

Содержание

Вступление.....	19
Благодарности	23
Глава 1. Что такое финансы и зачем они нужны	25
Финансы и финансовые менеджеры.....	26
Глава 2. Оценка инвестиционных проектов	29
Инвестиционный проект — а что это такое?.....	29
Принципы оценки инвестиционных проектов.....	30
<i>Прибыль и деньги</i>	30
<i>Время</i>	31
<i>Риск</i>	31
Методы оценки инвестиционных проектов	32
<i>Срок окупаемости</i>	32
<i>Дисконтирование и NPV</i>	33
<i>Индекс прибыльности</i>	38
<i>Внутренняя норма доходности</i>	39
<i>Дисконтированный срок окупаемости</i>	40
Какие денежные потоки следует учитывать?.....	41
<i>Принцип релевантности (инкрементальности)</i>	41
<i>Санк кост</i>	41
<i>Неизбежные издержки</i>	42
<i>Косвенные денежные потоки</i>	42
<i>Финансовые расходы</i>	42
<i>Пример: проект компании «АБВ»</i>	42
<i>Разбор полетов «АБВ»</i>	43
Оценка денежных потоков проектов на практике.....	52

<i>Категории денежных потоков</i>	52
<i>Учет налогов</i>	54
<i>Инфляция</i>	55
<i>Срок работы и остаточная стоимость проекта</i>	57
Pearl Propylene — модернизация завода	60
<i>Pearl Propylene и производство полипропилена</i>	60
<i>Проект модернизации</i>	61
<i>Замечания транспортного дивизиона</i>	66
<i>Замечания департамента сбыта дивизиона</i> <i>«Промежуточные химические продукты»</i>	67
<i>Замечания директора по производству Merseyside</i>	67
<i>Замечания корпоративного центра</i>	68
<i>Главный вопрос</i>	69
Разбор полетов Pearl Propylene	69
<i>Техническая часть</i>	69
<i>Организационная часть</i>	76
<i>Выводы</i>	80
Основные ошибки, возникающие при проработке инвестиционных проектов	81
<i>Ошибка №1 — «Ошибка одной гайки»</i>	81
<i>Ошибка №2 — «Ошибка инфраструктуры»</i>	82
<i>Ошибка №3 — «Ошибка узкого места»</i>	82
<i>Ошибка №4 — «Ошибка вложенных проектов»</i>	85
<i>Ошибка №5 — «Ошибка косвенных эффектов»</i>	86
Как инвестиционный процесс работает на практике	87
<i>Корпоративная структура</i>	88
<i>Инвестиционный процесс</i>	92
<i>Подготовка инвестиционных проектов</i>	93
<i>Рассмотрение проекта и принятие решения по нему</i>	99
<i>Реализация и текущий мониторинг внедрения проекта</i>	105
<i>Анализ результатов проекта после его завершения</i>	107
<i>Связь проектов со стратегией</i>	110
Глава 3. Ставка дисконтирования	113
Рынок ценных бумаг и бета	113
<i>Рынок и индексы</i>	113
<i>Риск на рынке</i>	116

Портфель — зачем он нужен?	118
Знакомьтесь: бета — основа оценки риска	121
Модель оценки капитальных активов (CAPM)	126
Стоимость капитала в Ameritrade	128
История Ameritrade	128
Источники заработка Ameritrade	130
Предполагаемые инвестиции и стоимость капитала	131
Разбор полетов Ameritrade	134
Безрисковая доходность	134
Риск-премия рынка	135
Бета	136
И наконец, стоимость капитала Ameritrade	140
И всем вам настанет WACC!	140
Коллинсвилль: купить или не купить, вот в чем вопрос!	147
Рынок хлората натрия	147
Завод в Коллинсвилле	159
Продажа завода	162
Разбор полетов American Chemical	166
Денежные потоки	167
Структура капитала	169
Стоимость заемного капитала	172
Стоимость собственного капитала	173
Расчет WACC	174
Расчет NPV	174
Ламинатная технология	176
Подведем итоги	177
Ставка дисконтирования в реальности	178

Глава 4. Финансовый анализ и планирование	183
Финансовый анализ	183
Финансовое планирование — проформы	186
Пример: компания «АВС»	188
Новые времена Bavaria Bier	200
Компания и ее история	200
Ланч с дядей Августом	201
Разговор с Хайнриком Штейнером	206
Вечер перед заседанием совета	209

Разбор полетов Bavaria Bier	209
Текущая ситуация.....	210
Кредитная политика.....	211
Оплата Штейнера	218
Дивиденды	218
Бизнес-план на 1993–1994 годы.....	218
Финансовое планирование на практике.....	222
Бюджетирование.....	226
Что такое бюджет и зачем он нужен.....	226
Ответственные лица и организация бюджетного процесса.....	227
Управление денежными средствами (краткосрочное финансовое планирование)	233
Глава 5. Структура капитала	239
M&M's финансов.....	239
Добавляем налоги.....	241
Финансовые кризисы.....	243
Нависание долга.....	244
Действия конкурентов	245
Проблемы с поставщиками.....	246
Потеря клиентов	246
Неэффективные менеджеры.....	247
Подводя итоги теории.....	248
Massey-Ferguson на грани безумия.....	251
История компании	253
Продукты Massey-Ferguson.....	254
Финансовые трудности Massey-Ferguson.....	255
Есть ли свет в конце тоннеля?.....	258
Разбор полетов Massey-Ferguson.....	259
Структура капитала и теория последовательного выбора	266
Финансовая история и структура капитала DuPont	272
История DuPont.....	272
Структура капитала 1965–1982 годов.....	273
Новая структура капитала	276
Альтернативные варианты структуры капитала	280
Разбор полетов DuPont	281
Скрестить ежа с ужом	289

