

**Брусов П.Н.**

Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции: учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : КНОРУС, 2014. — 304 с. — (Бакалавриат).

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие . . . . .	8
<b>Раздел I. Долгосрочная финансовая политика компании</b>	
<b>Глава 1. Капитал компании</b>	
1.1. Понятие капитала компании . . . . .	12
1.2. Стоимость капитала . . . . .	13
1.3. Методы оценки стоимости акций, облигаций, компании . . . . .	16
1.3.1. Методы дисконтирования . . . . .	16
1.3.2. Необходимость и сущность оценки стоимости компании (бизнеса) и методы такой оценки . . . . .	18
1.3.3. Нормативно-правовые акты Российской Федерации . . . . .	21
1.3.4. Классификация стоимости в оценке . . . . .	22
1.3.5. Принципы оценки стоимости компании . . . . .	25
1.3.6. Виды информации при оценке стоимости собственности . . . . .	28
1.4. Метод капитализации . . . . .	29
1.5. Сравнительные методы оценки . . . . .	30
1.6. Затратный метод оценки . . . . .	33
1.7. Сравнительный анализ трех основных методов оценки стоимости предприятия . . . . .	37
1.8. Взвешенная оценка стоимости бизнеса . . . . .	41
1.9. Оценка стоимости предприятия, компании (бизнеса) с использованием интегрального критерия качества . . . . .	42
1.10. Метод анализа иерархий . . . . .	46
1.11. Модели ценообразования . . . . .	53
1.11.1. Модель <i>САРМ</i> . . . . .	53
1.11.2. Вывод модели оценки финансовых активов ( <i>САРМ</i> ) . . . . .	54
1.11.3. Модель <i>АРТ</i> . . . . .	58
1.11.4. Модель Ольсона ( <i>ЕВО</i> ) . . . . .	59
1.11.5. Модель экономической добавленной стоимости ( <i>ЕВА</i> ) . . . . .	59
1.12. Определение компонентных стоимостей капитала . . . . .	60
1.13. Сравнение стоимости собственного и заемного капитала . . . . .	61
1.14. Стоимость собственного капитала . . . . .	62
1.14.1. Модели определения стоимости собственного обыкновенного капитала . . . . .	62
1.14.2. Стоимость капитала, связанного с привилегированными акциями . . . . .	64
1.14.3. Стоимость капитала, связанного с обыкновенными акциями . . . . .	65
1.15. Стоимость нераспределенной прибыли . . . . .	66
1.16. Стоимость вновь выпущенных обыкновенных акций . . . . .	67

1.17. Стоимость заемного капитала . . . . .	68
1.17.1. Стоимость кредитов . . . . .	68
1.17.2. Стоимость облигаций как источника финансирования. . . . .	70
1.17.3. Облигации. . . . .	71
1.17.4. Стоимость кредиторской задолженности. . . . .	77
1.17.5. Стоимость капитала, привлекаемого за счет использования финансового лизинга . . . . .	77
1.18. Определение средневзвешенной стоимости капитала . . . . .	78
1.19. Предельная стоимость капитала. . . . .	78
Контрольные вопросы и задания. . . . .	79

## **Глава 2. Схемы погашения долгосрочных кредитов**

2.1. Расходы по обслуживанию долга . . . . .	81
2.2. Создание погасительного фонда . . . . .	82
2.3. Погашение долга в рассрочку. . . . .	85
2.4. Льготные займы и кредиты. . . . .	91
2.5. Реструктурирование займа. . . . .	95
Контрольные вопросы и задания. . . . .	96

