

Максимизация стоимости компании (бизнеса) на основе управления проектами

В современных условиях перед собственниками и менеджментом компании остро стоит проблема управления её стоимостью с целью максимизации. Максимизация стоимости компании позволяет привлекать как внутренние, так и внешние источники финансирования, а также свидетельствует об эффективном управлении компанией. Статья посвящена рассмотрению особенностей определения стоимости компании (бизнеса) как совокупности проектов и изучению влияния на данную величину следующих факторов: стоимости привлекаемого капитала, критериев отбора проектов, выявление особенностей управления бизнесом с точки зрения собственника.

Ключевые слова: рыночная стоимость бизнеса, рыночная оценка величины капитала компании, финансирование проекта, эффект финансового рычага, средневзвешенная цена капитала.

In the current circumstances, the owners and management company is an acute problem of cost control to maximize. Maximizing the value of the company to bring you both own and external funding sources, as well as evidence of effective management of the company. The article deals with the peculiarities of determining the value of the company (business) as a set of projects and the study of the effect on this value the following factors: the cost of capital employed, the factors for selecting projects, to determine the characteristics of business management from the perspective of the owner.

Keywords: market value of the business, the market estimate of the capital, project financing, the effect of financial leverage, the average cost of capital.

На современном этапе проблема максимизации стоимости в экономической литературе рассматривается как важнейшая в процессе управления компанией. Это обосновывается стремлением поддержания рыночной оценки величины капитала компании. Под рыночной оценкой следует понимать величину стоимости в денежных единицах, которую можно получить при реализации компании. В целом, под рыночной стоимостью в Международных стандартах оценки понимается расчетная величина, за которую имущество переходит от одного владельца к другому на дату оценки в результате коммерческой сделкой между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения [1].

Поддержание стоимости направлено на осуществление мероприятий по получению уровня доходности, сопоставимого с величиной обесценения

стоимости денежных единиц. Таким образом, в случае соответствия уровня доходности *активов компании* величине обесценения денежных единиц, можно ожидать поддержание стоимости величины капитала на прежнем уровне. Иначе говоря, речь идет о возможности реализации бизнеса в различные периоды времени с возможностью дальнейшего приобретения активов на вырученные денежные средства без финансовых потерь (в стоимости). Данное понятие находит отражение и в понятии ликвидности. Однако в экономической литературе в основном данное понятие применимо к активам компании, а не к предприятиям (бизнесу).

Считаю, что понятие ликвидности также можно применить и к оценке бизнеса. Однако ликвидность (*способность активов превращаться в деньги быстро и легко, сохраняя фиксированную свою номинальную стоимость* – [2]) следует рассматривать не только как способность обращаться в денежные средства без существенной потери в стоимости, то есть проводится анализ данной способности в конкретный период времени, а имеет смысл изучать ликвидность бизнеса в разновременные периоды с целью недопущения падения его стоимости. Именно под этим следует понимать особенность стоимости бизнеса как совокупности направлений (проектов).

Таким образом, считаю, что к рыночной стоимости бизнеса можно применить модифицированный подход понятия ликвидности.

Показатель рыночной стоимости компании является как для продавца, покупателя, так и для иных сторон сделки по продаже компании (бизнеса) универсальной величиной, которая позволяет определять степень выгоды исходя из имеющейся информации и личных предпочтений.

Несомненно, на стоимость компании (бизнеса) оказывает влияние множество факторов. Так, в рамках широко используемых доходного, затратного и сравнительного подходов используется разнообразные данные о стоимости объектов с точки зрения аналогов, сметной стоимости (стоимость строительства или возведения), а также будущих доходов от пользования данными объектами. Кроме того, в отношении бизнеса имеется особенность: покупатель приобретает не только совокупность имущества, но также и потенциальные будущие доходы от владения данным бизнесом.

Именно эта особенность позволяет рассмотреть бизнес не только как имущество, имущественные права и обязательства, но и как совокупность проектов.

В целом, под проектом в рамках общепринятого подхода понимается дело, деятельность, мероприятие, направленное на достижение поставленных целей. Соответственно, бизнес как совокупность различных направлений деятельности также можно охарактеризовать в качестве совокупности проектов в рамках одной компании. С данной точки зрения стоимость бизнеса следует рассматривать как совокупную стоимость каждого проекта. При этом требуется учет следующих факторов:

- Взаимосвязанность (взаимозависимость) направлений (проектов);
- Синергетический эффект от их внедрения;

- Эффект масштаба.