Глава 6. Заемный капитал	291
Чем заемный капитал отличается от собственного?	291
Векселя	293
Лизинг	294
Банковские кредиты	294
<i>Процесс получения кредита</i>	294
<i>Условия кредитов</i>	297
<i>Ковенанты</i>	298
Синдицированные кредиты	300
Облигации	306
Кредитные ноты	313
Секьюритизация активов	316
Выбор между вариантами заемных средств	319
Amtrak и финансирование скоростных поездов	321
<i>История Amtrak</i>	321
<i>Проект Acela</i>	324
<i>Оборудование</i>	324
<i>Варианты финансирования</i>	325
Разбор полетов Amtrak	327
<i>Стратегическая точка зрения</i>	328
<i>Техническая точка зрения</i>	329
 Глава 7. Венчурные фонды, IPO и прочие источники собственного капитала	 337
Личные сбережения основателей	337
Бизнес-ангелы	338
Венчурные фонды	339
Фонды прямых инвестиций	342
<i>Получение денег от венчурных фондов и фондов прямых инвестиций</i>	344
<i>Как пройти весь процесс</i>	346
<i>Поиск фондов</i>	347
<i>Оценка компании</i>	348
<i>Инвестиционное предложение</i>	351
<i>Работа с инвестиционным предложением</i>	358
<i>Процедура дью-дилидженс</i>	359
<i>Получение денег</i>	360

Новый проект Sierra Ventures	361
История Sierra Ventures, Питера Венделла и Джеффа Дразана	361
На горизонте появляется Centex	362
Джефф Дразан и Centex Telemanagement	364
Sierra Ventures и Centex Telemanagement	365
Проблемы	369
Разбор полетов Sierra Ventures	371
Частное размещение акций	376
Размещение акций на бирже	376
Как проводить IPO	377
Выбор площадки (места листинга)	378
Подготовка компании к IPO	381
Выбор срока размещения	382
Выбор партнеров	383
Определение структуры размещения	385
Процедура дью-дилидженс	387
Подготовка и регистрация проспекта эмиссии	389
Презентация для инвестиционных банкиров	390
Презентация для аналитиков	391
Роуд-шоу	392
Формирование книги заявок и цены отсечения	393
Аллокация	398
Стабилизация в начальный период торговли	399
Отношения с инвесторами	400
IPO интернет-аукциона eBay	402
История eBay	402
Конкуренция	404
Первичное размещение акций eBay	404
Решение	405
Разбор полетов eBay	407
Сколько же «стоит» IPO?	410
Вторичные размещения	411
Глава 8. Гибридные инструменты финансирования	413
Посигналим?	413
MCI Communications и AT&T — затишье перед схваткой	418
American Telephone & Telegraph (AT&T): история	418
AT&T: разделение	420

<i>MCI Communications: история</i>	422
<i>AT&T: историческая финансовая политика</i>	425
<i>MCI Communications: историческая финансовая политика</i>	426
<i>MCI и AT&T: ситуация в 1983 году</i>	428
<i>AT&T: возможности финансирования</i>	430
<i>MCI Communications: возможности финансирования</i>	431
<i>Разбор полетов AT&T и MCI</i>	432
<i>Выбор AT&T</i>	434
<i>Выбор MCI Communications</i>	435

Глава 9. Проектное финансирование..... 439

Что такое проектное финансирование.....	439
Эволюция финансирования Calpine Corporation.....	444
<i>Электроэнергетика в США</i>	444
<i>Финансирование новых станций</i>	445
<i>Calpine Corporation</i>	447
<i>Электростанция в Пасадене</i>	449
<i>Новая стратегия</i>	450
<i>Финансирование новой стратегии</i>	451
Разбор полетов Calpine Corporation.....	459
<i>Проектное финансирование</i>	461
<i>Корпоративное финансирование</i>	462
<i>Гибридная структура CCFC</i>	462
Проектное финансирование и управление рисками.....	463
Проект европейского Диснейленда.....	466
<i>Проект европейского Диснейленда</i>	467
<i>Walt Disney Company</i>	467
<i>Структура проекта</i>	468
<i>Соглашение с правительством Франции</i>	470
<i>Финансовые прогнозы</i>	471
<i>Финансовая трансформация</i>	474
Разбор полетов Euro Disneyland.....	474
Что произошло дальше?.....	479

Глава 10. Дивиденды, рекапитализация и бай-бэки — как возвращать деньги акционерам..... 481

Деньги на бочку! Теоретическая основа.....	481
Дивиденды.....	482

Сигнализация дивидендами.....	485
Формирование «клиентской базы» акционеров компании.....	486
Дивидендная политика Twister Machine Parts Corporation.....	491
История Twister Machine Parts.....	492
Корпоративные задачи.....	496
Дивидендная политика.....	498
Проект изменения корпоративного имиджа.....	501
Разбор полетов Twister Machine Parts.....	502
Сочетание дивидендной и финансовой политики.....	503
Сигналы рынку.....	508
Состав акционеров.....	509
Рекламная кампания.....	510
Рекомендация совету директоров.....	510
Выкуп собственных акций (repurchases и buybacks).....	511
Налоговый эффект.....	514
Сигналы рынку.....	514
Teledyne, Inc.: выкупать — не выкупать?.....	517
История Teledyne.....	517
Разбор полетов Teledyne.....	525
Рекапитализация — в чем смысл?.....	529
Налоговый щит.....	532
Дисциплина долга.....	533
Рекапитализация Sealed Air.....	535
История Sealed Air.....	535
Подготовка.....	537
Изменение мотивации работников и менеджеров.....	538
Реакция инвесторов.....	539
Разбор полетов Sealed Air.....	539
Повышение дивидендов — все как прежде.....	540
Новые проекты.....	540
Выкуп акций.....	540
И все-таки рекапитализация!.....	541
Чем же все закончилось?.....	542

Глава 11. Оценка компаний..... 547

Особенности оценки компаний	
по сравнению с инвестиционными проектами.....	547

Оценка с помощью мультипликаторов.....	550
Скорректированная дисконтированная стоимость (APV)	553
Метод денежных потоков акционерам (FCFE)	562
Сравнительный анализ трех DCF-методов.....	566
Kmart: продажа Builders Square.....	568
История Kmart.....	568
Индустрия продаж товаров для строительства и ремонта.....	569
История Builders Square.....	574
Предложение Leonard Green & Partners.....	576
Разбор полетов Kmart.....	581
К черту это гиблое дело!.....	581
Продам компанию. Недорого	584
Надо, чтобы работало!.....	588
Решение Kmart.....	591

Глава 12. Слияния и поглощения

Что такое M&A?	593
Зачем покупать другие компании?	594
Синергия.....	594
Финансовые синергии	596
Налоговые синергии.....	596
Диверсификация финансовых результатов	596
Неправильная оценка акций рынком.....	597
Ожидания рынка.....	597
Неэффективность менеджеров	597
Личные амбиции	598
Феномен Home Shopping Network	599
История Home Shopping Network.....	600
Конкуренты тут как тут.....	603
Финансовые результаты — продайте мне эти акции!.....	605
Куда идти дальше?.....	605
Разбор полетов Home Shopping Network.....	606
M&A как элемент стратегии компании.....	610
Покупка технологий.....	610
Географическая экспансия	611
Ликвидация возможности выдавливания компании из бизнеса	611
Вертикальная интеграция	611