## **Глава 3. Структура капитала**

3.1. Традиционный подход . . . . .	98
3.2. Теория Модильяни — Миллера . . . . .	99
3.2.1. Основные предположения теории Модильяни — Миллера . . . . .	99
3.2.2. Теория Модильяни — Миллера в отсутствие налогов. . . . .	101
3.3. Модификация теории Модильяни — Миллера . . . . .	104
3.3.1. Налог на прибыль корпорации. . . . .	104
3.3.2. Конечный промежуток времени. . . . .	106
3.3.3. Учет рыночного риска: модель Хамады. . . . .	122
3.3.4. Стоимость капитала при рисковом заемных средствах . . . . .	123
3.3.5. Учет корпоративных и индивидуальных налогов (модель Миллера). . . . .	124
3.3.6. Возможность банкротства. . . . .	128
3.3.7. Транзакционные издержки. . . . .	129
3.3.8. Неравные возможности и нерациональное поведение инвесторов . . . . .	129
3.4. Оценка влияния финансовой структуры капитала на рентабельность компании. . . . .	132
3.4.1. Предельная эффективность капитала . . . . .	132
3.4.2. Модель I эффекта финансового рычага . . . . .	133
3.4.3. Модель II эффекта финансового рычага. . . . .	138
Контрольные вопросы и задания. . . . .	140

## **Глава 4. Дивидендная политика компании**

4.1. Теории дивидендной политики компании. . . . .	141
4.1.1. Основные принципы дивидендной политики. . . . .	141
4.1.2. Теория иррелевантности дивидендов. . . . .	142
4.1.3. Формула Уолтера. . . . .	143
4.1.4. Предпочтительность дивидендов (теория «синицы в руках»). . . . .	146

4.1.5. Теория налоговой дифференциации . . . . .	147
4.1.6. Сигнальная теория дивидендов . . . . .	152
4.1.7. Теория соответствия дивидендной политике составу акционеров . . . . .	153
4.2. Факторы, влияющие на выбор дивидендной политики . . . . .	154
4.3. Показатели дивидендной политики компаний . . . . .	154
4.4. Обсуждение результатов главы . . . . .	156
Контрольные вопросы и задания . . . . .	157

## **Раздел II. Инвестиционная стратегия компании**

### **Глава 5. Портфельный анализ**

5.1. Доходность ценной бумаги и портфеля . . . . .	159
5.2. Портфель из двух бумаг . . . . .	162
5.2.1. Необходимые сведения из теории вероятностей . . . . .	162
5.2.2. Случай полной корреляции . . . . .	164
5.2.3. Случай полной антикорреляции . . . . .	166
5.2.4. Независимые бумаги . . . . .	167
5.2.5. Три независимые бумаги . . . . .	169
5.2.6. Безрисковая бумага . . . . .	171
5.2.7. Портфель заданной эффективности . . . . .	173
5.2.8. Портфель заданного риска . . . . .	176
5.3. Портфели из $n$ бумаг. Портфели Марковица . . . . .	177
5.3.1. Портфель минимального риска при заданной его эффективности . . . . .	177
5.3.2. Минимальная граница и ее свойства . . . . .	180
5.3.3. Портфель Марковица минимального риска с эффективностью не менее заданной . . . . .	184
5.3.4. Портфель минимального риска . . . . .	185
5.3.5. Портфель максимальной эффективности из всех портфелей риска не более заданного . . . . .	187
5.4. Портфели Тобина . . . . .	189
5.4.1. Портфель Тобина минимального риска из всех портфелей заданной эффективности . . . . .	189
5.4.2. Портфель максимальной эффективности из всех портфелей риска не более заданного . . . . .	197
5.5. Оптимальные неотрицательные портфели . . . . .	198
5.5.1. Теорема Куна — Таккера . . . . .	198
5.5.2. Доходность неотрицательного портфеля . . . . .	199
5.5.3. Неотрицательный портфель из двух бумаг . . . . .	201
5.5.4. Примеры неотрицательных портфелей из трех независимых бумаг . . . . .	203
5.5.5. Портфель максимальной эффективности с неотрицательными компонентами . . . . .	205
5.5.6. Портфель минимального риска с неотрицательными компонентами . . . . .	206
5.5.7. Диверсификация портфеля . . . . .	206
Контрольные вопросы и задания . . . . .	208

