

# Содержание

<b>Часть IV. Структура капитала и дивидендная политика</b>	<b>21</b>
<b>Глава 14. Эффективные рынки капитала и поведенческие проблемы</b>	<b>21</b>
14.1. Финансовые решения как фактор повышения стоимости	22
14.2. Эффективные рынки акционерного капитала	25
Условия эффективности рынка	28
14.3. Формы эффективности рынка	30
Слабая форма эффективности рынка	30
Умеренная и сильная формы эффективности рынка	32
Распространенные заблуждения о гипотезе эффективного рынка	34
14.4. Свидетельства в пользу гипотезы эффективного рынка	36
Слабая форма эффективности рынка	36
Умеренная форма эффективности рынка	40
Сильная форма эффективности рынка	44
14.5. Поведенческие проблемы гипотезы эффективного рынка	44
Рациональное поведение	45
Отклонения от рационального поведения	48
Арбитраж	49
14.6. Свидетельства против гипотезы эффективности рынка	50
14.7. Обзор противоречий	58
14.8. Эффективность рынка и корпоративные финансы	61
1. Учетная политика и финансовые решения	61
2. Решение, касающееся выбора времени эмиссии акций	63
3. Спекуляция и эффективные рынки	66
Информация и рыночные цены	68
Резюме и выводы	70
Концептуальные вопросы	73
Вопросы и задачи	78
Практическая мини-ситуация	
Ваш счет 401(k) в компании East Coast Yachts	81
<b>Глава 15. Долгосрочное финансирование бизнеса</b>	<b>83</b>
15.1. Обыкновенные и привилегированные акции	83
Характеристики обыкновенных акций	84
Характеристики привилегированных акций	88

15.2. Корпоративный долгосрочный долг	91
Как отличить долговые ценные бумаги от акций	91
Долгосрочный долг: основные положения	93
Соглашение об эмиссии облигаций	94
15.3. Некоторые типы облигаций	100
Облигации с плавающей процентной ставкой	100
Другие типы облигаций	101
15.4. Банковские ссуды	102
15.5. Международные облигации	103
15.6. Финансирование бизнеса: возможные варианты	104
15.7. Современные тенденции в структуре капитала	107
Вычисление долговых коэффициентов по балансовой или рыночной стоимости	108
Резюме и выводы	109
Концептуальные вопросы	109
Вопросы и задачи	111
<b>Глава 16. Структура капитала. Базовые концепции</b>	<b>115</b>
16.1. Выбор структуры капитала и модель “пирога”	115
16.2. Максимизация стоимости фирмы в интересах акционеров	116
16.3. Финансовый рычаг и стоимость фирмы: пример	118
Финансовый рычаг и доходы акционеров	118
Выбор между долговым и акционерным финансированием бизнеса	122
Ключевое предположение теоремы ММ	125
16.4. Модильяни и Миллер: теорема II (налоги отсутствуют)	126
При использовании финансового рычага риск для акционеров возрастает	126
Теорема II: требуемая доходность для акционеров повышается с увеличением финансового рычага	127
Теоремы ММ: интерпретация	136
16.5. Налоги	140
Суть проблемы	140
Приведенная стоимость налогового щита	142
Рыночная стоимость фирмы, использующей финансовый рычаг	143
Ожидаемая доходность и рычаг при наличии корпоративных налогов	146
Средневзвешенная стоимость капитала, $R_{WACC}$ , и корпоративные налоги	148
Цена акций и рычаг при учете корпоративных налогов	148

