

## Инвестиционная активность компании как фактор повышения ее стоимости

© 2009 М.В. Кудина

кандидат экономических наук, доцент

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

В статье обосновано, что управление инвестиционной активностью компании является неотъемлемым элементом стратегического управления компанией, ориентированного на создание и рост ее фундаментальной стоимости.

*Ключевые слова:* конкурентоспособность, инвестиционная стоимость, рабочий капитал, капиталобразующие инвестиции, финансовые инвестиции, инвестиционный портфель, спред рентабельности.

При разработке инвестиционных решений необходимо учитывать, прежде всего, следующие факторы: доходность инвестиций, степень их влияния на фундаментальную стоимость компании и временной горизонт. Инвестиционная активность выступает в качестве важнейшего фактора не только формирования, но и роста стоимости компании, причем речь идет и о рыночной стоимости, и, что особенно важно, о ее фундаментальной стоимости. Если в первом случае рассматриваются ценообразующие факторы рыночной оценки инвестиционной привлекательности компании, то во втором - стоимостные факторы оценки ее собственной инвестиционной активности.

Безусловно, данные уровни факторов тесно связаны между собой, поскольку, с одной стороны, изменение внутренней стоимости компании рано или поздно находит отражение в ее рыночной оценке другими субъектами рыночных отношений, с другой - именно рыночная активность других субъектов определяет доступность и цену источников финансирования компании.

Под инвестиционной активностью компании следует понимать совокупность взаимосвязанных действий, направленных на формирование и укрепление конкурентного потенциала компании, закрепление ее конкурентных позиций и повышение ее конкурентоспособности, на создание и рост фундаментальной стоимости компании, т.е. являющихся стоимостью образующими факторами.

Важно отметить, что на рыночную оценку компаний существенное влияние оказывают и другие факторы, такие как, например, состояние финансового рынка, распространение и асимметричность информации, общая макроэкономическая ситуация, инвестиционный климат и др. Эти факторы можно назвать ценообразующими.

Очевидно, что при анализе инвестиционной активности компании речь идет об инвестици-

онных решениях, принимаемых самой фирмой, в то время как при исследовании ее инвестиционной привлекательности анализируются инвестиционные решения, принимаемые другими субъектами, а сама компания выступает в качестве объекта вложения внешних источников финансирования. Несмотря на то, что речь идет о разных субъектах, принимающих инвестиционные решения, они основываются на общих принципах инвестирования, которые могут быть сформулированы следующим образом:

1. Принимаются к рассмотрению только такие инвестиционные проекты, которые направлены на создание добавленной стоимости, т.е. доходность от вложения в которые выше, чем затраты на привлечение необходимых ресурсов.

2. Поскольку компания представляет собой инвестиционное благо, призванное создавать стоимость, постольку любое решение, связанное с ее деятельностью, рассматривается как инвестиционное решение, эффективность которого должна измеряться степенью воздействия на ее фундаментальную стоимость. В этом смысле все инвестиционные действия могут рассматриваться как создающие и добавляющие стоимость, поддерживающие ее на прежнем уровне или разрушающие ее.

3. Оценка инвестиционной стоимости компании должна осуществляться не только для потенциального инвестора в качестве обоснования ее рыночной цены, но и для самой компании в качестве основы оценки ее фундаментальной стоимости. С этой точки зрения инвестиционная стоимость компании должна быть в большей степени основана на внутреннем анализе, цель которого - выявление ее внутреннего потенциала для создания стоимости и увеличения фундаментальной стоимости компании.

В данном смысле логичным представляется разделение понятия инвестиционной стоимости

на две следующие категории: “инвестиционная стоимость компании (как инвестиционное благо для потенциального инвестора) и “внутренняя инвестиционная стоимость компании” (как характеристика ее инвестиционного потенциала и инвестиционной активности). При таком подходе становится очевидным, что инвестиционная активность является главным движущим фактором роста стоимости. Если рассматривать конкурентоспособность компании в качестве основного фактора создания ее фундаментальной стоимости, то инвестиции, осуществленные компанией в прошлом, должны рассматриваться как фактор создания стоимости, а операционные и инвестиционные решения, осуществляемые компанией в настоящий момент, - как основа для поддержания и усиления конкурентоспособности компании в перспективе. Тогда настоящие и будущие инвестиционные решения могут выступать в качестве фактора роста фундаментальной стоимости компании.

Понятие фундаментальной стоимости компании является более широким, поскольку, кроме оценки внутренней инвестиционной стоимости, включает еще и ожидаемый эффект от запланированных инвестиционных решений, оценку реальных опционов, а также финансовые решения компании, определяющие стратегию финансирования и дивидендную политику.

Одним из отличий инвестиционного проекта от компании как инвестиционного блага является его ограниченность во времени, что означает, что его разработка, реализация и оценка ожидаемых выгод определяются конкретным временным горизонтом, в то время как компания рассматривается в качестве инвестиционного блага, период функционирования которого принимается как бесконечный. В этом смысле фундаментальная стоимость компании складывается из суммы трех компонентов:

1) ранее инвестированного в компанию капитала;

2) прогнозируемой приведенной добавленной экономической стоимости по инвестиционным решениям, уже принятым к настоящему моменту времени;

3) приведенной добавленной экономической стоимости по будущим инвестиционным решениям, включающей оценку реальных опционов.

Инвестиционная деятельность компании представляет собой совокупность процессов принятия и реализации инвестиционных решений для достижения устойчивого положения компании на рынке, сохранения и увеличения ее конкурентного потенциала, повышения ее конкурентоспособности. В условиях рыночной экономи-

ки главная цель осуществляемых инвестиционных решений компании заключается в сохранении и наращивании конкурентных преимуществ, позволяющих компании устойчиво функционировать на рынке.

