

УДК 336.64
ББК 65.291.9-21
ГЗ7

Редактор Михаил Белоголовский

Герасименко А.

ГЗ7 Финансовый менеджмент для практиков: Полный курс MBA по корпоративным финансам ведущих бизнес-школ мира / Алексей Герасименко. — М. : Альпина Паблишер, 2021. — 1011 с.

ISBN 978-5-9614-3716-4

Книга раскрывает все основные темы современного финансового менеджмента. Среди них — оптимальная организационная структура финансовой функции в компании, оценка стоимости компании, определение оптимальной структуры капитала, источники финансирования, проектное финансирование, реальные опционы, реструктуризация задолженности и банкротства, управление валютными, процентными и прочими финансовыми рисками и многое другое. В книге есть не только теория, но и многочисленные кейсы из опыта работы российских компаний. Показано, как классические западные подходы и концепции адаптируются в российской бизнес-практике.

Книга ориентирована на специалистов финансовых подразделений и топ-менеджеров.

Данное издание представляет собой существенно расширенную и дополненную книгу «Финансовый менеджмент — это просто».

УДК 336.64
ББК 65.291.9-21

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу nylib@alpina.ru.

ISBN 978-5-9614-3716-4

© Алексей Герасименко, 2021
© ООО «Альпина Паблишер», 2021

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

Категории денежных потоков	52
Учет налогов	54
Инфляция	55
Срок работы и остаточная стоимость проекта	57
Pearl Propylene — модернизация завода	60
Pearl Propylene и производство полипропилена	60
Проект модернизации	61
Замечания транспортного дивизиона	66
Замечания департамента сбыта дивизиона «Промежуточные химические продукты»	67
Замечания директора по производству Merseyside	67
Замечания корпоративного центра	68
Главный вопрос	69
Разбор полетов Pearl Propylene	69
Техническая часть	69
Организационная часть	76
Выводы	80
Основные ошибки, возникающие при проработке инвестиционных проектов	81
Ошибка №1 — «Ошибка одной гайки»	81
Ошибка №2 — «Ошибка инфраструктуры»	82
Ошибка №3 — «Ошибка узкого места»	82
Ошибка №4 — «Ошибка вложенных проектов»	85
Ошибка №5 — «Ошибка косвенных эффектов»	86
Как инвестиционный процесс работает на практике	87
Корпоративная структура	88
Инвестиционный процесс	92
Подготовка инвестиционных проектов	93
Рассмотрение проекта и принятие решения по нему	99
Реализация и текущий мониторинг внедрения проекта	105
Анализ результатов проекта после его завершения	107
Связь проектов со стратегией	110
Глава 3. Ставка дисконтирования	113
Рынок ценных бумаг и бета	113
Рынок и индексы	113
Риск на рынке	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
<i>Текущая ситуация</i>	210
<i>Кредитная политика</i>	211
<i>Оплата Штейнера</i>	218
<i>Дивиденды</i>	218
<i>Бизнес-план на 1993–1994 годы</i>	218
Финансовое планирование на практике	222
Бюджетирование	226
<i>Что такое бюджет и зачем он нужен</i>	226
<i>Ответственные лица и организация бюджетного процесса</i>	227
<i>Управление денежными средствами</i> <i>(краткосрочное финансовое планирование)</i>	233
Глава 5. Структура капитала	239
М&М's финансов	239
Добавляем налоги	241
Финансовые кризисы	243
<i>Нависание долга</i>	244
<i>Действия конкурентов</i>	245
<i>Проблемы с поставщиками</i>	246
<i>Потеря клиентов</i>	246
<i>Неэффективные менеджеры</i>	247
Подводя итоги теории	248
Massey-Ferguson на грани безумия	251
<i>История компании</i>	253
<i>Продукты Massey-Ferguson</i>	254
<i>Финансовые трудности Massey-Ferguson</i>	255
<i>Есть ли свет в конце тоннеля?</i>	258
Разбор полетов Massey-Ferguson	259
Структура капитала и теория последовательного выбора	266
Финансовая история и структура капитала DuPont	272
<i>История DuPont</i>	272
<i>Структура капитала 1965–1982 годов</i>	273
<i>Новая структура капитала</i>	276
<i>Альтернативные варианты структуры капитала</i>	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 вытеснения 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 М&А в компании?	693
М&А 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

Условия предложения к совету директоров Congoleum	755
Рассмотрение предложения советом директоров.....	760
Разбор полетов Congoleum.....	761
Глава 14. Реструктуризации и банкротства.....	771
Варианты решения проблем	771
Банкротство.....	773
Банкротство в США	778
Банкротство в Швеции	781
Банкротство в России.....	781
Банкротство National Convenience Stores.....	784
История NCS	784
Изменения в маркетинговой стратегии	786
Кризис ликвидности	787
Жизнь в состоянии банкротства.....	788
Финансовая модель оценки NCS.....	791
Заинтересованные стороны	797
Разбор полетов National Convenience Stores	799
Реструктуризация — чем она полезна?.....	809
Проведение реструктуризации задолженности.....	811
Оценка стоимости компании.....	812
Согласование мер по реструктуризации	814
Подписание соглашений	819
Реструктуризация долга Southland Corporation после LBO.....	821
Большая распродажа	821
Кризис наступает.....	822
Планы реструктуризации.....	822
Подготовка упакованного банкротства.....	828
Финальный раунд предложений.....	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
Попасться 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