

Инвестиционные проекты как фактор роста стоимости компании

Екименко Андрей Николаевич

аспирант

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия

E-mail: ndruss@yandex.ru

Стоимость компании, в настоящее время, является основным фактором и критерием эффективности управленческих решений. Управление стоимостью компании предполагает постоянный поиск решений (проектов), обеспечивающих максимально динамичный рост их стоимости. В целом, бизнес (предприятие) можно рассматривать как набор (систему) инвестиционных проектов, находящихся на разных стадиях их реализации и жизненного цикла. В этих условиях задача управления стоимостью компании трансформируется в задачу отбора и реализации наиболее эффективных инвестиционных проектов.

Первая статья, обозначившая концепцию Value-Based Management появилась в США в 1986 г. В учебных бизнес-курсах 1990-х г.г. формулируется мысль о стоимости компании, как основном критерии эффективности управленческих решений. Одним из главных доводов сторонников данного подхода является такой: «Если созданию стоимости не уделяется достаточного внимания, инвесторы получают меньшую доходность на свои вложения, что приводит к оттоку капитала из страны и влечёт за собой её отставание в условиях всемирной конкуренции». Таким образом, создание и максимизация стоимости компании и теоретическая разработка данной проблематики, в условиях значительной доли акционерного капитала в составе активов домохозяйств, представляет собой задачу национального значения.

Динамика котировок акций компании на фондовом рынке не является универсальным показателем, характеризующим качество управленческих решений, поскольку на неё воздействует фактор ожиданий рынка, характеризующийся значительной степенью неопределённости. Концептуальные рамки разноуровневых измерителей стоимости компании можно представить в виде следующей схемы: динамика рыночной стоимости акций ← внутренняя стоимость ← финансовые индикаторы ← факторы роста стоимости. Традиционно показателем эффективности деятельности компании считалась её прибыль. Однако прибыль, по своей сути, является бухгалтерской категорией, на величину которой оказывают влияние неденежные статьи расходов (амортизационные отчисления, резервы). Таким образом, величина прибыли находится в зависимости от принятой в компании учётной политики. Более того, являясь ретроспективным показателем, прибыль не учитывает потенциальный эффект от инвестиций. Таким образом, прибыль не может рассматриваться в качестве показателя эффективности управления компанией.

С теоретической точки зрения гипотетический инвестор не заплатит за компанию больше, приведённой стоимости её будущих денежных потоков, дисконтированных по ставке затрат на капитал. Формула свободного денежного потока (Free Cash Flow) раскрывает основные факторы, влияющие на стоимость компании:

$$СДП = (ЕВИТ * (1 - СтавкаНалПриб) - (КапВложения - Амортизация) - \Delta Оборотногo Капит.$$

Таким образом, на размер денежного потока компании влияют уровень фактической прибыли (продажи за вычетом себестоимости и операционных расходов), чистых капиталовложений и изменение оборотного капитала. Каждый из этих основных факторов, в свою очередь, может быть детализирован. Установив количественные и логические взаимосвязи между факторами можно получить модель оценки стоимости компании.

Как отмечалось выше, бизнес компании можно представить в виде комплекса взаимосвязанных инвестиционных проектов, находящихся на разных уровнях реализации. Важнейшим условием реализации инвестиционного проекта является его способность генерировать в будущем положительные денежные потоки, приведённая

стоимость которых выше приведённой стоимости инвестиций. Совокупность инвестиционных проектов может обладать потенциальной синергией, поэтому целесообразно рассматривать проекты в комплексе. Наилучшим вариантом является построение комплексной модели оценки стоимости предприятия. Формирование такой модели позволяет рассматривать инвестиционные проекты не по-отдельности, а в контексте стоимости всей компании.

Основной вывод: стоимость возрастает, если проект повышает прибыльность компании или сокращает объём и стоимость используемого капитала.

Для оценки инвестиционных проектов используются традиционные показатели чистой приведённой стоимости, дисконтированного периода окупаемости, внутренней нормы рентабельности. В то же время, как было показано ранее, более целесообразным является рассмотрение влияния инвестиционных проектов на стоимость компании в целом. Для этих целей также могут применяться различные модели.

Традиционный метод дисконтированных денежных потоков предполагает использование указанной ранее формулы свободного денежного потока (на инвестированный капитал) и его дисконтирование по ставке средневзвешенных затрат на капитал.

При принятии инвестиционных решений одним из важнейших является вопрос о структуре финансирования вложений. С точки зрения бухгалтерской прибыли увеличение долговой нагрузки является негативным фактором, поскольку увеличивает объёмы процентных выплат по кредитам. С точки зрения стоимости компании долговое финансирование является более предпочтительным, поскольку затраты по обслуживанию долга меньше, чем затраты на собственный капитал. Кроме того, использование заёмных средств позволяет уменьшить величину налогооблагаемой прибыли за счёт так называемого эффекта «налогового щита».

Учесть изменение соотношения заёмных/собственных средств в течение прогнозного периода позволяет модель скорректированной приведённой стоимости. В данном случае приведённые денежные потоки рассчитываются как если бы предприятие финансировалось только за счёт собственных средств (дисконтирование производится по ставке затрат на капитал), а затем к приведённой стоимости СДП добавляется приведённая стоимость «налогового щита» и вычитается величина заёмных средств на дату оценки.

Ещё одна популярная модель, модель экономической прибыли (EVA – Economic Value Added) позволяет выяснить и более наглядно показать эффективность использования капитала с сравнением с альтернативными инвестициями. С точки зрения практики, модель EVA также позволяет оценить эффективность инвестиционных решений в рамках всей компании или отдельных бизнес-единиц.

- Инвестиционные решения должны приниматься в рамках долгосрочной стратегии компании;
- Инвестиционные решения должны рассматриваться в комплексе в контексте управления стоимостью компании в целом;
- Разработка комплексной модели оценки стоимости бизнеса позволяет гармонизировать процессы выработки стратегии предприятия и принятия инвестиционных решений.