые реалии венчурного капитала 582
- Выбор венчурного капиталиста 582
- Заключение 583
- 15.2 Открытая продажа ценных бумаг: основная процедура** 583
- Краудфандинг (народное финансирование) 586
- Первичное размещение токенов (ICO) 587
- 15.3 Альтернативные методы эмиссии** 588
- 15.4 Андеррайтеры** 589
- Выбор андеррайтера 590
- Типы андеррайтинга 590
- Андеррайтинг в виде твердого обязательства* 590
- Андеррайтинг по принципу «наибольших усилий»* 591
- Андеррайтинг в виде «голландского аукциона»* 591
- Вторичный рынок 592
- Оговорка «зеленого башмака» 592
- Ограничительные соглашения 592
- «Период молчания» 593
- Прямое размещение акций на фондовой бирже 593
- 15.5 IPO и занижение цены** 594
- Занижение цены при IPO: опыт 1999–2000 гг. 594
- Свидетельства занижения цены 599
- Феномен частичной регуляции 599
- Почему существует занижение цены? 600
- 15.6 Продажи новых акций и стоимость компании** 602
- 15.7 Издержки выпуска ценных бумаг** 603
- Издержки открытой продажи акций 603
- Издержки открытого акционирования: анализ на конкретном примере 606
- 15.8 Права собственности** 608
- Особенности предложения прав 608
- Количество прав, необходимое для покупки акции 609
- Стоимость права 610
- «Без прав» 612
- Мероприятия андеррайтинга 613
- Влияние на акционеров 613
- 15.9 Разводнение** 614
- Разводнение собственности 615
- Разводнение стоимости: балансовая стоимость против рыночной 615
- Ложное представление* 616
- Правильные аргументы* 616
- 15.10 Выпуск долгосрочных долговых обязательств** 617
- 15.11 Регистрация «на полке»** 618
- 15.12 Резюме и заключение** 619
- ГЛАВА 16**
- ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРИДЖ И ПОЛИТИКА В ОБЛАСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА** 627
- 16.1 Структура капитала** 628
- Стоимость компании и стоимость акции: пример 628
- Структура капитала и стоимость капитала 629
- 16.2 Эффект финансового левериджа** 630
- Основы концепции финансового левериджа 630
- Финансовый леверидж, прибыль в расчете на акцию и доходность собственного капитала: пример* 631
- Прибыль в расчете на акцию против прибыли до уплаты процентов и налогов* 632
- Корпоративные займы и самодельный леверидж 634
- 16.3 Структура капитала и стоимость собственного капитала** 636
- Первая теорема M&M: модель пирога 636
- Стоимость собственного капитала и финансовый леверидж: вторая теорема M&M 637
- Деловой и финансовый риск 639
- 16.4 Первая и вторая теоремы M&M с учетом корпоративных налогов** 640
- Процентный «налоговый щит» 641
- Налоги и первая теорема M&M 642