Изменение стратегического фокуса компании	612
Создание более устойчивого к финансовым трудностям гиганта	612
Большое спутниковое противостояние	614
Технология спутникового вещания	615
История British Satellite Broadcasting	616
Вход Sky Television	617
Противостояние начинается	619
Первый год Sky Television	620
Проблемы с запуском BSB	621
Взгляд в будущее	622
Разбор полетов британского телевидения	623
Механика M&A — как купить компанию	632
Поиск цели	632
Предварительная оценка цели	634
Частные компании	636
Публичные компании	639
Компании, продаваемые по принципу аукциона	649
Заккрытие сделки	650
Интеграция целевой компании	650
Война за Nicholson File	652
История Cooper Industries	652
История Nicholson File Company	654
Тучи сгущаются, гроза начинается	657
Возможность для Cooper?	659
Разбор полетов Cooper Industries	661
Кто выигрывает от M&A?	670
Структурирование предложений о поглощении	670
Защита от поглощения	672
«Отравленные пилюли»	674
Различные классы акций	675
«Отпугиватели акул»	675
«Выжженная земля»	676
Защитные поглощения	676
«Защита пэкмэна»	677
«Белый рыцарь»	677
«Макаронная оборона»	677
Выкуп акций и гринмейл	677
Судебные иски	678

Unilever: война за Pantene и Clearasil	679
История Richardson-Vicks	679
Защитные меры	683
Unilever и покупка Richardson-Vicks: и хочется, и колется	684
Разбор полетов Richardson-Vicks	687
Первый раунд сражения — тендерное предложение Unilever	689
Второй раунд сражения — скупка акций Richardson-Vicks	690
Третий раунд сражения — выпуск привилегированных акций	691
Четвертый раунд сражения — судебный иск	691
Пятый раунд сражения — «белый рыцарь»	692
Кто занимается M&A в компании?	693
M&A по-русски	694

Глава 13. Карвауты, спин-оффы, бай-ауты и прочие сделки «наоборот»

Брейкапные транзакции	697
Продажа	702
Карвауты	702
Спин-оффы	704
Сплит-оффы	706
Трекинговые акции	707
DuPont: что делать с Conoco?	709
История DuPont	709
Разбор полетов Conoco	715
Бай-ауты	720
Суть LBO	721
Предложение Southland Corporation	725
История Southland	725
Слухи о поглощении	729
Предложение Томпсонов	730
Разбор полетов Southland Corporation	732
Структура финансирования LBO	737
Моделирование сделки LBO	741
Российская специфика LBO	746
Трансформация Congoleum Corporation	749
История Congoleum Corporation	749
Предварительные переговоры о сделке	753

<i>Условия предложения к совету директоров Congoleum</i>	755
<i>Рассмотрение предложения советом директоров</i>	760
Разбор полетов Congoleum	761
Глава 14. Реструктуризации и банкротства	771
Варианты решения проблем	771
Банкротство	773
<i>Банкротство в США</i>	778
<i>Банкротство в Швеции</i>	781
<i>Банкротство в России</i>	781
Банкротство National Convenience Stores	784
<i>История NCS</i>	784
<i>Изменения в маркетинговой стратегии</i>	786
<i>Кризис ликвидности</i>	787
<i>Жизнь в состоянии банкротства</i>	788
<i>Финансовая модель оценки NCS</i>	791
<i>Заинтересованные стороны</i>	797
Разбор полетов National Convenience Stores	799
Реструктуризация — чем она полезна?	809
Проведение реструктуризации задолженности	811
<i>Оценка стоимости компании</i>	812
<i>Согласование мер по реструктуризации</i>	814
<i>Подписание соглашений</i>	819
Реструктуризация долга Southland Corporation после LBO	821
<i>Большая распродажа</i>	821
<i>Кризис наступает</i>	822
<i>Планы реструктуризации</i>	822
<i>Подготовка упакованного банкротства</i>	828
<i>Финальный раунд предложений</i>	833
Разбор полетов Southland	833
Реструктуризация в России	841
Глава 15. Корпоративные рейдеры и прочие механизмы защиты акционеров	845
Зачем вообще защищать акционеров?	845
«Выравнивание» интересов	846
Другие защитные механизмы	849

Дисциплина долга	850
Крупные акционеры.....	850
Требования к раскрытию информации.....	852
Советы директоров	853
<i>Обязанности и ответственность членов совета директоров</i>	855
<i>Система мотивации членов советов директоров</i>	858
Аудиторы	859
Суды.....	860
Поглощения	861
Поглощение Gulf Oil: откуда взялось столько денег?	863
<i>История Буна Пикенса</i>	863
<i>Gulf Oil в 1974–1983 годах</i>	868
<i>Поглощение Gulf Oil</i>	869
Разбор полетов Gulf Oil.....	871
<i>Кто лучше разбирается в бизнесе?</i>	872
Рейдеры à la Russe.....	874
Обобщение: работают ли механизмы защиты?	874
Kennecott Copper: строительство империи и феодальные войны.....	876
<i>Альтернатива на горизонте</i>	879
Антракт: разбор первой части истории Kennecott Copper.....	882
Второе действие пьесы: заседание совета директоров	884
<i>Реакция инвесторов</i>	886
<i>Curtiss-Wright: война за контроль над советом директоров Kennecott</i>	886
<i>Новый генеральный директор</i>	887
<i>«Мирная» жизнь Kennecott</i>	889
<i>Война до победного конца</i>	890
Разбор второго действия.....	892
Постскриптум.....	894
Глава 16. Управление рисками	895
Что такое риски и как ими управлять	895
Какие риски беспокоят финансовых менеджеров	896
Зачем управлять финансовыми рисками?	896
Валютные риски.....	902
<i>Паритет кросс-курсов валют</i>	904
<i>Паритет процентных ставок (Interest Rate Parity)</i>	904