## 8 ■■■ Содержание

Резюме и выводы	151
Концептуальные вопросы	152
Вопросы и задачи	154
Практическая мини-ситуация	
Реструктуризация капитала Stephenson Real Estate Company	164
<b>Глава 17. Структура капитала. Лимиты на использование долга</b>	<b>167</b>
17.1. Издержки финансового неблагоприятия	168
Риск банкротства или издержки банкротства?	168
17.2. Статьи издержек финансового неблагоприятия	170
Прямые издержки финансового неблагоприятия: юридические и административные аспекты ликвидации или реорганизации компании	171
Косвенные издержки финансового неблагоприятия	173
Агентские издержки	176
17.3. Снижение издержек обслуживания долга	180
Защитительные положения	181
Консолидация долга	183
17.4. Стоимость компании: влияние налогообложения и издержек финансового неблагоприятия	183
И снова “пирог”	185
17.5. Сигналы для инвесторов	188
17.6. Уклонение от исполнения рабочих обязанностей, должностные льготы и неприбыльные инвестиции: замечания об агентских издержках акционерного капитала	191
Влияние агентских издержек акционерного капитала на финансирование с помощью сочетания долга и акционерного капитала	194
Свободный денежный поток	194
17.7. Теория иерархии	196
Правила порядка клевания	198
Следствия	199
17.8. Индивидуальные налоги	201
Основы индивидуального налогообложения	201
Влияние индивидуальных налогов на структуру капитала	201
17.9. Принципы утверждения структуры капитала	204
Резюме и выводы	212
Концептуальные вопросы	213
Вопросы и задачи	215
Практическая мини-ситуация	
Инвестиционные проекты корпорации McKenzie	221

<b>Глава 18. Бюджетирование капиталовложений и оценка инвестиционных проектов в условиях финансового левериджа</b>	223
18.1. Метод скорректированной приведенной стоимости	224
18.2. Метод остаточных денежных потоков на собственный капитал	227
Этап 1: денежный поток в случае использования рычага	228
Этап 2: вычисление ставки дисконтирования	229
Этап 3: оценка денежной стоимости проекта	229
18.3. Метод средневзвешенной стоимости капитала	229
18.4. Сравнение методов APV, FTE и WACC	231
Предлагаемый план действий	233
18.5. Оценка проекта при неизвестной ставке дисконтирования	236
18.6. Пример использования метода APV	238
18.7. Коэффициент “бета” и финансовый леверидж	242
Инвестиционный проект, не предусматривающий расширения бизнеса	245
Резюме и выводы	247
Концептуальные вопросы	247
Вопросы и задачи	247
Практическая мини-ситуация	
Выкуп Cheek Products, Inc. за счет кредита	256
<b>Глава 19. Дивиденды и другие выплаты акционерам</b>	259
19.1. Типы выплат акционерам	259
19.2. Стандартный метод выплаты денежных дивидендов	260
19.3. Пример: иллюстрация неуместности дивидендной политики	264
Текущая политика: дивиденды равны денежному потоку	264
Альтернативная политика: начальные дивиденды больше, чем денежный поток	265
Предположение равнозначности	266
Самодельные дивиденды	266
Проверка	268
Дивиденды и инвестиционная политика	269
19.4. Выкуп акций	269
Дивиденды или выкуп акций: умоглядный пример	271
Дивиденды или выкуп акций: учет действительных факторов	273
19.5. Персональные налоги, дивиденды и выкуп акций	275
Фирмы с недостаточным количеством средств для выплаты дивидендов	275

## 10 ■■■ Содержание

Фирмы, не испытывающие трудностей с выплатой дивидендов	277
Выводы для безналогового случая	281
19.6. Объективные факторы в пользу политики выплаты высоких дивидендов	281
Желание получать текущий доход	282
Поведенческие финансы	282
Агентские издержки	284
Информационное содержание дивидендов и сигналы, которые несет в себе выплата дивидендов	286
19.7. Эффект клиентуры: различия в запросах инвесторов	290
19.8. Что нужно знать дивидендной политике	293
Корпоративные дивиденды довольно высоки	293
Все меньше компаний выплачивают дивиденды	294
Корпорации сглаживают дивиденды	295
Эффективность и полезность дивидендов: результаты опросов	297
19.9. Взгляд в целом	299
19.10. Дивиденды в форме акций и дробление акций	303
Детально о дроблении акций и дивидендах в форме акций	304
Влияние дробления акций и выплаты дивидендов в форме акций на стоимость фирмы	306
Консолидация акций, или обратный сплит	308
Резюме и выводы	310
Концептуальные вопросы	311
Вопросы и задачи	315
Практическая мини-ситуация Electronic Timing, Inc.	323
<b>Часть V. Долгосрочное финансирование</b>	325
<b>Глава 20. Привлечение капитала</b>	325
20.1. Финансирование на ранних стадиях развития бизнеса и венчурный капитал	326
Венчурный капитал	326
Венчурный капитал: стадии финансирования	329
Некоторые реалии рынка венчурного капитала	330
Венчурные инвестиции и макроэкономика	331
20.2. Публичный выпуск акций	332
20.3. Методы выпуска ценных бумаг	335

