

Содержание

Об авторах 13

ЧАСТЬ I Ценность

1 Цели компании и корпоративное управление 27

- 1.1** Инвестиционные и финансовые решения компании 28
Инвестиционные решения 28
Финансовые решения 30
Что такое корпорация 31
- 1.2** Роль финансового менеджера и альтернативная стоимость капитала 32
Инвестиционная альтернатива 33
Акционеры хотят, чтобы менеджеры максимизировали рыночную ценность 35
- 1.3** Цели корпорации 35
Фундаментальный результат 36
Следует ли менеджерам заботиться об интересах своих акционеров 36
Следует ли управлять компанией в интересах акционеров или в интересах всех заинтересованных сторон 38
Проталкивание сабпрайм-ипотеки: неистовая максимизация ценности или агентская проблема 39
- 1.4** Агентские проблемы и корпоративное управление 39
Агентская проблема устраняется хорошей системой корпоративного управления 40
- Резюме 42
Вопросы и задачи 43

2 Как вычислить приведенную ценность 45

- 2.1** Будущая ценность и приведенная ценность 46
Вычисление будущей ценности 46
Вычисление приведенной ценности 46
Вычисление приведенной ценности инвестиционной возможности 47

Чистая приведенная ценность 48
Риск и приведенная ценность 49
Приведенная ценность и доходность 50
Вычисление приведенной ценности при многократных денежных платежах 50

- 2.2** В поиске быстрых решений — перпетуитеты и аннуитеты 52
Альтернативная стоимость капитала 52
Как оценивать перпетуитет 52
PV аннуитетов пренумерандо 56
Вычисление аннуитетных платежей 56
Будущая ценность аннуитета 57
- 2.3** Быстрые решения — растущие перпетуитеты и аннуитеты 58
Растущие перпетуитеты 58
Растущие аннуитеты 58
- 2.4** Проценты — выплаченные и назначенные 59
Непрерывное начисление сложных процентов 60
Вопросы по таблицам 63
- Резюме 64
Вопросы и задачи 64
Анализ реальных данных 69

3 Оценка облигаций 71

- 3.1** Использование формулы приведенной ценности для оценки облигаций 72
Оценка государственных облигаций: короткое путешествие в Париж 72
Возвращаемся в Соединенные Штаты Америки: полугодовые купоны и цены облигаций 73
- 3.2** Как цены облигаций меняются при изменении процентных ставок 75
Дюрация и волатильность 77
- 3.3** Временная структура процентных ставок 79
Спот-ставки, цены облигаций и закон единой цены 80
Измерение временной структуры 81
Почему дисконтирующие множители снижаются с увеличением сроков, или Невозможность денежного станка 82

- 3.4** Объяснение временной структуры 83
Теория ожиданий и временная структура процента 83
- 3.5** Реальные и номинальные процентные ставки 85
Вводим риск 85
Инфляция и временная структура процента 85
Индексированная облигация и реальная ставка процента 87
Чем определяется реальная ставка процента 88
Инфляция и номинальные процентные ставки 89
- 3.6** Корпоративные облигации и риск дефолта 91
Многообразие форм корпоративных облигаций 93
- Резюме 94
Дополнительная литература 95
Вопросы и задачи 96
Анализ реальных данных 100

4 Оценка обыкновенных акций 101

- 4.1** Как торгуются обыкновенные акции 102
- 4.2** Как оценивают обыкновенные акции 103
Сравнительная оценка 104
Детерминанты цен акций 105
Сегодняшняя цена 105
Но что определяет цену следующего года? 106
- 4.3** Оценка стоимости акционерного капитала 108
Использование модели DCF для ценообразования на газ и электричество 109
Опасности, подстерегающие в формулах постоянного роста 111
- 4.4** Связь между ценой акции и прибылью на акцию 113
Вычисление приведенной ценности возможностей роста для Fledgling Electronics 114
- 4.5** Оценка бизнеса методом дисконтирования денежного потока 116
Оценка веревочного бизнеса 116
Формат оценки 117
Вычисление терминальной ценности 117
Дальнейшая проверка на реалистичность 119
- Резюме 120
Дополнительная литература 121
Вопросы и задачи 121
Анализ реальных данных 126
Reebay Sports 126
Вопросы 127