Влияние инфляции	905
Лучший предсказатель валютных курсов в будущем — форвардные курсы, в ближайшем будущем — текущие курсы	907
Трансляционные валютные риски	908
Транзакционные валютные риски	909
Операционные валютные риски	911
Финансовые инструменты управления валютными рисками	916
Jaguar: молимся на доллар?	926
История Jaguar	926
Разворот 1980-х	927
Конкурентная позиция Jaguar в 1984 году	929
Ситуация с валютными курсами	931
Разбор полетов Jaguar	933
Оценка Jaguar	933
Нужно ли хеджироваться?	938
Процентные риски	940
Свопы	941
Кредитные риски	943
Традиционные методы управления кредитными рисками	946
Современность: CDO, CDS и другие кредитные деривативы	947
Печальная история американского ипотечного кризиса 2008 года	951
Ипотечный бум и взрыв пузыря	952
Подавиться собственной жадностью	954
Риски ликвидности	956
Риски изменения цен на биржевые товары	957
Операционные риски и внутренний контроль	957
Кто занимается рисками в компании	959

Глава 17. Реальные опционы	961
Опционы в реальной жизни	961
Опцион получения новой информации	963
Опцион изменения масштабов работы	966
Опцион переключения видов используемых ресурсов	967
Опцион дополнительного бонуса	967
Как оценить реальный опцион	968
Сценарный анализ	969

<i>Деревья решений</i>	969
<i>Симуляции с помощью метода Монте-Карло</i>	973
<i>Формула Блэка–Шоулза</i>	979
Антамина: новая волна перуанской приватизации	982
<i>Суть вопроса</i>	982
<i>Цены на медь и цинк</i>	985
<i>Структура аукциона по приватизации лицензии на разработку Антамины</i>	986
Разбор полетов Антамины.....	987
<i>Вопрос распределения переменных</i>	987
<i>Стоимость опциона</i>	990
<i>Наша заявка</i>	991
<i>Что же произошло в реальности</i>	993
Послесловие: сага о реальных опционах.....	994

Глава 18. Кто занимается финансами в компании	995
Финансовый директор во главе угла.....	995
Финансовая стратегия.....	997
Организационная структура финансовой дирекции.....	998
Финансирование компании.....	999
Инвестиции, слияния и поглощения.....	1001
Планирование, бюджетирование и управленческая отчетность.....	1002
Финансовая отчетность и налоги.....	1004
Отношения с инвесторами.....	1005
Что делать, если в компании несколько уровней управления?	1006

Вступление

Дорогие читатели! Наконец вышла в свет моя третья книга. Изначально она задумывалась как отдельная работа, посвященная продвинутым вопросам корпоративных финансов. Однако совместно с издателем решено было объединить ее с базовым материалом моей второй книги, добавив несколько кейсов в уже изданные главы и актуализировав их материал. Это позволит вам иметь под одной обложкой полный курс по корпоративным финансам — от базовых понятий до продвинутых тем.

Знания в области финансов, по моему глубокому убеждению, нужны не только финансистам-профессионалам, но и любым руководителям, которые хотят грамотно выполнять свою работу. Финансы — это основа для принятия любых бизнес-решений в современном мире.

База, на которой строится повествование, дана в моей первой книге «Финансовая отчетность для руководителей и начинающих специалистов»*. Предполагаю, что к моменту прочтения этих строк вы уже изучили ее, поэтому не буду повторять те моменты, которые были изложены ранее. Если «Финансовую отчетность для руководителей и начинающих специалистов» вы пока не читали, на правах рекламы рекомендую это сделать. Тогда мы с вами будем одинаково понимать ключевые термины, такие как «компания», «инвесторы», «совет директоров», «собственный капитал», «активы», «задолженность», «ценные бумаги», «EBITDA» и т. д.

Из этой книги вы узнаете:

- каковы основные задачи финансового директора;
- как выглядит организационная структура финансовой функции в компании;

* Герасименко А. Финансовая отчетность для руководителей и начинающих специалистов. — М.: Альпина Пабlishер, 2019.

- как оценивать проекты вложений в оборудование и новые технологии;
 - как оценивать стоимость компании в целом;
 - как определить оптимальную структуру капитала компании;
 - как финансировать компанию, за счет каких источников;
 - что такое проектное финансирование, реальные опционы;
 - как лучше возвращать деньги акционерам;
 - каким образом проводятся сделки по покупке или, наоборот, продаже компаний;
 - что такое Leveraged Buyout (LBO), как его проводить и оценивать;
 - как проводить реструктуризацию задолженности компании и что происходит при банкротствах;
 - как управлять валютными, процентными и прочими финансовыми рисками
- и многое другое.

Книга раскрывает все темы, которые преподаются на курсах MBA в области финансов в лучших бизнес-школах мира. Так что после ее прочтения можете считать, что частично получили диплом MBA.

Материал я старался изложить простым языком практики, используя собственное образование и опыт работы с финансами и инвестициями. Теорию мне дали книги, а также обучение по программе MBA в одной из лучших бизнес-школ мира — MIT Sloan. Практику дали годы работы в консалтинговой компании PricewaterhouseCoopers, а также в других крупных компаниях, среди которых «Объединенные машиностроительные заводы», «Метинвестхолдинг», «Мечел» и «Группа ГАЗ», в том числе и работа «в полях» на крупных промышленных предприятиях, таких как «Азовсталь», «Ижорские заводы» и «Уралмашзавод».

Имея опыт нескольких лет жизни и работы за границей, «западные» концепции в книге я излагал в сравнении с Россией и ее спецификой. Думаю, это должно помочь вам правильно воспринять их.

Ни одна книга не может описать всю многогранность и сложность окружающего нас мира, поэтому иногда я использовал некоторые упрощения окружающей действительности. Сделано это специально, чтобы подчеркивать основные мысли, оставляя за кадром информационный шум.

Безусловно, по некоторым теоретическим вопросам есть разные точки зрения. В этой книге по каждому вопросу я высказывал свой взгляд, свою интерпретацию теорий. Я старался давать те объяснения, которым меня научила жизнь. Не обессудьте, если вы с чем-то не согласны. У каждого свой взгляд на вещи.

Надеюсь, что смогу помочь вам получить те знания, на которые вы рассчитывали, открывая эту книгу.

С уважением,
Алексей Герасименко

Благодарности

Хочу выразить свою признательность людям, которые помогли мне в написании этой книги: Сергею Ющенко, Максиму Дрыгину, Андрею Далекому, Юлии Голыгиной. Без вас, уважаемые коллеги, книга не появилась бы на свет. Также хочу поблагодарить всех ребят из ADE Professional Solutions, которые помогли вычитать и подкорректировать рукопись.