20.4. Предложение покупки ценных бумаг в денежной форме	336
Инвестиционные банки	342
Цена предложения	344
Занижение цены предложения: возможное объяснение	345
20.5. Объявление о новом выпуске акций и стоимость фирмы	348
20.6. Затраты на новые выпуски ценных бумаг	350
Затраты, связанные с переходом к публичной форме собственности: практическая ситуация	353
20.7. Права на покупку акций	354
Механизмы наделения правами на покупку акций	355
Цена подписки	355
Количество прав, необходимое для покупки одной акции	355
Влияние прав на цену акций	356
Влияние прав на акционеров	358
Гарантирование подписки на ценные бумаги	359
20.8. Задача о правах на покупку акций	360
20.9. Разводнение капитала	361
Разводнение доли в праве собственности на компанию	362
Разводнение цены акции	362
Балансовая стоимость	364
Величина чистой прибыли на одну акцию	365
Выводы	366
20.10. Резервная регистрация	366
20.11. Эмиссия долгосрочных долговых ценных бумаг	367
Резюме и выводы	368
Концептуальные вопросы	369
Вопросы и задачи	374
Практическая мини-ситуация	
East Coast Yachts становится акционерной компанией открытого типа	379
<b>Глава 21. Лизинг</b>	<b>381</b>
21.1. Типы аренды	381
Основы	381
Операционная аренда	382
Финансовая аренда	383
21.2. Бухгалтерский учет и лизинг	385
21.3. Аренда: налоги, Налоговое управление и договоры аренды	387
21.4. Денежные потоки в рамках лизинга	388

## 12 ■■■ Содержание

21.5. Анализ аренды: дисконтирование и долговой потенциал с корпоративными налогами	392
Приведенная стоимость безрисковых денежных потоков	392
Оптимальный уровень долга и безрисковые денежные потоки	394
21.6. Решение об аренде или покупке, основанное на NPV	395
Ставка дисконтирования	395
21.7. Замещение долга и оценка стоимости аренды	396
Базовая концепция замещения долга	396
Оптимальный уровень долга: пример компании Хомох	398
21.8. Выгода от аренды. Базовый случай	402
21.9. Поводы для лизинга	403
Убедительные поводы для лизинга	403
Малоубедительные поводы для лизинга	407
21.10. Лизинг: не рассмотренные вопросы	409
Можно ли считать, что лизинговое и долговое финансирование бизнеса взаимно дополняются	409
В чем выгода от аренды для фирм-производителей и сторонних арендодателей	409
Почему одни активы арендуются чаще других	409
Резюме и выводы	410
Концептуальные вопросы	411
Вопросы и задачи	413
Практическая мини-ситуация	
Решение “арендовать или покупать”, которое предстоит принять компании Warf Computers	419

## **Часть VI. Опционы, фьючерсы и корпоративные финансы** 421

<b>Глава 22. Опционы и корпоративные финансы</b>	421
22.1. Опционы	421
22.2. Опционы “колл”	422
Стоимость опциона “колл” в день истечения срока его действия	423
22.3. Опционы “пут”	425
Стоимость опциона “пут” в день истечения срока его действия	425
22.4. Торговля опционами	427
22.5. Котировки опционов	429
22.6. Комбинации опционов	430