- Налоги, средневзвешенная стоимость капитала и вторая теорема M&M 643  
 Заключение 644
- 16.5 Издержки банкротства 646**  
 Прямые издержки банкротства 647  
 Косвенные издержки банкротства 647
- 16.6 Оптимальная структура капитала 648**  
 Статическая теория структуры капитала 648  
 Оптимальная структура капитала и стоимость капитала 650  
 Оптимальная структура капитала:  
 повторение 650  
 Структура капитала: некоторые рекомендации менеджерам 652  
*Налоги 652*  
*Финансовые трудности 653*
- 16.7 Снова о модели пирога 653**  
 Расширенная модель пирога 653  
 Рыночные и нерыночные требования 655
- 16.8 Теория иерархии 655**  
 Внутреннее финансирование и иерархия способов финансирования 655  
 Выводы из теории иерархии 656
- 16.9 Наблюдаемые структуры капитала 657**
- 16.10 Краткий взгляд на процедуру банкротства 659**  
 Ликвидация и реорганизация 660  
*Ликвидация в случае банкротства 660*  
*Реорганизация в случае банкротства 661*  
 Финансовый менеджмент и процедура банкротства 663  
 Соглашения с целью избежать банкротства 664
- 16.11 Резюме и заключение 664**
- ГЛАВА 17**
- ДИВИДЕНДЫ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА 674**
- 17.1 Денежные дивиденды и выплата дивидендов 675**  
 Денежные дивиденды 675  
 Стандартный метод выплаты денежных дивидендов 676  
 Выплата дивидендов: хронология 676  
 Еще раз о дате «без дивиденда» 677
- 17.2 Имеет ли значение дивидендная политика? 679**  
 Иллюстрация несущественности дивидендной политики 679
- Текущая политика: дивиденды, уравненные с денежным потоком 679*  
*Альтернативная политика: первоначальные дивиденды превышают денежный поток 679*  
 Самодельные дивиденды 680  
 Тест 681
- 17.3 Реальные факторы, действующие в пользу низких дивидендов 682**  
 Налоги 682  
 Издержки выпуска 682  
 Ограничения в области дивидендов 683
- 17.4 Реальные факторы, действующие в пользу высоких дивидендов 683**  
 Желание иметь текущий доход 683  
 Налоговые и юридические преимущества высоких дивидендов 684  
*Корпоративные инвесторы 684*  
*Инвесторы, освобожденные от налогов 684*  
 Заключение 685
- 17.5 Что делать с реальными факторами? 685**  
 Информационное содержание дивидендов 685  
 Эффект клиентуры 686
- 17.6 Выкуп акций: альтернатива денежным дивидендам 687**  
 Денежные дивиденды и выкуп 688  
 Реальные ситуации при выкупе 690  
 Выкуп акций и прибыль в расчете на акцию 691
- 17.7 Что мы знаем и чего не знаем о политике дивидендов и политике выплат 691**  
 Дивиденды и плательщики дивидендов 691  
 Корпорации изменяют дивиденды осторожно 694  
 Подводя итоги 694  
 Некоторые данные о дивидендах 697
- 17.8 Дивиденды в форме акций и дробление акций 699**  
 Некоторые подробности о дроблении акций и дивидендах в форме акций 699  
*Пример мелких дивидендов в форме акций 699*  
*Пример дробления акций 700*  
*Пример крупного дивиденда в форме акций 701*  
 Стоимость дробления акций и дивидендов в форме акций 701  
*Эталонный случай 701*  
 Популярный торговый диапазон 701  
 Обратный сплит 702
- 17.9 Резюме и заключение 704**

## ЧАСТЬ 7 Краткосрочное финансовое планирование и управление

### ГЛАВА 18

#### КРАТКОСРОЧНЫЕ ФИНАНСЫ И ПЛАНИРОВАНИЕ 712

- 18.1 Мониторинг денежных средств и чистого оборотного капитала 713**
- 18.2 Операционный и денежный циклы 715**  
 Определение операционного и денежного циклов 715  
*Операционный цикл 716*  
*Денежный цикл 716*  
 Операционный цикл и организационная структура компании 717  
 Расчет операционного и денежного циклов 718  
*Операционный цикл 719*  
*Денежный цикл 720*  
 Интерпретация денежного цикла 721
- 18.3 Некоторые аспекты краткосрочной финансовой политики 722**  
 Размер инвестиций компании в оборотные средства 723  
 Альтернативные виды финансовой политики в отношении оборотных средств 724  
*Идеальный случай 724*  
*Различные виды политики финансирования оборотных средств 726*  
 Какая политика финансирования является наилучшей? 728  
 Оборотные средства и краткосрочные обязательства на практике 729
- 18.4 Бюджет денежных средств 730**  
 Продажи и получение денежных средств 730  
 Оттоки денежных средств 731  
 Остаток денежных средств 732
- 18.5 Краткосрочные заимствования 733**  
 Необеспеченные займы 733  
*Компенсационные остатки 734*  
*Стоимость компенсационного остатка 734*  
*Аккредитивы 735*  
 Обеспеченные займы 735  
*Финансирование за счет дебиторской задолженности 735*  
*Займы под товарно-материальные запасы 737*  
 Другие источники 737