Огромное спасибо моей жене Кате за ее постоянную помощь и поддержку!

Посвящаю эту книгу своим деткам: Маргарите и Пете. Любимые мои птенцы, надеюсь, когда вы вырастаете, этот труд будет актуальным и полезным и для вас!

Глава 1

ЧТО ТАКОЕ ФИНАНСЫ И ЗАЧЕМ ОНИ НУЖНЫ

Прежде чем переходить к финансам, давайте зададим себе более фундаментальный вопрос: а зачем в этом мире нужны компании? Зачем заниматься бизнесом? Ответ не так прост, как может показаться, и зависит от того, кем вы являетесь.

- Если вы **инвестор**, то вкладываете в компании свои деньги или деньги, которые вам дали в управление другие люди. Ваша основная цель при этом — получить как можно большие проценты на свои вложения. Эти проценты выражаются в прибыли компании, которую она выдает вам в виде дивидендов, или в росте курса ее акций.
- Если вы **предприниматель**, вас также будет интересовать прибыль, но при этом важным моментом будет и «увлекательность» того, что вы делаете, для вас лично. Иногда вы будете готовы пожертвовать деньгами и получить меньшую прибыль, реализовав какой-то проект, который интересен лично вам.
- Если вы **государство**, вопрос прибыли компании вас, конечно, тоже интересует. В конце концов, из прибыли компании платят налоги, которые государство использует, чтобы обеспечивать зарплатами служащих, содержать армию, полицию и т. д., — словом, с большей или меньшей эффективностью реализовывать те задачи, ради которых существует государство. Но в не меньшей степени вас будут интересовать и вопросы социальной стабильности.

Во многих случаях вы будете готовы пожертвовать прибылью компаний, чтобы избежать, например, роста безработицы. Вы также заинтересованы в росте благосостояния населения (читай — зарплат работников), что уменьшает прибыли компаний.

Словом, у разных сторон (по-английски эти стороны называют *stakeholders*) в бизнесе разные интересы. В своей работе компании должны учитывать интересы всех сторон. Но тема финансов и управления ими прежде всего касается выполнения задачи, наиболее интересующей инвесторов, а именно максимизации того количества денег, которые компании им должны приносить. Максимизация доходов инвесторов (акционеров) — центральная задача финансов, и повествование в этой книге будет строиться главным образом вокруг нее.

Финансы и финансовые менеджеры

Что же включает в себя наука под названием «финансы»? О чем мы будем говорить в этой книге? Чем занимаются люди, связанные с финансами, — финансовые менеджеры? Чтобы ответить на эти вопросы, давайте рассмотрим круговорот денег в бизнесе (рис. 1).

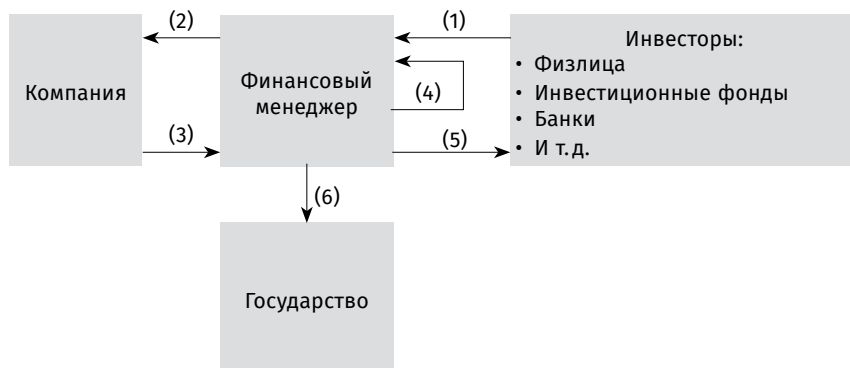


Рисунок 1

1. В момент своего появления, а также далее, по мере необходимости, компании получают деньги от инвесторов (подробнее о различных типах инвесторов см. мою первую книгу) и кредиторов. Иными словами, владельцы или кредиторы бизнеса должны вложить в бизнес деньги. Первая задача финансов и финансовых менеджеров — различными способами

привлечь деньги в бизнес. В этой книге мы будем говорить о том, какими способами можно привлечь деньги и как это делать.

2–3. Компания инвестирует полученные деньги в свою деятельность, чтобы генерировать прибыль, то есть еще больше денег. Вторая задача финансов и финансовых менеджеров — обеспечить вложение денег в наиболее эффективные проекты, то есть проекты, которые обеспечат получение инвесторами наибольшей прибыли. Третья задача — правильно управлять рисками, возникающими при вложении денег в проекты, чтобы добиваться тех показателей, на которые рассчитывают инвесторы, вкладывая деньги в проекты. В этой книге мы будем говорить о том, как оценить и сравнить между собой различные возможности вложения денег в бизнес, то есть как правильно инвестировать деньги, получаемые от акционеров и кредиторов. Мы будем говорить как об инвестициях в новые проекты (так называемые капитальные вложения), так и об инвестициях в другие компании (слияния и поглощения). Также мы поговорим об эффективном управлении рисками — какие риски компании следует принимать на себя, каких следует избегать и как этими рисками управлять.

4–5. Получаемые от инвестиций деньги компании могут инвестировать в новые проекты или отдать акционерам и кредиторам. Четвертая задача финансов и финансовых менеджеров — правильно вернуть деньги кредиторам и инвесторам с тем, чтобы они решили свои задачи (например, заплатили меньше налогов с дохода). В этой книге мы будем говорить о том, как возвращать деньги, прежде всего акционерам, в виде дивидендов или выкупа собственных акций. Мы также поговорим о том, как обеспечивается возврат денег кредиторам и акционерам в случае возникновения у компании трудностей (реструктуризации и банкротства).

6. Часть денег компания должна отдать государству в виде налогов. Пятая задача финансов — правильно заплатить налоги. Эта задача является темой специальной литературы по налогообложению, и мы не будем рассматривать ее глубоко.

На схеме мы видим понятие «финансовый менеджер». Пока что оно включает в себя всех людей, работающих в области корпоративных финансов, — и специалистов отделов учета, и финансовых директоров. Далее в книге мы более подробно рассмотрим, кто и чем конкретно занимается в больших и не очень больших компаниях.

