

**ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В ФИНАНСОВОМ
МЕНЕДЖМЕНТЕ АКЦИОНЕРНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ**

Комков В.Н., д.э.н., профессор,

Белорусский государственный университет

Komkov Vasil, Doctor of Economics, Professor, Belarusian State University

Володько П.Л., аспирант, Белорусский государственный университет

Volodko Pavel, Graduate student, Belarusian State University, Vol-pl89@yandex.ru

Аннотация: в статье рассматривается взаимосвязь инвестиционных и финансовых решений акционерных предприятий при оценке инвестиционных проектов. При этом менеджеры предприятий, принимая финансовые решения должны ориентироваться на максимизацию ценности предприятия для акционеров.

Ключевые слова: инвестиционные проекты, инвестиционные решения, финансовые решения, оценка инвестиций, источники финансирования, ценность предприятия.

За последние годы обоснование инвестиционных проектов с помощью распространенных в мире способов финансово-экономической оценки стало повсеместной практикой среди предприятий. Широкое распространение получили критерии оценки инвестиций принятые в странах с рыночной экономикой.

Важность правильной оценки инвестиционных проектов не вызывает сомнения. Следует отметить, что неумение инвесторов и кредитных организаций оценивать и отбирать проекты может привести к низкому уровню инвестиций в Белоруссии. Отметим, что одним из слабых мест в расчётах инвестиционных критериев является отражение условий финансирования конкретного проекта, осуществляемого предприятием. Если широко распространенные способы оценки капитальных проектов позволяют правильно (и достаточно «понятно») обосновать решение в случае финансирования проекта исключительно за счёт собственного капитала, то в случае привлечения заемных средств, применение известных методов существенно затруднено. Это обстоятельство, в частности, ограничивает возможности обоснованного использования заёмных средств, для финансирования проектов белорусских предприятий и затрудняет выбор наиболее эффективных финансовых схем.

Выделим решения, принимаемые финансовыми менеджерами акционерных предприятий:

1. инвестиционные решения;
2. финансовые решения;
3. решения о выплате дивидендов (дивидендная политика);
4. решения в сфере управление оборотным капиталом.

Особое внимание сосредотачивается на первых двух видах решениях, инвестиционные и финансовые решения большинство специалистов считает ключевыми в деятельности акционерного предприятия.

Под инвестиционным решением обычно понимается решение о выборе направлений для инвестирования, то есть о выборе реальных активов для приобретения или проектов для реализации. Сюда относятся как стратегические инвестиционные решения (каким

именно видом бизнеса будет заниматься предприятие, в какой отрасли действовать и т. п.), так: и инвестиционные решения в рамках выбранных направлений деятельности.

Финансовое решение — это решение о выборе источников денежных средств, для финансирования деятельности предприятия и, следовательно, решение о формировании структуры капитала, под которой обычно понимается соотношение между этими источниками. В частности, структура капитала (или леверидж) может трактоваться как соотношение между акционерным и заёмным капиталом предприятия.

Инвестиционные и финансовые решения принимаются на основе результатов анализа экономической эффективности проекта, других видов эффективности (социальная, экологическая и т. д.), а также других его характеристик (например, финансовая реализуемость). На практике в качестве критериев целесообразности инвестиционных и финансовых решений могут использоваться показатели эффекта, доходности, окупаемости, а также различные финансовые коэффициенты. В начале 20-го века при принятии решений о реализации инвестиционных проектов чаще всего использовались показатели окупаемости (прежде всего, срок окупаемости первоначальных инвестиций) и доходности (доходность на вложенный капитал, доходность на основные активы и т. д.). Однако эти показатели не достаточно корректно отражали сравнительную эффективность проектов.