22.7. Оценка опционов	435
Границы стоимости опциона “колл”	435
Факторы, определяющие стоимость опциона “колл”	436
Факторы, определяющие стоимость опциона “пут”	441
22.8. Формула оценки опционов	442
Биномиальная модель оценки опциона	443
Модель оценки опционов Блэка–Шоулза	447
22.9. Акции и облигации как опционы	453
Акционеры и держатели облигаций компании: метод, основанный на опционах “колл”	454
Акционеры и держатели облигаций компании: метод, основанный на опционах “пут”	456
Комбинированный метод	457
Замечание о кредитных гарантиях	459
22.10. Опционы и управление корпоративными финансами: некоторые приложения	461
Слияния и диверсификация	461
Опционы: бюджетирование капиталовложений	464
22.11. Инвестирование в реальные проекты и опционы	466
Резюме и выводы	469
Концептуальные вопросы	470
Вопросы и задачи	473
Задача из категории “Excel Master It!”	487
Практическая мини-ситуация	
Опционы Clissold Industries	488
<b>Глава 23. Опционы и корпоративные финансы:     дополнения и приложения</b>	491
23.1. Опционы для руководства компаний	491
В чем привлекательность опционов	491
Определение величины вознаграждения руководителя	493
23.2. Оценка стоимости стартапа	496
23.3. Еще раз о биномиальной модели оценки опционов	502
Топочный мазут	502
23.4. Решения по остановке и возобновлению работы предприятий	512
Оценка золотого прииска	512
Решения о прекращении работы и запуске	513
Оценка золотого прииска: этапы	516
Резюме и выводы	522
Концептуальные вопросы	523

Вопросы и задачи	524
Практическая мини-ситуация	
Фондовый опцион служащих компании Exotic Cuisines, Inc.	528
<b>Глава 24. Варранты и конвертируемые облигации</b>	<b>531</b>
24.1. Варранты	531
24.2. Разница между варрантами и опционами “колл”	533
Как можно навредить держателям варрантов	536
24.3. Оценка варрантов и модель Блэка–Шоулза	536
24.4. Конвертируемые облигации	538
24.5. Стоимость конвертируемых облигаций	540
Стоимость простой облигации	540
Конверсионная стоимость	541
Стоимость “опциона” для конвертируемой облигации	542
24.6. Поводы для выпуска варрантов и конвертируемых облигаций	544
Сравнение конвертируемого долга и обычного долга	544
Сравнение конвертируемого долга и обыкновенных акций	545
История о бесплатном завтраке	547
История о дорогостоящем завтраке	548
Согласование позиций	548
24.7. Причины выпуска варранты и конвертируемые облигации	549
Согласование денежных потоков	549
Оценка риска	550
Агентские издержки	550
Завуалированные акции	551
24.8. Конверсионная политика	551
Резюме и выводы	553
Концептуальные вопросы	555
Вопросы и задачи	556
Практическая мини-ситуация	
Конвертируемая облигация компании S&S Air, Inc.	560
<b>Глава 25. Деривативы и хеджирование риска</b>	<b>563</b>
25.1. Деривативы, хеджирование и риск	563
25.2. Форвардные контракты	565
25.3. Фьючерсные контракты	566
25.4. Хеджирование	573
25.5. Процентные фьючерсы	576
Оценка казначейских облигаций	576
Оценка форвардных контрактов	577
Фьючерсные контракты	579

Хеджирование с помощью процентных фьючерсов	580
25.6. Хеджирование с помощью дюрации	586
Облигации с нулевым купоном	586
Две облигации с одинаковыми сроками погашения, но с разными купонами	588
Дюрация	589
Согласование долговых обязательств с активами	592
25.7. Своп-контракты	595
Процентные свопы	596
Валютные свопы	598
Кредитные дефолтные свопы	599
Экзотические финансовые инструменты	600
25.8. Использование деривативов на практике	602
Резюме и выводы	604
Концептуальные вопросы	605
Вопросы и задачи	608
Практическая мини-ситуация	
Компания Williamson Mortgage, Inc.	612