Глава 2

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

В этой главе мы узнаем, как оценивать инвестиционные проекты. Мы с вами:

- рассмотрим понятие денежного потока, а также узнаем, какие денежные потоки учитываются при оценке инвестиционных проектов;
- познакомимся с дисконтированием и понятием Net Present Value;
- изучим различные методы оценки инвестиционных проектов и принятия решений о «зеленом» или «красном» свете для проекта.

Инвестиционный проект — а что это такое?

Как мы с вами уже говорили, одна из главных задач финансов — помочь менеджерам вкладывать деньги в «правильные» инвестиционные проекты. Но что это такое, инвестиционный проект?

Инвестиционный проект — это набор мероприятий, имеющих определенную цель, который требует вложения определенных денег и должен в итоге принести определенные деньги. Возьмем, например, покупку новой производственной линии на завод.

- **Мероприятия** — надо спроектировать и построить помещение, где будет стоять линия, купить линию, привезти, смонтировать, подвести электроэнергию, нанять и обучить людей, купить материалы для производства, наладить логистику и т. д. и т. п.

- **Деньги** — затраты на мероприятия (стоимость оборудования, проектирования, монтажа, строительства здания), выручка от продажи продукции, издержки на производство этой продукции, а также налоги.
- **Цель проекта** — произвести определенный продукт в заданном объеме, с известной себестоимостью и продать его по конкретной цене. Разница между ценой и издержками производства (плюс прочими издержками бизнеса) должна будет составить прибыль. Прибыль должна постепенно окупить затраты на создание линии и в дальнейшем принести инвесторам проекта дополнительные деньги.

На самом деле любой бизнес можно представить себе как большой инвестиционный проект. Вы вкладываете в бизнес деньги, покупая оборудование, материалы, обеспечивая зарплатой работников и т. д. Вы ожидаете, что бизнес будет приносить вам прибыль. Внутри работающего бизнеса также постоянно будут возникать инвестиционные проекты. Например, покупка нового, более эффективного оборудования на завод — инвестиционный проект.

Принципы оценки инвестиционных проектов

В жизни менеджерам и предпринимателям постоянно приходится принимать решения — куда вкладывать (или не вкладывать) деньги. В какие проекты нужно, а в какие не нужно вкладываться? Логика принятия такого решения вроде бы очевидна — проект должен оцениваться по той прибыли, которую он приносит. Безусловно, не стоит вкладывать деньги в проект, который денег не принесет (впрочем, здесь есть свои нюансы — иногда компания реализует «социальные» проекты, которые никогда не окупятся, но делать их надо). Но как быть, если у вас есть два проекта, каждый из которых принесет вам прибыль? Как сравнить их между собой? Как определить, какому проекту дать «зеленый свет», а какой придержать? Прежде чем ответить на этот вопрос, давайте рассмотрим несколько нюансов.

Прибыль и деньги

В предыдущей книге мы с вами изучали финансовую отчетность и видели, что понятие «прибыль» и понятие «деньги, которые приносит бизнес» или, иначе говоря, «денежный поток», — это две большие разницы.

Бухгалтерская прибыль — это прибыль «в принципе», которая, безусловно, в какой-то момент должна стать реальной. Но часто на прибыль в текущем году оказывают влияние «бумажные» факторы, которые к этому году имеют косвенное отношение (за деталями отсылаю вас к моей первой книге).

Как предпринимателя или инвестора, который собирается вложить деньги в проект, нас интересуют прежде всего деньги, а именно как и когда они должны вернуться от проекта. Поэтому при оценке инвестиционного проекта используется не бухгалтерская прибыль, а его **денежные потоки**, то есть деньги, которые надо вложить в проект, и деньги, которые он будет приносить. Оценка проекта и его денежных потоков зависит от двух основных факторов:

- распределения денежных потоков во времени;
- рискованности проекта и его денежных потоков.

Время

В какой из двух проектов вы готовы инвестировать?

- **Проект А.** Вкладываем сейчас 100 руб., получаем в течение 5 лет по 30 руб.
- **Проект В.** Вкладываем сейчас 100 руб., получаем в течение 2 лет по 75 руб.

Очевидно, что проект В интереснее потенциальному инвестору, так как те же деньги он получает быстрее. Деньги сегодня стоят дороже, чем деньги завтра. Имея сегодня 1 руб., вы через год получите 1 руб. 06 коп., не прилагая никаких усилий, просто положив деньги в банк. То есть деньги «сегодня» ценнее денег «завтра» не просто так, а потому, что существует возможность их прибыльного вложения. Если сложить 100 руб. сегодня и 100 руб. через год, то их суммарная ценность будет ниже, чем ценность 200 руб. сегодня.

Понятно, что при оценке и сравнении инвестиционных проектов мы должны учитывать не только абсолютную сумму денег, которую принесет проект, но и то, как быстро он принесет эти деньги.

Риск

Предположим, у вас есть 100 000 руб. Вы можете:

- положить их на депозит в Сбербанк под 6% годовых;
- купить лотерейные билеты.

Очевидно, что, принимая решение купить на эти деньги лотерейные билеты, вы рассчитываете на выигрыш, который будет в тысячи раз превышать первоначальные инвестиции. Иначе говоря, ваш ожидаемый возврат на инвестиции в случае покупки лотерейных билетов должен быть намного больше 6% годовых. Почему? Ответ очевиден: при покупке лотерейных билетов вероятность потери денег гораздо выше, чем если положить их на депозит в Сбербанк. Риск потерять деньги в Сбербанке значительно ниже риска потерять их, играя в лотерею. Иными словами, чем выше риск, тем выше должен быть ваш ожидаемый возврат на вкладываемый капитал.

Продолжим пример: вы решили положить деньги в банк, но кроме Сбербанка у вас есть возможность положить деньги на депозит в Торгово-промышленный банк Якутии. Вы готовы будете сделать это под 6% годовых? Вряд ли. Маленький банк, очевидно, менее безопасен, чем Сбербанк. Поэтому, чтобы привлечь вас, такой банк должен предложить вам более высокий процент по депозиту, скажем, 11%. Опять же, чем выше потенциальный риск ваших инвестиций, тем более высокий возврат на свои инвестиции вы требуете, даже если варианты вложения денег лежат в одной области.

При оценке инвестиционного проекта вы должны оценивать риски вложения денег в проект и сравнивать их с альтернативными возможностями вложений. Деньги вы будете вкладывать туда, где вам предлагается либо меньший риск при той же ожидаемой доходности, либо более высокая доходность на ваши инвестиции с тем же риском.