5 Чистая приведенная ценность и другие инвестиционные критерии 129

- 5.1** Обзор основных понятий 129
Конкуренты чистой приведенной ценности 131
Три момента о NPV, которые необходимо помнить 132
NPV зависит от денежных платежей, а не от бухгалтерских прибылей 132
- 5.2** Окупаемость 133
Окупаемость с использованием дисконтирования 134
- 5.3** Внутренняя норма доходности (или доходность дисконтированных денежных платежей) 135
Вычисление IRR 136
Правило IRR 137
Ловушка 1. Кредитование или заимствование? 137
Ловушка 2. Множественность ставок доходности 138
Ловушка 3. Взаимоисключающие проекты 139
Ловушка 4. Что случится, если есть несколько альтернативных стоимостей капитала? 142
Вердикт IRR 142
- 5.4** Выбор капиталовложений в условиях ограниченности ресурсов 143
Одна простая задача рационализации капитала 143
Использование моделей рационализации капитала 145
- Резюме 147
Дополнительная литература 148
Вопросы и задачи 149
Снова зашел финансовый директор Vegetron 153

6 Принятие решений по правилу чистой приведенной ценности 155

- 6.1** Применение правила чистой приведенной ценности 155
Правило 1. учитывайте только денежные платежи 156
Правило 2. всегда оценивайте денежные платежи на пристоной основе 157
Правило 3. будьте последовательны в учете инфляции 159
- 6.2** Пример: проект IM&C по удобрениям 160
Разделяем инвестиционные и финансовые решения 162
Инвестиции в оборотный капитал 162

Подробнее об амортизации 163
Заключительный комментарий относительно налогов 166
Анализ проекта 166
Расчет NPV в других странах и валютах 166

6.3 Выбор времени для инвестирования 167

6.4 Эквивалентные годовые денежные платежи 168

Инвестируем в производство реформулированного бензина на НПЗ Калифорнии 168

Выбираем между оборудованием с длительным и коротким сроком эксплуатации 169

Эквивалентные годовые денежные платежи и инфляция 170

Эквивалентные годовые денежные платежи и технологические новации 171

Решаем, когда заменить существующее оборудование 172

Резюме 173

Вопросы и задачи 174

New Economy Transport (A) 182

New Economy Transport (B) 183

ЧАСТЬ II Риск

7 Риск и доходность: введение 185

7.1 Краткий урок столетней истории рынка капитала 185

Арифметические средние доходности и сложные годовые доходности 187

Использование исторических данных для оценки сегодняшней стоимости капитала 188

Дивидендная доходность и премия за риск 191

7.2 Измерение риска портфеля 192

Дисперсия и стандартное отклонение 193

Измерения изменчивости 195

Как диверсификация снижает риск 197

7.3 Вычисление риска портфеля 200

Общая формула для вычисления риска портфеля 202

Ограничения диверсификации 202

7.4 Как отдельные ценные бумаги влияют на риск портфеля 203

Рыночный риск оценивается бета-коэффициентом 203

Почему значения бета ценных бумаг определяют риск портфеля 204

7.5 Диверсификация и аддитивность ценности 207

Резюме 207

Дополнительная литература 208

Вопросы и задачи 209

Анализ реальных данных 213

8 Теория портфеля и модель оценки капитальных активов 215

8.1 Гарри Марковиц и рождение теории портфеля 215

Объединяем акции в портфели 216

Вводим заимствование и кредитование 220

8.2 Соотношение между риском и доходностью 222

Некоторые оценки ожидаемых доходностей 223

Обзор модели оценки капитальных активов 224

Что если акция не лежит на линии рынка ценных бумаг? 224

8.3 Обоснованность модели оценки капитальных активов и ее значение 225

Проверки модели оценки капитальных активов 226

Допущения в модели оценки капитальных активов 229

8.4 Некоторые альтернативные теории 230

Теория арбитражного ценообразования 230

Сравнение модели оценки капитальных активов и теории арбитражного ценообразования 231