Рассмотренные эффекты могут приводить к корректировкам полученных значений, так как эффект масштаба, взаимосвязанность могут влиять на синергетический эффект от различных вариаций рассмотренных факторов. Данные вариации масштаба и взаимозависимости напрямую зависят от целей и принятых управленческих решений собственника. Продажа бизнеса и переход прав другому владельцу могут в связи с новой выбранной стратегией оказать влияние на эффективность реализуемых проектов как позитивно, так и негативно. Позитивным моментом может оказаться переоценка эффективности и необходимости имеющихся проектов, а также переосмысление стратегии и тактики развития бизнеса.

Одной из важнейших проблем формирования набора указанных выше проектов, является вопросы их финансирования. На современном этапе использование исключительно собственных средств нерационально в связи с ограничением эффективности, выражающееся в эффекте финансового рычага. Однако, чрезмерное «увлечение» заемным капиталом также приводит к негативным последствиям. Данные последствия выражаются как в росте стоимости привлекаемого капитала, так и в крайних случаях в виде потенциального банкротства.

При принятии решения о привлечении различных источников финансирования решается вопрос о стоимости привлекаемого капитала. Часто в экономической литературе используется понятие *средневзвешенной цены капитала или WACC*, показывающей среднюю величину стоимости каждой единицы привлекаемого капитала, выражающейся в процентах от величины капитала.

Стремление компании снизить данную величину очевидно: рост стоимости капитала приводит к снижению стоимости бизнеса. Данному постулату находится несколько объяснений.

Первое обоснование аргументирует это простым ростом затрат на привлечение капитала и, как следствие, ростом издержек, что приводит к корректировкам стоимости бизнеса в целом.

В рамках второго аргумента упор делается на понятие стоимости капитала как базиса для использования ставки дисконтирования в рамках доходного подхода. При этом с ростом ставки дисконтирования стоимость будущих доходов относительно текущего момента снижается, т.е. величина дисконтированных денежных потоков снижается. В целом, это приводит к снижению результата в рамках доходного подхода, что снижает величину стоимости бизнеса. Важно отметить, что стоимость бизнеса базируется, прежде всего, на доходном подходе, поскольку в большинстве случаев бизнес приобретает как источник будущих доходов.

Таким образом, использование различных источников финансирования бизнеса в целом и отдельных проектов в частности напрямую оказывает влияние на величину стоимости всего бизнеса.

Величина привлекаемого капитала зависит суммы инвестиций, требуемых в рамках отобранных компанией направлений (проектов).

Следовательно, на величину привлекаемых инвестиций влияет механизм отбора проектов (направлений) в рамках компании, поскольку от набора критериев и их соответствия зависит и объем привлекаемых ресурсов.

Существуют 2 основных подхода к определению эффективности проекта.

Первая группа базируется на концепции временной стоимости денег, в рамках которой стоимость денег в разновременные периоды неодинакова. Это вызвано необходимостью сравнивать доходность проекта с альтернативной доходностью с целью их сопоставления и отбора наиболее эффективного. В соответствии с *общепринятым правилом* в случае превышения доходности проекта над альтернативной величиной проект принимается. В обратном случае проект не принимается.

Вторая группа показателей не рассматривает отличия в стоимости денег в разные периоды времени.

В настоящее время в рамках инвестиционного анализа преобладает первый подход. Это объясняется его несомненным достоинством: с помощью ставки дисконтирования задается необходимая величина доходности и проверяется ее соответствие необходимой величине.

Основными критериями, использующими ставку дисконтирования, являются:

- Чистая текущая стоимость доходов – NPV.
- Внутренняя норма доходности – IRR.
- Индекс доходности – PJ.
- Дисконтированный период окупаемости – DPBP.

В рамках исследования рассмотрим влияние цены капитала на показатель NPV. Показатель NPV представляет собой разницу между всеми денежными притоками и оттоками, приведенными к текущему моменту времени. С учетом временной стоимости денег и учета факторов риска NPV можно интерпретировать как прирост величины собственного капитала, поскольку данный показатель свидетельствует о превышении дисконтированной величины доходов над инвестициями, с учетом альтернативной доходности, выраженной в ставке дисконтирования.

Предприятие стремится максимизировать показатель NPV по проекту либо направлению. Данное стремление применяется и ко всей группе проектов в рамках бизнеса.

В отношении предприятия собственник зачастую не рассматривает вышеперечисленные показатели эффективности в качестве приоритетных.