Методы оценки инвестиционных проектов

Итак, нам надо оценить и сравнить между собой два инвестиционных проекта, каждый из которых приносит больше денег, чем требуется в него вложить (говоря по-научному, имеет положительный кумулятивный денежный поток). Как это сделать? Давайте двигаться путем логики.

Срок окупаемости

Первый очевидный ответ — надо вкладывать деньги в проект, который принесет больше денег. Но что делать, если у вас есть два проекта?

- **Проект А.** Вложив 100 руб. сейчас, получаем положительный денежный поток в 50 руб. каждый год в течение трех лет (всего 150 руб.)

- **Проект В.** Вложив 10 руб. сейчас, получаем положительный денежный поток в 15 руб. каждый год в течение трех лет (всего 45 руб.)

Очевидно, что проект А приносит больше денег, но при этом проект В приносит больше денег на каждый вложенный рубль и требует меньше инвестиций. Какой из них выгоднее? Это уже более сложный вопрос. В небольших компаниях предприниматели обычно рассуждают примерно так: меня интересует проект, который позволит мне быстрее «отбить» назад свои деньги. Иными словами, предпринимателя интересует срок окупаемости.

Математически получить срок окупаемости несложно: надо взять инвестиции проекта и поделить на годовую прибыль (по-английски такой срок окупаемости будет называться *accounting payback period*). Для проекта А срок окупаемости составляет $100 / 50 = 2$ года, для проекта В — $10 / 15 = 2/3$ года (8 месяцев). Предприниматель устанавливает для себя некий порог, например, не вкладывать деньги в проект со сроком окупаемости больше года. В этом случае он не станет вкладываться в проект А, даже несмотря на то, что этот проект принесет в сумме гораздо больше денег, чем проект В.

Вроде все просто? Как грубый тест этот метод годится. Но мы не учли, что разные проекты имеют разный риск вложения денег. Вполне возможно, что проект В, приносящий более высокий доход на рубль инвестиций, гораздо рискованнее, чем проект А. Вероятность потерять деньги в нем, по сравнению с проектом А, может быть существенно выше. Как учесть такой фактор? В поисках ответа на этот вопрос в середине XX века прогрессивное человечество изобрело понятия «дисконтирование» и «NPV».

Дисконтирование и NPV

Поскольку первый возможный принцип оценки — по окупаемости — не учитывает важные моменты инвестирования, давайте подумаем с точки зрения логики, как еще можно было бы принять инвестиционное решение. Для этого давайте посмотрим на инвестиции глазами человека, решающего, положить ли ему деньги на депозит в банк или инвестировать куда-то еще. Если предлагаемый процент возврата на депозит достаточно привлекателен с учетом известности (рискованности) банка, то человек выберет депозит. В оценке инвестиционных проектов принцип тот же самый: если проект обещает достаточно привлекательный для инвесторов процент возврата с учетом риска, то инвесторы деньги на проект дадут.

Давайте рассмотрим такой проект (табл. 1).

Таблица 1

	Сегодня	Через год	Через 2 года
Инвестиции	100 руб.		
Возврат		80 руб.	45 руб.
Итого	-100 руб.	+80 руб.	+45 руб.

Предположим, что с учетом риска проекта инвесторы готовы вложить в него деньги под 10% годовых. В этом случае в конце первого года общий долг компании перед инвесторами составит $100 + 100 \times 10\% = 110$ руб. Из них 80 руб. вернутся инвесторам. В проекте после первого года из инвесторских денег останется $110 - 80 = 30$ руб. В течение второго года инвесторы потребуют на них $30 \times 10\% = 3$ руб. процентов, то есть общий долг составит $30 + 3 = 33$ руб. Из проекта в конце второго года инвесторам вернется 45 руб., то есть они получают на свои деньги не только требуемый процент возврата, но и дополнительный доход в $45 - 33 = 12$ руб. сверх того! На таких условиях деньги в проект вкладывать можно и нужно.

Давайте немного изменим условия проекта (табл. 2).

Таблица 2

	Сегодня	Через год	Через 2 года
Инвестиции	100 руб.		
Возврат		65 руб.	45 руб.
Итого	-100 руб.	+65 руб.	+45 руб.

Опять же в конце первого года долг составит 110 руб., из которых инвесторам вернется 65 руб. Итого оставшийся долг на начало второго года составит $110 - 65 = 45$ руб. На конец второго года долг составит $45 + 45 \times 10\% = 49,5$ руб. Однако в конце второго года проект даст инвесторам только 45 руб. Иными словами, они не получают от проекта ожидаемого возврата на вложенный капитал в размере 10%. Возврат будет ниже требуемого. Деньги вкладывать нельзя, даже несмотря на то, что проект прибыльный.

Итак, чтобы вложить деньги в проект, инвестор должен получать на него процент не ниже требуемого уровня. Уровень требуемого дохода при этом будет зависеть от риска этого проекта.

Сделаем следующий шаг. Предположим, у нас есть два одинаковых по риску проекта, в которых требуемый инвестором возврат составляет 10% годовых (табл. 3, 4).

Таблица 3. Проект А

	Сегодня	Через год	Через 2 года
Инвестиции	100 руб.		
Возврат		110 руб.	0 руб.
Итого	-100 руб.	+110 руб.	0 руб.

Таблица 4. Проект В

	Сегодня	Через год	Через 2 года
Инвестиции	100 руб.		
Возврат		0 руб.	121 руб.
Итого	-100 руб.	0 руб.	+121 руб.

Очевидно, что в проекте А инвестор вкладывает сейчас 100 руб., а через год получает ровно такой возврат, который ожидает, — 110 руб. (10% на свой годичный «вклад»). Остаток долга будет нулевой. Но в проекте В получается то же самое: через год общая сумма долга составит $100 + 100 \times 10\% = 110$ руб. В течение второго года на эту сумму также будет начислен процент, то есть общая сумма долга составит $110 + 110 \times 10\% = 121$ руб. Получив в конце второго года от проекта 121 руб. возврата, инвесторы опять же получают от проекта ровно столько, сколько они ожидают. Остаток долга через два года также нулевой. В этом случае логически инвесторам будет все равно, давать деньги на проект А или на проект В — оба эти проекта для них равнозначны. Обратите внимание, что если бы проект В в конце второго года давал бы инвесторам не 121, а 122 руб., им было бы выгоднее вложить деньги в проект В по сравнению с проектом А, даже несмотря на то что деньги им возвращаются только через 2 года (зато их возвращается больше, чем они ожидают).