**18.6 Краткосрочный финансовый план 738**

**18.7 Резюме и заключение 739**

### ГЛАВА 19

#### УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ И ЛИКВИДНОСТЬЮ 753

- 19.1 Мотивы хранения наличных денег 754**  
 Спекулятивный мотив и мотив предосторожности 754  
 Транзакционный мотив 754  
 Компенсационные остатки 754  
 Издержки сбережения денежных средств 755  
 Управление денежными средствами и управление ликвидностью 755
- 19.2 Сущность понятия «флоут» 756**  
 Флоут оплаты 756  
 Флоут сбора и чистый флоут 756  
 Управление флоутом 758  
*Измерение флоута 758*  
*Некоторые подробности 759*  
*Стоимость флоута 760*  
*Этические и правовые вопросы 762*  
 Электронный обмен данными и чек XXI века: конец флоута? 762
- 19.3 Инкассирование и концентрация денежных средств 763**  
 Структура времени инкассирования 763  
 Инкассирование денежных средств 764  
 Абонированные почтовые ящики 764  
 Концентрация денежных средств 766  
 Ускорение поступлений денег: пример 767
- 19.4 Управление расходом денежных средств 769**  
 Увеличение флоута оплаты 769  
 Контролирование расходов 769  
*Счета с нулевым остатком 770*  
*Контролируемые расходные счета 770*
- 19.5 Инвестирование временно свободных денежных средств 770**  
 Временные излишки денежных средств 771  
*Сезонная или циклическая деятельность 771*  
*Планируемые или возможные расходы 771*  
 Характеристики краткосрочных ценных бумаг 772  
*Срок погашения 772*