## **Часть VII. Краткосрочное финансирование бизнеса**

<b>Глава 26. Краткосрочное финансирование и планирование</b>	615
26.1. Движение денег и чистый оборотный капитал	616
26.2. Операционный цикл и цикл обращения денежных средств	619
Определение операционного цикла и цикла обращения денежных средств	620
Операционный цикл и организационная схема фирмы	623
Вычисление операционного цикла и цикла обращения денежных средств	624
Интерпретация цикла обращения денежных средств	627
Операционный цикл и цикл обращения денежных средств: отраслевая специфика	628
26.3. Важные аспекты политики краткосрочного финансирования	630
Размер инвестиций в оборотные активы	630
Альтернативные политики финансирования оборотных активов	635
Оптимальный объем краткосрочного заимствования	637
26.4. Планирование бюджета денежных средств	638
Денежные расходы	640
Баланс денежных средств	640

26.5. Краткосрочный финансовый план	641
Необеспеченные ссуды	641
Обеспеченные ссуды	642
Другие источники краткосрочного финансирования	643
Резюме и выводы	644
Концептуальные вопросы	644
Вопросы и задачи	646
Задача из категории “Excel Master It!”	656
Практическая мини-ситуация	
Keafer Manufacturing: управление оборотным капиталом	657
<b>Глава 27. Управление денежными средствами</b>	661
27.1. Причины накопления денежных средств	662
Спекулятивный мотив и мотив предосторожности	662
Транзакционный мотив	662
Компенсационные остатки	663
Издержки хранения денежных средств	663
Управление денежными средствами	
в противоположность управлению ликвидностью	664
27.2. Что такое “флоут”	665
Инкассовый флоут	666
Управление флоутом	668
Электронный обмен данными и “Чек 21”	674
27.3. Сбор и концентрация денежных средств	675
Период сбора денежных средств	675
Сбор денежных средств	675
Абонентские ящики	676
Концентрация денежных средств	678
Ускорение сбора денежных средств: пример	680
27.4. Управление денежными расходами	682
Увеличение флоута оплаты расходов	682
Контроль расходов	683
27.5. Инвестирование свободных денежных средств	684
Временные излишки денежных средств	685
Характеристики краткосрочных ценных бумаг	686
Типы ценных бумаг рынка	
краткосрочного капитала	688
Резюме и выводы	689
Концептуальные вопросы	690
Вопросы и задачи	692
Практическая мини-ситуация	
Управление денежными средствами Richmond Corporation	697

<b>Глава 28. Коммерческий кредит и управление товарно-материальными запасами</b>	<b>699</b>
28.1. Кредит и дебиторская задолженность	699
Составляющие кредитной политики	700
Денежные потоки от предоставления кредита	701
Величина дебиторской задолженности	702
28.2. Условия продажи	702
Стандартный вид	703
Период кредита	703
Денежные скидки	706
Инструменты коммерческого кредита	709
28.3. Анализ кредитной политики	710
Последствия кредитной политики	710
Оценка предлагаемой кредитной политики	711
28.4. Оптимальная кредитная политика	714
Кривая совокупной стоимости кредита	714
Организация работы кредитного отдела	716
28.5. Кредитный анализ	717
Поводы для предоставления кредита	717
Информация о кредитоспособности	720
Оценка кредита и присваивание кредитного балла	721
28.6. Политика взимания дебиторской задолженности	722
Мониторинг дебиторской задолженности	722
Процедура взимания задолженности	723
28.7. Управление товарно-материальными запасами	724
Финансовый руководитель и политика управления товарно-материальными запасами	724
Типы товарно-материальных запасов	724
Затраты на содержание запасов	726
28.8. Методы управления товарно-материальными запасами	727
Метод ABC	727
Модель экономичного размера заказа	728
Дополнения к модели экономичного размера заказа	734
Управление товарно-материальными запасами производного спроса	736
Резюме и выводы	737
Концептуальные вопросы	739
Вопросы и задачи	740
Практическая мини-ситуация	
Кредитная политика в компании Braam Industries	746