Трехфакторная модель 232

Резюме 233

Дополнительная литература 235

Вопросы и задачи 235

Анализ реальных данных 241

Джон и Марша: трудный выбор 242

9 Риск и стоимость капитала 245

9.1 Стоимость капитала компании и проекта 246

Музыкальный слух и стоимость капитала 247

Долг и стоимость капитала компании 248

9.2 Измерения стоимости акционерного капитала 249

Оценивание бета 249

Ожидаемая доходность обыкновенных акций Union Pacific Corporation 251

Посленалоговая средневзвешенная стоимость капитала Union Pacific 252

9.3 Анализ риска проекта 253

Бета активов Union Pacific 253

Факторы, определяющие бета активов 254

Не заблуждайтесь в отношении диверсифицируемого риска 256

Избегайте надуманных факторов в ставке дисконтирования 258

Ставки дисконтирования для международных проектов 258

9.4 Безрисковые эквиваленты — другой способ корректировки на риск 259

Оценивание безрисковых эквивалентов 259

Когда использовать единственную скорректированную на риск ставку дисконтирования для долгосрочных активов 261

Распространенная ошибка 262

Когда невозможно использовать единственную скорректированную на риск ставку дисконтирования для долгосрочных активов 262

Резюме 265

Дополнительная литература 266

Вопросы и задачи 266

Анализ реальных данных 270

Семейка Джонсов, Inc. 271

ЧАСТЬ III Практический опыт по бюджетированию капиталовложений

10 Анализ проекта 273

10.1 Процесс инвестирования капитала 274

Авторизация проекта и проблема смещенных прогнозов 274

10.2 Анализ чувствительности 276

Постаудит 276

Ценность информации 277

Ограничения анализа чувствительности 278

Сценарный анализ 278

Анализ безубыточности 279

Операционный левверидж и точка безубыточности 281

10.3 Имитационное моделирование Монте-Карло 282

Имитационное моделирование проекта электрического скутера 283

10.4 Реальные опционы и дерево решений 286

Опцион на расширение 286

Опцион на отмену 287

Производственные опционы 288

Опционы выбора времени 288

Еще о деревьях решений 289

Преимущества и недостатки дерева решений 292

Резюме 293

Дополнительная литература 294

Вопросы и задачи 294

Вальдо Конти 299

Вопросы 300

ЧАСТЬ IV Финансовые решения и эффективность рынков

11 Эффективность рынков и поведенческие финансы 301

11.1 Мы всегда возвращаемся к NPV 302

11.2 Что такое эффективный рынок 303

Разница между инвестиционными и финансовыми решениями 303

Поразительное открытие: изменения цен случайны 303

Три формы эффективности рынка 306

Эффективные рынки: доказательства 307

11.3 Аргументы против эффективности рынков 310

Действительно ли инвесторы медленно реагируют на новую информацию 311

Пузыри и рыночная эффективность 313

11.4 Поведенческие финансы 315

Пределы арбитража 316

Проблемы стимулирования и кризис субпрайм-ипотеки 317

11.5 Шесть уроков рыночной эффективности 318

Урок 1. Рынок не имеет памяти 319

Урок 2. Доверяйте рыночным ценам 319

Урок 3. Докопаться до сути 319

Урок 4. Никаких финансовых иллюзий 321

Урок 5. Возможность сделать самому 321

Урок 6. Понять одну акцию значит понять все 322

Что если рынки не являются эффективными?