*Риск неплатежа* 772

*Реализуемость* 772

*Режим налогообложения* 772

Некоторые виды ценных бумаг денежного рынка 773

## **19.6 Резюме и заключение** 774

## **19А Определение целевого остатка денежных средств** 780

Основная идея 780

Модель ВАТ 781

*Альтернативные издержки* 783

*Издержки купли-продажи* 784

*Общие издержки* 784

*Решение* 785

*Заключение* 786

Модель Миллера — Орра: более общий подход 786

*Основная идея* 786

*Использование модели* 786

Выводы из моделей ВАТ и Миллера — Орра 788

Другие факторы, влияющие на целевой остаток денежных средств 788

## **ГЛАВА 20**

## **УПРАВЛЕНИЕ КРЕДИТОМ И ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫМИ ЗАПАСАМИ** 792

### **20.1 Кредит и дебиторская задолженность** 793

Составляющие кредитной политики 793

Денежные потоки при предоставлении кредита 793

Инвестиции в дебиторскую задолженность 794

### **20.2 Условия продажи** 795

Основная форма 795

Кредитный период 795

*Дата счета* 795

*Продолжительность кредитного периода* 796

Скидки за срочность 797

*Стоимость кредита* 798

*Торговые скидки* 798

*Скидка за быструю оплату и средний период получения платежей* 798

Кредитные инструменты 799

### **20.3 Анализ кредитной политики** 800

Направления воздействия кредитной политики 800

Оценка предлагаемой кредитной политики 800

*Чистая приведенная стоимость изменения политики* 801

*Применение анализа безубыточности* 802

### **20.4 Оптимальная кредитная политика** 803

Кривая общей стоимости кредита 803

Организация кредитного отдела 804

### **20.5 Кредитный анализ** 805

Когда следует предоставлять кредит? 805

*Одноразовая продажа* 806

*Повторные покупки* 807

Кредитная информация 808

Оценка кредита и выставление кредитных баллов 808

### **20.6 Политика взыскания долга** 809

Отслеживание дебиторской задолженности 809

Действия по взысканию денег 810

### **20.7 Управление товарно-материальными запасами** 810

Финансовый менеджер и политика в области товарно-материальных запасов 811

Виды товарно-материальных запасов 811

Издержки товарно-материальных запасов 812

### **20.8 Методы управления товарно-материальными запасами** 813

Подход АВС 813

Модель оптимального размера заказа 813

*Исчерпание товарно-материальных запасов* 814

*Издержки хранения* 815

*Издержки пополнения запасов* 815

*Общие издержки* 816

Расширенные модели оптимального размера заказа 818

*Резервный запас* 818

*Время возобновления заказа* 818

Управление товарно-материальными запасами с зависимым спросом 820

*Планирование потребностей в сырье* 820

*Товарно-материальные запасы*

*«точно в срок»* 820

### **20.9 Резюме и заключение** 821

### **20.А Еще раз об анализе кредитной политики** 829

Два альтернативных подхода 829

*Подход с позиции одноразовой инвестиции* 830

*Подход с позиции дебиторской задолженности* 830

Скидки и риск неплатежа 832

*Чистая приведенная стоимость решения о предоставлении кредита* 832

*Применение анализа безубыточности* 834

## ЧАСТЬ 8 Обсуждаемые темы в области корпоративных финансов

### ГЛАВА 21

#### КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ АСПЕКТ 838

- 21.1 Терминология** 839
- 21.2 Валютные рынки и обменные курсы** 840  
Обменные курсы 841  
*Котировки валют* 842  
*Кросс-курсы и трехсторонний арбитраж* 842  
*Виды сделок* 845
- 21.3 Паритет покупательной способности валют** 846  
Абсолютный паритет покупательной способности 847  
Относительный паритет покупательной способности 848  
*Основная мысль* 848  
*Результат* 849  
*Повышение и понижение курса валют* 850
- 21.4 Паритет процентных ставок, несмещенный форвардный валютный курс и международный эффект Фишера** 850  
Процентный арбитраж с форвардным покрытием 851  
Паритет процентных ставок 852  
Форвардный валютный курс и будущий спот-курс валюты 853  
Подведем итоги 854  
*Непокрытый процентный паритет* 854  
*Международный эффект Фишера* 854
- 21.5 Бюджетирование международных капиталовложений** 855  
Подход 1: метод «национальной валюты» 856  
Подход 2: метод «иностранной валюты» 857  
Нерепатрируемые денежные потоки 858
- 21.6 Валютный риск** 858  
Краткосрочный риск 858  
Долгосрочный риск 859  
Трансляционный валютный риск 860  
Управление валютным риском 861
- 21.7 Политический риск** 862  
Закон о сокращении налогов и рабочих мест от 2017 г. 862  
Управление политическим риском 863
- 21.8 Резюме и заключение** 864

### ГЛАВА 22

#### ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ: ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ 873

- 22.1 Введение в поведенческие финансы** 874
- 22.2 Предубеждения** 874  
Самоуверенность 874  
Чрезмерный оптимизм 875  
Необъективность восприятия 875
- 22.3 Эффект фрейминга** 876  
Неприятие потерь 877  
Легкие деньги 878
- 22.4 Эвристический подход** 880  
Аффективная эвристика 881  
Эвристика репрезентативности 881  
Репрезентативность и случайность 881  
Ошибка игрока 883
- 22.5 Поведенческие финансы и эффективность рынка** 884  
Ограничения для арбитража 885  
*Неверная оценка стоимости акций компании 3Com/Palm* 886  
*Ценовой коэффициент Royal Dutch / Shell* 887  
Пузыри и обвалы 888  
*Биржевой крах 1929 г.* 888  
*Крах в октябре 1987 г.* 889  
*Крах фондового индекса Nikkei* 890  
*Пузырь и крах доткомов* 891
- 22.6 Эффективность рынков и деятельность профессиональных инвестиционных менеджеров** 893
- 22.7 Резюме и заключение** 897

### ГЛАВА 23

#### УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ ПРЕДПРИЯТИЯ 901

- 23.1 Страхование** 902
- 23.2 Управление финансовым риском** 904  
Профиль риска 904  
Уменьшение уровня риска 905  
Хеджирование краткосрочного риска 907  
Хеджирование денежных потоков:  
предостережение 907  
Хеджирование долгосрочного риска 908  
Заключение 908