В этих двух проектах для инвесторов 110 руб. возврата через год эквивалентны 121 руб. возврата через 2 года. Продолжая эту мысль, мы можем сказать, что 110 руб. через год (и 121 — через два) эквивалентны возврату 100 руб. немедленно! Действительно, если бы мы захотели вернуть деньги инвесторам немедленно (передумали и решили не делать проект), нам не нужно было бы платить инвесторам проценты. Мы должны были бы вернуть им ровно столько, сколько брали, то есть 100 руб.

Итак, все три цифры (100 руб. сейчас, 110 руб. через год, 121 руб. через два) эквивалентны. Иначе говоря, для инвесторов 110 руб. через год равны 100 руб. «сегодняшних денег» и равны 121 руб. «денег через два года» (с учетом того, что эти деньги вкладываются в проекты с одинаковым риском).

На этом соображении и основан принцип дисконтирования. При дисконтировании мы пытаемся «привести» деньги будущих периодов к эквивалентным «сегодняшним» деньгам. Иными словами, при дисконтировании мы узнаем, сколько «стоит» для инвестора некая сумма в будущем в «сегодняшних деньгах», то есть ее «сегодняшнюю стоимость» (по-английски — PV, или *present value*, читается «пи-ви»).

Для дисконтирования денежных потоков существует формула:

$$PV = \frac{CF_n}{(1+r)^n},$$

где:

n — номер периода (обычно года). Ноль — это денежный поток нулевого года, то есть денежный поток «сейчас»;

CF_n — денежный поток соответствующего периода;

r — ставка дисконтирования. По сути, это тот процент, под который инвесторы готовы дать деньги на проект. В дальнейшем в книге мы будем говорить о том, как она получается.

Кстати, если убрать из числителя денежный поток, то останется формула множителя дисконтирования, который называется фактором или коэффициентом дисконтирования (*discount factor* — DF):

$$DF = \frac{1}{(1+r)^n}.$$

Проведя подобную процедуру со всеми денежными потоками проекта и просуммировав получившиеся «сегодняшние» деньги, мы получим чистую дисконтированную стоимость проекта (*Net Present Value* — NPV , читается «эн-пи-ви»), то есть стоимость проекта для инвестора в «сегодняшних» деньгах:

$$NPV = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}.$$

Получив NPV проекта, мы проведем, выражаясь научно, «оценку проекта с использованием метода дисконтирования чистых денежных

потоков». На практике метод называют *методом DCF* (от английского *Discounted Cash Flows* — дисконтированные денежные потоки, читается как «ди-си-эф»).

Обычно в начале проекта идут отрицательные денежные потоки — это инвестиции. Затем после запуска работы проекта деньги постепенно начинают возвращаться инвесторам.

В чем заключается физический смысл NPV?

- Если $NPV > 0$, то инвесторы получают от проекта больший возврат, чем им требуется. Вывод: в этот проект надо инвестировать деньги. А в проекты с отрицательным NPV инвестировать не стоит — они не дают достаточного возврата на вкладываемый капитал.
- Значение NPV — это, по сути, дополнительные деньги «сегодня», которые инвестор готов заплатить, чтобы «купить» проект (получить в нем долю). Если NPV отрицательный, то это деньги, которые организаторы проекта должны компенсировать инвестору «сегодня», чтобы он «захотел» принять участие в проекте. Например, если NPV проекта равно -20 руб., то, чтобы вы приняли участие в проекте, кто-то должен компенсировать вам эти 20 руб. Еще одна возможная интерпретация NPV — это насколько больше могут быть фактические инвестиции в проект (сверх планируемых), чтобы он не потерял привлекательность для инвесторов. То есть если NPV проекта равно $+20$ руб., инвестиции в него могут быть на 20 руб. выше, чем планируемые, и при этом он не потеряет для вас привлекательности.

Метод DCF очень удобен в применении, поэтому он приобрел огромную популярность и сейчас де-факто является стандартом принятия бизнес-решений по инвестиционным проектам.

Процедура применения метода состоит из 5 шагов:

1. Определяются и складываются положительные и отрицательные денежные потоки первого периода проекта (обычно года).
2. Проводится дисконтирование суммы, полученной в шаге 1. Коэффициент дисконтирования будет зависеть от номера периода по отношению к точке начала проекта.
3. Процедура повторяется для каждого периода проекта.
4. Полученные дисконтированные денежные потоки суммируются. Получившаяся сумма — это NPV проекта.
5. Производится принятие решения по проекту.

В результате перед шагом 4 вы получаете финансовую модель проекта. На практике финансовые модели проектов вы будете строить с помощью электронных таблиц, таких как Excel. Плюс к этой программе существует несколько упрощенных формул дисконтирования, которые заметно облегчают жизнь (рис. 2).

- Аннуитет (annuity) — одинаковый денежный поток в течение нескольких лет (например, 100 руб. в первый год, 100 — во второй и т.д. в течение 5 лет) 
$$PV = C \times \left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^t} \right]$$
- Перпетуитет (perpetuity) — одинаковый денежный поток в бесконечность 
$$PV = \frac{C}{r - q}$$
- Перпетуитет с ежегодным ростом на g% (growing perpetuity) 
$$PV = \frac{C}{r}$$

Рисунок 2

В общем случае должны реализовываться все проекты с положительным NPV. Однако на практике размер инвестиций на рассматриваемые в компании проекты с положительным NPV часто превышает доступные этой компании денежные объемы. В таком случае надо как-то выбрать из проектов те, которые компания будет реализовывать. Для решения этой задачи обычно применяют индекс прибыльности.

Индекс прибыльности

Индекс прибыльности (PV/I , или *PI-индекс*) — это отношение NPV денежных потоков проекта к дисконтированному объему инвестиций проекта. Фактически этот индекс показывает, сколько дополнительных рублей (помимо требуемого возврата на капитал) получит инвестор на рубль инвестиций. Для принятия решения в этом случае, упрощенно, все имеющиеся проекты сортируются по убыванию индекса прибыльности и принимаются сверху вниз до момента, когда закончится лимит доступных инвестиций.

Например, у вас есть несколько проектов (табл. 5).