Использование показателей доходности, таких как ROI (return on investment) — доходность инвестиций, ROE (return on equity) — доходность акционерного капитала, EPS (earnings per share) — прибыль на акцию, TSR (total shareholder return) — совокупный доход акционера и т. д., также в различной степени искажает представление об эффективности проектов. Основными признанным в настоящее время недостатком использования показателей доходности капитала: ROI, ROIC (return on invested capital) — доходность инвестированного капитала, ROCE (return on capital employed) — доходность инвестированного капитала (другой показатель), RONA (return on net assets) — доходность чистых активов, ROA (return on assets) — доходность активов, и т. д. является то, что они не гарантируют максимизации ценности акционеров. Во-первых, эти показатели не учитывают в явном виде базовое требование, чтобы доходность бизнеса была не ниже требуемой инвесторами и кредиторами доходности. Во-вторых, они являются относительными и не отражают абсолютного значения дохода акционеров. В-третьих, эти показатели не учитывают риск бизнеса. Применительно к проблеме учёта условий финансирования, особым недостатком показателя ROE и подобных ему критериев является то, они не позволяют корректно учитывать структуру капитала, поскольку увеличение левериджа само по себе увеличивает значение ROE безотносительно к росту ценности предприятия. Использование показателя «дохода на акцию» (EPS, earnings per share) осложнено тем, что его значение может увеличиться в результате дополнительных инвестиций в компанию, даже если ценность акционерного капитала не увеличивается [1].

Показатель «общей доходности акционеров» (TSR, total shareholder return) отражает доход акционеров в виде суммы изменения курса акций и дивидендов за период (для долгосрочных оценок считается, что дивиденды реинвестируются в акции). TSR является наиболее простым способом оценки созданной ценности, но он не может быть применен для оценки потенциальных проектов, так как будущий курс акций не может быть предсказан заранее.

Помимо перечисленных недостатков, эти методы имели еще один недостаток. Разработанные в первой половине 20 века, эти методы чаще всего предполагали расчёт показателей доходности на основании бухгалтерских данных. Хотя традиционные критерии (окупаемость, доходность) не исчезли из управленческой практики, они стали играть лишь вспомогательную роль.

В дальнейшем происходило развитие методов оценки инвестиций: дисконтированные оценки. Впервые метод оценки с помощью дисконтирования будущих денежных потоков (DCF, discounted cash flows) был предложен в 1938 г. Дж. Уильямсом [2]. Базовый принцип оценки инвестиций заключается в приведении будущих доходов, которые будут получены в результате этих инвестиций, в вид, сопоставимый с инвестициями в проект, и последующем сравнении этих двух величин. Приведение будущих доходов к моменту принятия решения осуществляется с помощью дисконтирования по ставке, отражающей,

в частности, степень рискованности будущих поступлений. Получаемый в результате сравнения показатель (разность между приведёнными будущими доходами и инвестициями) называется чистой текущей ценностью («приведенной ценностью», NPV — net present value) и служит одним из критериев целесообразности инвестиций.

Базовый принцип оценки инвестиций основан на принципе аддитивности ценности (value additivity). Согласно этому принципу, при допущениях об эффективности рынков капитала ценность предприятия равна суммарной текущей ценности всех ее активов (материальных и нематериальных). Принцип аддитивности позволяет оценивать каждый проект предприятия и принимать решение о его реализации отдельно от остальной деятельности предприятия, предполагая, что его вклад в ценность предприятия ограничивается его собственной текущей ценностью.

Значение показателя NPV, получаемого с помощью дисконтирования будущих потоков, описывает текущую ценность решения о реализации проекта для предприятия. Из принципа аддитивности активов следует, что при реализации проекта ценность предприятия увеличивается на величину его NPV.

Поскольку целью менеджеров (как обычно считается) является максимизация ценности предприятия для акционеров, правильной стратегией для менеджеров является финансирование всех проектов с положительным значением NPV.

В дальнейшем подход DCF к учёту ценности был расширен и лёг в основу современного направления в теории менеджмента, получившего название «управление, ориентированное на ценность». В основе управления, ориентированного на ценность, лежит идея о том, что все аспекты управления компанией должны быть подчинены единой цели, и для оценки их эффективности следует использовать схожие механизмы. Главным критерием могут быть различные показатели (в том числе, доля рынка, прибыль, портфель технологий, квалификация и лояльность персонала и т. п.), но чаще всего в современной практике в качестве такого критерия выступает максимизация ценности для акционеров (SVM, shareholder value maximisation). С помощью такого единого критерия любые управленческие решения (инвестиционные, финансовые, иные) можно оценивать исходя из того, насколько они увеличивают ценность предприятия.