Выводы для финансового менеджера 322

Резюме 324

Дополнительная литература 325

Вопросы и задачи 326

Анализ реальных данных 330

ЧАСТЬ V Политика выплат и структура капитала

12 Политика выплат 331

12.1 Факты о выплатах 332

- 12.2** Как фирмы платят дивиденды и выкупают акции 332
Как фирмы выкупают акции 333
- 12.3** Как компании принимают решения о выплатах 334
- 12.4** Информационный аспект выплаты дивидендов и выкупа акций 335
Информационный аспект выкупа акций 336
- 12.5** Дискуссии о выплатах 338
Дивидендная политика не имеет значения на совершенных рынках капитала 338
Несущественность дивидендов: иллюстративный кейс 339
Расчет цены акций 340
Выкуп акций 341
Выкуп акций и оценивание 341
- 12.6** Правые 342
Политика выплат, инвестиционная политика и стимулы для менеджеров 343
- 12.7** Налоги и левые радикалы 344
Зачем вообще платить дивиденды? 345
Эмпирические свидетельства о роли дивидендов и налогов 345
Налогообложение дивидендов и доходов от прироста капитала 347
Альтернативные налоговые системы 348
- 12.8** Центристы 349
Политика выплат и жизненный цикл фирмы 350
- Резюме 351
Дополнительная литература 352
Вопросы и задачи 353

13 Имеет ли значение политика заимствований 359

- 13.1** Эффекты финансового левериджа в конкурентной экономике без налогов 360
Аргументы Модильяни—Миллера 361
Закон сохранения ценности 362
Первая теорема: пример 363
- 13.2** Финансовый риск и ожидаемая доходность 365
Вторая теорема 366
Как изменение структуры капитала влияет на бета 368
- 13.3** Средневзвешенная стоимость капитала 369
Два предупреждения 369
Доходность собственного капитала левериджированной фирмы: традиционная позиция 370

Сегодняшние неудовлетворенные клиенты, возможно, заинтересованы в экзотических ценных бумагах 372

Несовершенства и возможности 373

- 13.4** Заключительное слово о посленалоговой средневзвешенной стоимости капитала 374
- Резюме 374
Дополнительная литература 375
Вопросы и задачи 376

14 Как много следует заимствовать корпорации 381

- 14.1** Корпоративные налоги 382
Как процентный налоговый щит дает вклад в ценность акционерного капитала 383
Обновление структуры капитала Merck MM и налоги 385
- 14.2** Корпоративные и личные налоги 386
- 14.3** Издержки финансовых затруднений 388
Издержки банкротства 389
Издержки банкротства: эмпирические свидетельства 391
Прямые издержки банкротства в сравнении с косвенными 392
Финансовые затруднения без банкротства 393
Долг и стимулы 393
Перенос риска: игра первая 394
Отказ от вложений собственного капитала: игра вторая 395
И вкратце еще три игры 396
Чего стоят такие игры 396
Издержки затруднений зависят от типа активов 398
Равновесная теория структуры капитала 399
- 14.4** Иерархический порядок при выборе финансирования 401
Выпуск долговых обязательств и акций при асимметрии информации 402
Следствия иерархической теории 404
Равновесная теория против иерархической теории: результаты некоторых недавних тестов 404
Светлая и темная стороны финансового резерва 405
Существует ли теория оптимальной структуры капитала 407
- Резюме 408
Дополнительная литература 409
Вопросы и задачи 410
Анализ реальных данных 414

15 Финансирование и оценивание компаний 415

- 15.1 Посленалоговая средневзвешенная стоимость капитала 415
Обзор предположений 418
- 15.2 Оценивание бизнеса 419
Оценивание Rio Corporation 420
Оценивание ценности на горизонте 422
WACC против метода “поток на собственный капитал” 423
- 15.3 Использование WACC на практике 424
Некоторые приемы ремесла 424
Ошибки при использовании формулы взвешенного усреднения 426
Корректировка WACC, когда изменяются долговая нагрузка и бизнес-риски 427
Исключение леввериджа и восстановление леввериджа в коэффициенте бета 428
Важность ребалансировки 428
Формула Модильяни—Миллера и несколько заключительных советов 430
- 15.4 Скорректированная приведенная ценность 431
APV проекта вечного прессы 431
Другие побочные эффекты финансирования 432
APV бизнеса 432
APV для международных инвестиций 434
- 15.5 Ответы на вопросы 435
Резюме 437
Дополнительная литература 438
Вопросы и задачи 439
Анализ реальных данных 443
Дисконтирование надежных номинальных денежных платежей 444