## Глава 6. Инвестиции

6.1. Введение . . . . .	211
6.2. Оценка эффективности инвестиционных проектов . . . . .	212
6.2.1. Срок окупаемости инвестиций . . . . .	212
6.2.2. Дисконтированный срок окупаемости инвестиционного проекта . . . . .	214
6.2.3. Коэффициент эффективности инвестиций . . . . .	215
6.2.4. Чистая текущая стоимость . . . . .	216
6.2.5. Индекс доходности (рентабельности) инвестиций . . . . .	217
6.2.6. Внутренняя норма доходности проекта . . . . .	218
6.2.7. Модифицированная внутренняя норма доходности (рентабельности) . . . . .	219
6.3. Сравнение показателей эффективности инвестиционного проекта . . . . .	222
6.4. Учет факторов риска и инфляции . . . . .	225
6.4.1. Риск и неопределенность . . . . .	225
6.4.2. Методы учета риска и неопределенности . . . . .	227
6.4.3. Средства разрешения рисков . . . . .	236
6.5. Влияние структуры капитала на эффективность инвестиционного проекта . . . . .	237
6.5.1. Методы нахождения ЛУК . . . . .	237
6.5.2. Формула Модильяни — Миллера . . . . .	240
6.5.3. Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) . . . . .	241
6.5.4. Метод скорректированной текущей стоимости . . . . .	242
6.5.5. Методы <i>Tax Shield</i> и <i>Equity</i> . . . . .	243
6.6. Зависимость ЛУНот заемного финансирования . . . . .	245
6.6.1. Методы нахождения БРУ\ схемы изучения проблемы . . . . .	245
6.6.2. Исходные предположения . . . . .	247
6.6.3. Ставки дисконтирования для проектов конечной продолжительности . . . . .	249
6.7. Эффективность проекта для владельцев собственного капитала . . . . .	251
6.7.1. Рассмотрение с разделением потоков . . . . .	251
6.7.2. Случай постоянства общей величины инвестиций ( $I = \text{COP1}$ ) . . . . .	251
6.7.3. Случай постоянства величины собственного капитала ( $S = \text{cop1}$ ) . . . . .	253
6.7.4. Рассмотрение без разделения потоков . . . . .	255
6.7.5. Случай постоянства общей величины инвестиций ( $I = \text{cop1}$ ) . . . . .	255
6.7.6. Случай постоянства величины собственного капитала ( $S = \text{cop1}$ ) . . . . .	256
6.7.7. Приближение Модильяни — Миллера (проекты бесконечной продолжительности) . . . . .	258

6.8. Эффективность проекта для владельцев собственного и заемного капитала . . . . .	262
6.8.1. Рассмотрение с разделением потоков. . . . .	262
6.8.2. Случай постоянства общей величины инвестиций ( $I = \text{copz!}$ ) . . . . .	262
6.8.3. Случай постоянства величины собственного капитала ( $S = \text{cop81}$ ). . . . .	264
6.8.4. Рассмотрение без разделения потоков. . . . .	266
6.8.5. Случай постоянства общей величины инвестиций ( $I - \text{cop\&1}$ ). . . . .	266
6.8.6. Случай постоянства величины собственного капитала ( $S = \text{copz!}$ ). . . . .	267
6.8.7. Приближение Модильяни — Миллера. . . . .	268
6.9. Влияние инфляции на эффективность инвестиционного проекта. . . . .	273
6.9.1. О необходимости учета инфляции. . . . .	273
6.9.2. Показатели инфляции, их влияние на параметры инвестиционного проекта. . . . .	276
6.9.3. Учет долгосрочного влияния инфляции на эффективность инвестиционного проекта. . . . .	279
6.9.4. Способы учета влияния инфляции в оценке эффективности инвестиций. . . . .	282
6.10. Портфельные инвестиции. Активное и пассивное управление портфелем ценных бумаг. . . . .	284
6.11. Сравнение инвестиционных проектов различной продолжительности. . . . .	287
6.11.1. Метод цепного повтора в рамках общего срока действия проектов. . . . .	288
6.11.2. Метод бесконечного цепного повтора проектов. . . . .	291
6.11.3. Метод эквивалентного аннуитета. . . . .	291
6.12. Формирование инвестиционного портфеля. . . . .	293
6.12.1. Формирование инвестиционного портфеля с точки зрения стоимости инвестиционных ресурсов. . . . .	293
6.12.2. Формирование инвестиционного портфеля в условиях ограниченности объема инвестиционных ресурсов. . . . .	294
Контрольные вопросы и задания. . . . .	295
<b>Литература. . . . .</b>	<b>298</b>