<b>Глава 29. Корпоративная реструктуризация: слияния, поглощения и дивестиции</b>	749
29.1. Основные формы поглощений	750
Слияние или консолидация	750
Приобретение акций	751
Приобретение активов	752
Поглощения: классификация	752
Замечание о поглощениях	753
29.2. Синергизм	754
29.3. Источники синергизма	756
Рост доходов	756
Сокращение затрат	757
Налоговая экономия	760
Снижение потребности в капитале	765
29.4. Два побочных финансовых эффекта от поглощений	765
Рост прибыли	765
Диверсификация	767
29.5. Стоимость снижения риска	768
Базовый случай	769
Обе фирмы имеют долг	770
Снижение убытков от эффекта совместного страхования	772
29.6. Слияния с позиции NPV	773
Денежные расчеты	773
Обыкновенные акции	775
Деньги или обыкновенные акции?	776
29.7. Дружественные и враждебные поглощения	779
29.8. Оборонительная тактика	782
Сопrotивление поглощению до старта кампании	783
Сопrotивление поглощению после старта кампании	785
29.9. Влияние слияния на стоимость капитала	788
Доходность для покупателей	790
Компании — объекты поглощений	792
Две точки зрения: руководства компании и ее акционеров	793
29.10. Налоговые особенности поглощений	796
29.11. Бухгалтерский учет операций поглощения	799
29.12. Непубличные акционерные компании и выкуп компании за счет кредита	800
29.13. Дивестиции	802
Продажа	803
Отпчokование	804

Выделение	804
Отслеживающие акции	805
Резюме и выводы	806
Концептуальные вопросы	808
Вопросы и задачи	810
Практическая мини-ситуация	
Слияние компаний Birdie Golf, Inc. и Hybrid Golf Company	818
<b>Глава 30. Финансовый стресс</b>	821
30.1. Виды финансового стресса	821
30.3. Ликвидация и реорганизация в результате банкротства	826
Ликвидация компании в результате банкротства	827
Реорганизация в результате банкротства	830
30.4. Частное урегулирование или банкротство: что лучше?	834
Долговые и налоговые преимущества	835
Договоренности кредиторов с акционерами	836
Сложность структуры капитала	837
Нехватка информации	837
30.5. Подготовленное банкротство	838
30.6. Прогнозирование корпоративного банкротства:	
Z-модель Альтмана	840
Резюме и выводы	842
Концептуальные вопросы	843
Вопросы и задачи	844
<b>Глава 31. Международные корпоративные финансы</b>	847
31.1. Терминология	848
31.2. Рынки иностранной валюты и обменные курсы	850
Обменные курсы	851
31.3. Паритет покупательной способности	857
Абсолютный паритет покупательной способности	857
Относительный паритет покупательной способности	860
31.4. Паритет процентных ставок, несмещенные курсы	
по срочным операциям и международный эффект Фишера	862
Защищенный процентный арбитраж	863
Паритет процентных ставок	865
Форвардные валютные курсы и будущие спотовые	
валютные курсы	866
Общая картина	867
31.5. Бюджетирование иностранного капитала	869
Метод 1: использование местной валюты	870

## 20 ■■■ Содержание

Метод 2: использование зарубежной валюты	871
Невозвращаемые денежные потоки	872
Стоимость капитала для международных компаний	872
31.6. Валютный риск	873
Кратковременный валютный риск	873
Долговременный валютный риск	875
Учетный валютный риск	876
Управление валютным риском	878
31.7. Политический риск	878
Резюме и выводы	879
Концептуальные вопросы	881
Вопросы и задачи	884
Задача из категории “Excel Master It!”	890
Практическая мини-ситуация	
Компания East Coast Yachts выходит на международный уровень	890
<b>Приложение А. Математические таблицы</b>	<b>893</b>
<b>Приложение Б. Ответы к избранным упражнениям, приведенным в конце глав</b>	<b>905</b>
<b>Приложение В. Использование финансовых калькуляторов HP 10B и TI BA II Plus</b>	<b>913</b>
Настройки калькулятора	913
Примеры решения задач	915
<b>Словарь терминов</b>	<b>921</b>
<b>Предметный указатель</b>	<b>969</b>