Основной задачей в данном случае при управлении предприятием (бизнесом) является поддержание ликвидности предприятия с целью недопущения просроченной задолженности по платежам. Наличие задолженности не является негативным моментом в деятельности предприятия, поскольку предприятие стремится иметь некую экономически обоснованную величину,

которая является, по сути, условно бесплатным источником финансирования. Сложность управления заключается, с одной стороны, в недопущении фактов просрочки, потенциально ведущей к банкротству, а с другой – в соотношении кредиторской и дебиторской задолженности.

Особенность соотношения данных задолженностей заключается не только в разрезе по суммам, но и, что гораздо важнее, по срокам оплаты и получения денежных средств.

В основе подобного управления лежит планирование денежных потоков. Под денежным потоком обычно понимают разницу между поступлениями и оттоками денежных средств по следующим видам деятельности:

- операционной деятельности;
- инвестиционной деятельности;
- финансовой деятельности.

Как правило, предприятие пользуется инструментами бюджетирования с целью планирования денежных средств.

К подобным инструментам можно отнести следующие бюджеты:

- Доходов и расходов
- Движения денежных средств

Бюджет доходов и расходов отражает основную (операционную) деятельность: денежные поступления и выплаты, связанные со сбытом, производством, расчетами по налогам.

Бюджет движения денежных средств отражает фактическое движение денежных средств по всем видам деятельности. Именно данный бюджет показывает наличие либо отсутствие денежных средств на конец каждого периода.

Планирование остатка денежных средств позволяет определять необходимость дополнительного кредитования в случае дефицита средств либо возможность извлечения прибыли от использования временно свободных ресурсов.

Общепринятым правилом является необходимость наличия положительного остатка денежных средств.

Однако в рамках производственной деятельности остаток денежных средств необходим на уровне, обеспечивающем финансирование оборотного капитала. Речь идет, прежде всего, о финансировании тех статей, без которых невозможен производственный процесс: приобретение сырья и материалов, оплата электроэнергии, заработная плата и т.п.

Это накладывает необходимость поддерживать остаток на уровне, сопоставимом с величиной финансирования данных статей.

Это означает, что необходимо отходить от правила неотрицательного значения остатка денежных средств на конец периода, а использовать анализ хозяйственной деятельности с целью определения минимально допустимого уровня денежных средств. Альтернативой данного подхода можно считать

формирование запасов материальных ресурсов в рамках политики управления запасами, а также финансовых ресурсов в виде организации процесса краткосрочного кредитования. Примером подобного кредитования может быть использование овердрафтных кредитов, позволяющих «закрывать» дефицит за счет финансирования в размерах заранее сформированных лимитов.

Тем не менее, наличие положительного денежного потока по проекту для инвесторов не является достаточным условием для приобретения бизнеса. В данном случае уже используются рассмотренные выше показатели эффективности.

Основными требованиями к признанию эффективности проекта являются:

- Неотрицательное значение NPV;
- Превышение IRR над ставкой дисконтирования;
- Превышение PI величины 1;
- Превышение расчетного срока реализации проекта над величиной DPBR.

Бизнес можно рассматривать как совокупность проектов, направленных на достижение поставленных целей: получение прибыли, выживание, рост и проч. Соответственно, целесообразно применять к каждому направлению требования по эффективности. Это обосновывается с позиции кумулятивного эффекта: «стоимость бизнеса как сумма стоимостей отдельных его частей».

В таком случае, величина NPV всего бизнеса будет равна сумме значений NPV каждого направления. Исходя из данного соотношения, любой проект с отрицательным значением NPV должен отклоняться. Данное утверждение верно для большинства проектов и справедливо при условии возможности альтернативных вложений капитала и не должно распространяться на направления (проекты), имеющие обязательный характер. К подобным проектам можно отнести разнообразные мероприятия по экологической безопасности, обязательные по своей сути, поскольку их невыполнение повлечет «заморозку» основного проекта.