- 23.3 Хеджирование при помощи форвардных контрактов** 909  
 Форвардные контракты: основы 909  
 Профиль выигрыша 909  
 Хеджирование при помощи форвардных контрактов 910  
*Предупреждение* 911  
*Кредитный риск* 911  
*Форвардные контракты на практике* 911
- 23.4 Хеджирование при помощи фьючерсных контрактов** 912  
 Торговля фьючерсами 912  
 Фьючерсный рынок 912  
 Хеджирование при помощи фьючерсов 913
- 23.5 Хеджирование при помощи свопов** 916  
 Валютные свопы 916  
 Процентные свопы 917  
 Товарные свопы 917  
 Дилер по свопам 917  
 Пример процентного свопа 918
- 23.6 Хеджирование при помощи опционных контрактов** 919  
 Терминология опционной торговли 919  
 Отличие опционов от форвардных контрактов 920  
 Профили выигрыша в опционных контрактах 920  
 Хеджирование при помощи опционов 921  
 Хеджирование риска, связанного с неустойчивостью цен на сырьевые товары, при помощи опционов 922  
 Хеджирование риска валютных курсов при помощи опционов 922  
 Хеджирование риска при помощи опционов 923  
*Предварительное замечание* 924  
*Процентный кэп* 924  
*Другие процентные опционы* 924  
 Фактическое использование деривативов 925
- 23.7 Резюме и заключение** 926
- ГЛАВА 24**
- ОПЦИОНЫ И КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ** 933
- 24.1 Опционы: основные понятия** 934  
 Опционы пут и колл 934  
 Котировки фондовых опционов 935  
 Выплата опциона 937
- 24.2 Основы определения стоимости опционов** 940  
 Стоимость опциона колл на дату истечения 940  
 Верхняя и нижняя границы стоимости опциона колл 941  
*Верхняя граница* 941  
*Нижняя граница* 941  
 Простая модель: часть I 943  
*Основной подход* 943  
*Более сложный случай* 944  
 Четыре фактора, определяющие стоимость опционов 945
- 24.3 Определение стоимости опциона колл** 945  
 Простая модель: часть II 945  
 Пятый фактор 947  
 Тщательный анализ 948
- 24.4 Опционы для сотрудников** 949  
 Особенности опциона для сотрудников 949  
 Переоценка опционов для сотрудников 950  
 Оформление опционов для сотрудников задним числом 952
- 24.5 Собственный капитал как опцион колл на активы компании** 952  
 Пример I: безрисковая задолженность 953  
 Пример II: рискованная задолженность 953
- 24.6 Опционы и бюджетирование капиталовложений** 955  
 Решение о выборе времени для капиталовложений 956  
 Управленческие опционы 958  
*Планирование чрезвычайных обстоятельств* 958  
*Опционы в бюджетировании капиталовложений: пример* 960  
*Стратегические опционы* 961  
*Заключение* 961
- 24.7 Опционы и корпоративные ценные бумаги** 962  
 Варранты 962  
*Разница между варрантами и опционами колл* 962  
*Размытие прибыли* 963  
 Конвертируемые облигации 963  
*Особенности конвертируемой облигации* 964  
*Стоимость конвертируемой облигации* 964  
 Прочие опционы 966  
*Оговорка о досрочном погашении облигации* 966  
*Облигация пут* 967  
*Страховые и кредитные гарантии* 967
- 24.8 Резюме и заключение** 968

## ГЛАВА 25

**ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ОПЦИОНОВ** 979**25.1 Паритет опционов пут и колл** 980

Защитные опционы пут 980

Альтернативная стратегия 980

Результат 981

Непрерывное начисление сложного процента:  
повторение пройденного 983**25.2 Модель опционного ценообразования  
Блэка — Скоулза** 985Формула ценообразования для опционов  
колл 986

Определение цены опциона пут 989

Одно предостережение 990

**25.3 Подробнее о модели Блэка — Скоулза** 991

Изменения цен на акции 991

Изменение даты до истечения срока опциона 994

Изменения в стандартном отклонении 996

Изменение безрисковой ставки 997

Подразумеваемые стандартные отклонения 997

**25.4 Оценка собственного и заемного капитала  
у компаний с высокой долей  
заимствований** 1000Оценка собственного капитала в компании,  
финансируемой за счет заемных средств 1000

Опционы и оценка рискованных облигаций 1001

**25.5 Опционы и корпоративные решения:  
некоторые области применения** 1003

Слияния и диверсификация 1003

Опционы и бюджетирование капиталовложений 1005

**25.6 Резюме и заключение** 1007

## ГЛАВА 26

**СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ** 1017**26.1 Правовые формы поглощений** 1018

Слияние и консолидация 1018

Поглощение путем покупки акций 1019

Поглощение путем покупки активов 1020

Классификация поглощений 1020

Замечание о взятии под контроль 1021

Альтернативы слияниям 1022

**26.2 Налоги и поглощения** 1022

Факторы, определяющие налоговый статус 1022

Налогооблагаемые и освобождаемые от налогов  
поглощения 1023**26.3 Отражение поглощений в бухгалтерской  
документации** 1023

Метод покупки 1024

Подробнее о гудвилле 1024

**26.4 Выгоды от поглощений** 1025

Синергия 1025

Повышение доходов 1027

*Улучшение маркетинга* 1027*Стратегические преимущества* 1027*Рыночные позиции* 1027

Уменьшение расходов 1028

*Экономия от масштаба производства* 1028*Экономия от вертикальной интеграции* 1028*Взаимодополняющие ресурсы* 1029

Снижение налогов 1029

*Чистые операционные убытки* 1029*Неиспользованные кредитные возможности* 1029*Дополнительные средства* 1030*Повышение стоимости активов* 1030

Сокращение потребности в капитале 1030

Как избежать ошибок 1031

Замечание о неэффективном управлении 1032

**26.5 Некоторые финансовые побочные эффекты  
от поглощений** 1032

Рост прибыли в расчете на акцию 1033

Диверсификация 1034

**26.6 Стоимость поглощения компании** 1034

Вариант I: оплата наличными 1035

Вариант II: оплата акциями 1035

Денежная наличность против обыкновенных  
акций 1036**26.7 Защитная тактика** 1037