Как отмечалось выше, финансовое решение — это решение о выборе источников денежных средств для финансирования деятельности предприятия. Как отмечает И. А. Никонова, любое решение о расходовании средств, «принимаемое менеджерами компании, зависит от структуры и стоимости капитала компании и требует постоянного контроля за изменением этих показателей» [3, с. 29]. Отметим, что автор ошибочно называет такие решения «финансовыми решениями», хотя в общепринятой терминологии это инвестиционные решения, а финансовые решения связаны как раз с формированием структуры капитала предприятия.

Условия финансирования — это характеристики источников финансирования деятельности предприятия, отдельного направления бизнеса или конкретного проекта. Условия финансирования включают в себя характеристики отдельных источников финансирования, такие как: тип финансового инструмента, используемого для привлечения средств; срок финансирования, график возврата средств; описание прав на доходы компании, предоставляемых каждым финансовым инструментом; стоимость финансирования по каждому источнику, наличие возможных субсидий; налоговый статус каждого финансового инструмента, возможность отнесения расходов по его обслуживанию на себестоимость. Кроме того, условия финансирования описывают структуру финансирования, то есть долю рыночной стоимости каждого источника в общей сумме финансирования.

Структура финансирования акционерного предприятия в целом называется структура капитала. Она представляет собой соотношение между источниками финансирования капитала. Для описания структуры капитала используется, прежде всего, показатель левереджи, характеризующий соотношение между акционерным и заёмным капиталом и рассчитываемый как доля заемного капитала в совокупных источниках долгосрочного финансирования предприятия. Среди факторов, определяющих влияние левереджа на ценность предприятия для ее владельцев, можно выделить следующие:

– стоимость собственного и заёмного капитала различается. Привлечение заёмного капитала обходится предприятию дешевле, что связано с меньшим риском участников долговых соглашений в сравнении с акционерами.

– если уплата процентов снижает налогооблагаемую базу, ценность предприятия увеличивается за счёт налогового прикрытия — снижения платежей по налогу на прибыль из-за отнесения расходов по обслуживанию долга на себестоимость, в противоположность дивидендам, которые выплачиваются из прибыли предприятия.

– с ростом левериджа могут возрастать агентские издержки, связанные с контролем деятельности менеджеров со стороны акционеров.

Существование значительных различий в структуре капитала ставит вопрос о том, как менеджеры предприятий принимают финансовые решения. Одно из возможных объяснений заключается в том, что финансовые решения принимаются так, чтобы максимизировать ценность предприятия. При этом менеджеры предприятия должны сосредоточить свое внимание на инвестиционных решениях, приняв финансовые условия как данность.

Таким образом, в соответствии с базовым принципом оценки инвестиций, основанном на идее аддитивности ценности, реализация каждого проекта (инвестиционное решение) с положительным значением NPV увеличивает ценность предприятия на величину чистой ценности проекта, что позволяет оценивать любой проект отдельно от остальной деятельности предприятия. В случае финансирования предприятия за счёт исключительно собственного капитала, распространенные способы оценки инвестиционных проектов позволяют правильно обосновать решение. Однако на практике предприятия используют не только собственный, но и заёмный капитал. Вопрос о влиянии финансовых решений на ценность предприятия является дискуссионным. Если согласиться, что структура капитала (определяемая финансовыми решениями) может влиять на ценность предприятия (заёмный капитал дешевле, создает налоговое прикрытия, структура капитала меняет агентские издержки), то, согласно принципам управления, ориентированного на ценность, менеджеры должны выбирать структуру капитала, максимизирующую ценность предприятия.

Список использованных источников:

1. Economics Value Added, September 25, 2000, 5Paisa.com. / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.5paisa.com/scho/ch09.html> – Дата доступа: 12.02.2016.

2. Discounted cash flow, Wikipedia: The Free Encyclopedia, редакция от 3 января 2005 г. / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://en.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow – Дата доступа: 12.02.2016.

3. Никонова, И. А. Финансирование бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 197 с.