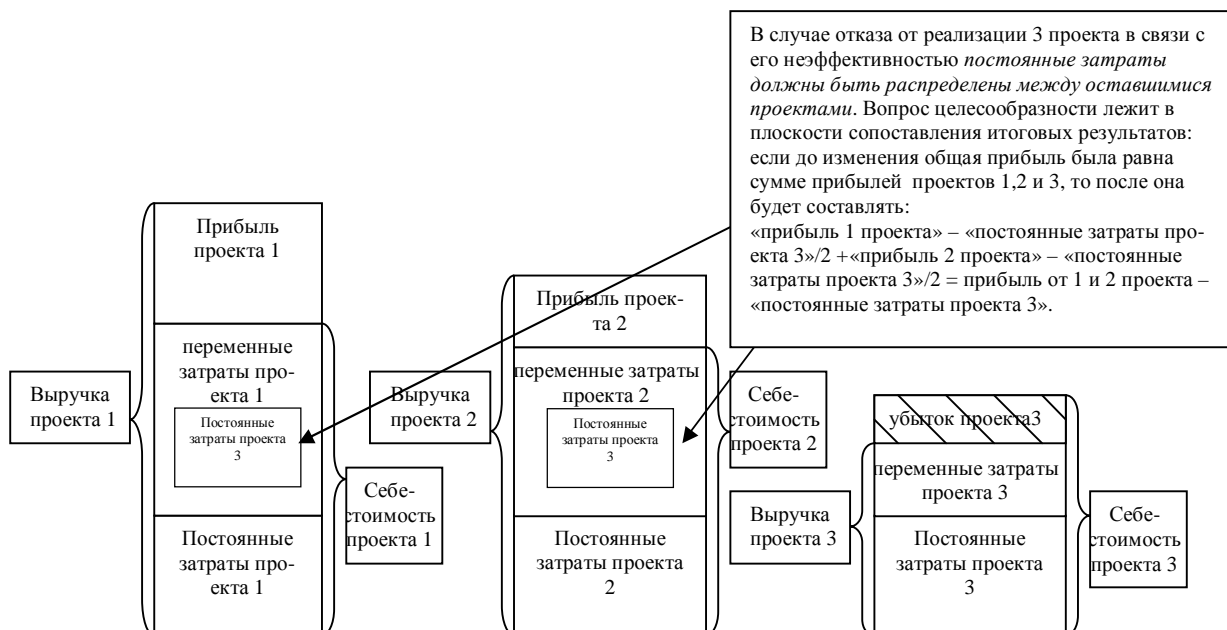
Показатель NPV в данном случае взят в качестве примерного, поскольку речь идет не об отборе проектов в портфель предприятия (бизнеса), а об их соответствии заданным условиям эффективности (путем определения ставки дисконтирования).

Особенность представленных выше показателей заключается в их взаимосвязанности: несоответствие критериям эффективности одного из них приводит к аналогичному результату у других.

Однако с помощью управления проектами можно достигать и более эффективные результаты. Это базируется на разбивке затрат на постоянные и переменные. Так, в обычной практике в случае отрицательного значения NPV проект отклоняется. Однако в рамках отдельного бизнеса в случае равномерного распределения постоянных затрат между направлениями даже отрицательное значение NPV одного из направлений может приводить к повышению показателей эффективности остальных, а итоговое значение NPV

всего бизнеса в случае реализации такого проекта может быть выше, чем при отказе от него.

Графически это представлено на рис. ниже:



В первом приближении данная зависимость построена на сопоставлении величины постоянных издержек 3-го проекта и убытков по нему: если постоянные издержки превышают величину убытка, то следует отказаться от реализации 3-го проекта и наоборот. Однако следует учитывать и ряд иных факторов:

- Эффект налогов
- Поддержание квалификации кадров
- Прочие индивидуальные преимущества от реализации 3 проекта.

Представленная на рисунке зависимость отражает прибыль предприятия, но не денежные потоки, имеющие иную природу по сравнению с прибылью.

Тем не менее, считаю заслуживающим внимания рассмотрение возможности отходить от общепринятых подходов к рассмотрению эффективности проектов в рамках предприятия (бизнеса).

Таким образом, в рамках изложения материала была выдвинута гипотеза о необходимости использования в рамках процесса управления предприятием (бизнесом) понятия ликвидность бизнеса как целевой функции при управлении бизнесом как совокупности проектов. При этом использование различных источников финансирования бизнеса оказывает влияние на величину стоимости бизнеса. Отбор проектов в рамках предприятия в свою очередь влияет на величину объемов финансирования. Общепринятые критерии отбора в отношении отдельных проектов могут быть неэффективными в случае анализа их совокупности в рамках предприятия (бизнеса). В данном случае следует рассматривать эффект влияния подобных «неэффективных» на инве-

стиционную привлекательность «эффективных» в общепринятой трактовке проектов.

Вопросы о механизме управления бизнеса с позиции его ликвидности, а также выработке критериев и правил отбора проектов выходят за рамки данной статьи.

Список литературы

1. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2005. - 736 с.: ил., с. 27.
2. http://www.glossary.ru/cgi-bin/gl_sch2.cgi?RLoqioktuxy;