ЧАСТЬ VI Опционы

16 Понятие об опционах 449

- 16.1 Колл-опционы, пут-опционы и акции 450
Колл-опционы и позиционные диаграммы 450
Пут-опционы 452
Продажа колл-опционов, пут-опционов и акций 452
Позиционная диаграмма — это не график прибыли 453
- 16.2 Финансовая алхимия с опционами 454
Распознавание опциона 458
- 16.3 Что определяет ценность опциона 459
Резюме 464

- Риск и ценность опционов 464
Дополнительная литература 465
Вопросы и задачи 465
Анализ реальных данных 470

17 Оценивание опционов 471

- 17.1 Простая модель оценки опционов 471
Почему модель дисконтирования денежных платежей не будет работать для опционов 471
Конструирование эквивалента опциона в виде комбинации обыкновенных акций и заимствования 472
Оценивание пут-опциона на акцию Google 474
- 17.2 Биномиальный метод оценивания опционов 475
Пример: двухэтапный биномиальный метод 477
Обобщенный биномиальный метод 478
Биномиальный метод и деревья решений 479
- 17.3 Формула Блэка—Шоулза 480
Использование формулы Блэка—Шоулза 481
Рискованность опциона 483
Формула Блэка—Шоулза и биномиальный метод 483
- 17.4 Модель Блэка—Шоулза в действии 484
Опционы для руководителей компании 484
Варранты 486
Портфельное страхование 486
Расчет подразумеваемой волатильности 486
Оценка возможности расширения 488
- 17.5 Ценности опционов: беглый обзор 490
- 17.6 Опционная экзотика 491
Резюме 491
Дополнительная литература 492
Вопросы и задачи 492
Дополнительная литература 492
Анализ реальных данных 496
Выдумка Брюса Хониболла 497
Вопрос 498
Как размывание влияет на ценность опциона 498
Вопросы 501

ЧАСТЬ VII Финансовое планирование и управление оборотным капиталом

18 Финансовый анализ 503

- 18.1 Финансовая отчетность 503
- 18.2 Финансовая отчетность Lowe’s 505
Бухгалтерский баланс 505

- Отчет о прибылях и убытках* 506
- 18.3** Измерение результатов деятельности
Lowe's 507
Экономическая добавленная ценность (EVA) 508
Бухгалтерская доходность 510
Проблемы, связанные с EVA и бухгалтерской доходностью 511
- 18.4** Измерение эффективности 512
- 18.5** Анализ рентабельности активов: система Du Pont 513
Система Du Pont 514
- 18.6** Измерение левериджа 515
Леверидж и рентабельность собственного капитала 517
- 18.7** Измерение ликвидности 518
- 18.8** Интерпретация финансовых коэффициентов 519
- Резюме 524
Дополнительная литература 524
Вопросы и задачи 525
Анализ реальных данных 530

19 Финансовое планирование 531

- 19.1** Связь между краткосрочными и долгосрочными финансовыми решениями 531
- 19.2** Отслеживание изменений в уровне денежных средств 534
Денежный цикл 537

- 19.3** Бюджетирование денежных средств 538
Подготовка бюджета денежных средств: притоки 538
Подготовка бюджета денежных средств: оттоки 539
- 19.4** Краткосрочный финансовый план 540
Варианты краткосрочного финансирования 541
Финансовый план Dynatic 541
Оценивание плана 541
Замечания о моделях краткосрочного финансового планирования 542
- 19.5** Долгосрочное финансовое планирование 543
Зачем нужны финансовые планы 543
Модель долгосрочного финансового планирования для Dynatic Mattress 544
Подводные камни в построении модели 547
Выбор плана 547
- 19.6** Рост и внешнее финансирование 548
Резюме 549
Дополнительная литература 550
Вопросы и задачи 550
Анализ реальных данных 557

Приложение Ответы на некоторые вопросы и задачи начального уровня 558

Некоторые часто используемые обозначения 567

Предметный указатель 570