Устав корпорации 1037

Соглашения об обратной покупке акций  
и о невмешательстве 1038«Отравленные таблетки» и планы о правах  
на покупку акций 1038Преобразование акционерной компании  
в частную и выкуп за счет кредита 1040Другие средства и специальная терминология,  
употребляемая в связи с корпоративными  
поглощениями 1040**26.8 Некоторые фактические данные  
о поглощениях: кому выгодны слияния  
и поглощения?** 1042

**26.9 Реализация активов и реструктуризация** 1043**26.10 Резюме и заключение** 1044**ГЛАВА 27****ЛИЗИНГ** 1054**27.1 Лизинг и его виды** 1055

Лизинг вместо покупки 1055

Операционный лизинг 1056

Финансовый лизинг 1057

*Налоговый лизинг* 1057*Кредитный лизинг* 1057*Продажа и возвратный лизинг* 1058**27.2 Лизинг и бухгалтерский учет** 1058**27.3 Налоги, федеральное налоговое управление США и лизинг** 1060**27.4 Денежные потоки при лизинге** 1061

Приростные денежные потоки 1061

Замечание о налогах 1062

**27.5 Брать в лизинг или покупать?** 1062

Предварительный анализ 1062

Три возможные опасности 1063

Анализ на основе NPV 1065

Об одном ошибочном понимании вещей 1065

**27.6 Парадокс лизинга** 1066**27.7 Основания для лизинга** 1067

Обоснованные причины для лизинга 1067

*Налоговые преимущества* 1067*Уменьшение неопределенности* 1068*Более низкие операционные издержки* 1069*Меньше ограничений и требований**в отношении обеспечения* 1069

Сомнительные основания для лизинга 1069

*Лизинг и бухгалтерская прибыль* 1069*100-процентное финансирование* 1070*Низкая стоимость* 1070

Другие причины для лизинга 1070

**27.8 Резюме и заключение** 1071**ПРИЛОЖЕНИЕ А****МАТЕМАТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ** А-1**ПРИЛОЖЕНИЕ Б****КЛЮЧЕВЫЕ УРАВНЕНИЯ** Б-1**ПРИЛОЖЕНИЕ В****ОТВЕТЫ НА НЕКОТОРЫЕ ЗАДАЧИ,  
РАСПОЛОЖЕННЫЕ В КОНЦЕ ГЛАВ** В-1**ПРИЛОЖЕНИЕ Г****ИСПОЛЬЗУЕМ ФИНАНСОВЫЕ КАЛЬКУЛЯТОРЫ  
HP 10B И TI BA II PLUS** Г-1**УКАЗАТЕЛИ** У-1

# Рубрика «Из первых уст...»

## ГЛАВА 4

**Роберт С. Хиггинс**, Вашингтонский университет  
Об устойчивом росте

## ГЛАВА 7

**Эдвард И. Альтман**, Нью-Йоркский университет  
О «мусорных» облигациях и высокопроцентных ссудах

## ГЛАВА 10

**Сэмюэл Уивер**, Лихайский университет  
О планировании капиталовложений в компании Hershey

## ГЛАВА 12

**Роджер Ибботсон**, Йельский университет  
Об истории рынка капитала

**Джереми Дж. Сигел**, Пенсильванский университет  
Об акциях в долгосрочном периоде

**Ричард Ролл**, Калифорнийский технологический институт  
Об эффективности рынка

## ГЛАВА 14

**Беннетт Стюарт**, Stern Stewart & Co.  
Об экономической добавленной стоимости

**Сэмюэл Уивер**, Лихайский университет  
О стоимости капитала и барьерных ставках компании Hershey

## ГЛАВА 15

**Джей Р. Риттер**, Флоридский университет  
О занижении стоимости IPO по всему миру

## ГЛАВА 16

**Мертон Х. Миллер**  
О структуре капитала: теория M&M тридцать лет спустя

## ГЛАВА 17

**Фишер Блэк**  
О том, почему компании платят дивиденды

## ГЛАВА 22

**Херш Шифрин**, Университет Санта-Клары  
О поведенческих финансах

## ГЛАВА 24

**Эрик Ли**, Университет Айовы  
Об оформлении опционов задним числом

**Роберт К. Мертон**, Гарвардский университет, Массачусетский технологический институт  
О способах применения анализа опционов