Под инвестициями (*investments*) в широком смысле понимается вся совокупность активов компании, и оборотных и внеоборотных, вложения в которые осуществляются для выполнения компанией основной функции создания стоимости в процессе производства и реализации благ с целью получения определенных выгод.

Управление оборотными активами и рабочим капиталом связано с основной деятельностью компании, направленной на сохранение и поддержание ее конкурентных преимуществ. Однако если говорить о создании и закреплении конкурентных преимуществ компании, то необходимо рассматривать этот вопрос в контексте стратегии развития компании, формирования долгосрочной материальной базы для производства и реализации продукции в будущем.

Под инвестициями, в узком смысле, понимаются денежные средства, вкладываемые фирмой в такие внеоборотные активы, как основной капитал (капиталообразующие активы), финансовые активы, нематериальные активы предприятия. Проблемы недоинвестирования, так же как и последствия переинвестирования, могут нанести существенный разрушительный удар по стоимости компании. Переинвестирование, или чрезмерная инвестиционная активность, обычно связано с непродуманным, неэффективным размещением финансовых ресурсов, распылением инвестиционного портфеля, так называемым амбициозным инвестированием. Причиной такой ситуации может быть неграмотное формирование диверсифицированного инвестиционного портфеля. Другой причиной может являться несбалансированное формирование инвестиционного портфеля, при котором большая часть ресурсов была направлена на покупку или реконструкцию производственных мощностей, оказавшихся не загруженными из-за нехватки или недоступности оборотных активов, в том числе человеческого капитала. В этом случае компания ощущает недостаток финансовых ресурсов и вынуждена привлекать дополнительные источники финансирования даже на не очень выгодных для себя условиях, например под более высокие проценты или требуемую норму доходности.

Недоинвестирование означает, что компания привлекла в значительном объеме финансовые ресурсы, для которых нет или не оказалось альтернативных вариантов размещения, а значит, они не могут выполнять свою функцию финан-

сирования процесса создания стоимости. Проблема капиталообразующего инвестирования связана с расширением деятельности компании. Ограничением для такого роста инвестиций являются темпы сбалансированного (органического, устойчивого) роста компании, опережение которого приводит к уменьшающейся отдаче от инвестиций и даже разрушению стоимости компании. В случае недоинвестирования компания будет иметь избыток незадействованных финансовых ресурсов, которые могут направляться на инвестирование в финансовые активы.

Основными целями инвестиций в финансовые активы являются: образование стратегических альянсов, в том числе холдингов и финансово-промышленных групп; слияние и присоединение фирм; использование сложных финансовых инструментов в операциях с основным капиталом, таких как, например, финансовый и возвратный лизинг. Несмотря на то, что такие инвестиции носят название финансовых, они направлены на получение доходов и (или) иных выгод в будущем от неорганического роста компании, т.е. внешнего роста, в отличие от органического роста за счет внутренних источников, с целью увеличения ее стоимости. Существенное замечание заключается в том, что финансовые инвестиции оказывают значительное влияние на рыночную стоимость компании, тогда как на фундаментальную стоимость влияют именно реальные инвестиции.

Таким образом, разработка инвестиционной программы и формирование сбалансированного инвестиционного портфеля являются фактором и создания, и роста фундаментальной стоимости компании. Управление финансовыми активами, безусловно, оказывает влияние на стоимость компании, поскольку, во-первых, финансовые инвестиции могут рассматриваться как альтернативный вариант размещения временно свободных финансовых ресурсов, во-вторых, уровень риска портфеля ценных бумаг компании влияет на уровень риска самой компании и, соответственно, на требуемую норму доходности ее инвесторов. К сожалению, сегодня доходность финансовых инвестиций часто оказывается выше, чем доходность реальных капиталовложений. Это приводит к тому, что компании, которые были созданы для производства и реализации продукции, основную часть доходов и денежных потоков генерируют в процессе финансовой деятельности, тогда как основная функция финансовой деятельности, в отличие от операционной и инвестиционной деятельности, заключается в привлечении финансовых ресурсов и балансировке доходов и денежных потоков компании. Важно

также отметить, что для растущей компании характерен отрицательный денежный поток от инвестиционной деятельности в настоящий период, поскольку основной функцией инвестиционной деятельности является обеспечение компании производственной базой для производства и реализации продукции в будущем.

Инвестиционная программа компании представляет собой совокупность ее инвестиционных проектов на определенный период времени. Таким образом, инвестиционная деятельность компании связана с формированием и поддержанием инвестиционного портфеля, включающего стратегические и текущие направления деятельности, создающего реальные, финансовые и нематериальные проекты. Можно выделить три уровня создания фундаментальной стоимости в процессе принятия и реализации инвестиционного решения:

- первый уровень связан с влиянием оперативных факторов на базе уже созданной инвестиционной базы, которые характеризуют деловую активность компании;
- второй уровень может быть представлен стратегическими факторами на базе разработанной стратегии развития компании, которые характеризуют ее инвестиционную активность;
- третий уровень связан с действием финансовых факторов на базе разработанной и осуществляемой политики финансирования деятельности компании, которая отражает инвестиционную привлекательность компании для существующих и потенциальных инвесторов. Главным критерием принятия инвестиционных решений на этом уровне выступает спрэд эффективности как разность между доходностью инвестиционных проектов компании и стоимостью всего привлеченного капитала.

Оптимальный уровень оборотных средств и рабочего капитала (как часть оборотных активов, финансируемая за счет долгосрочных источников) позволяет максимизировать прибыль при приемлемом уровне ликвидности и коммерческого риска. Риски управления оборотными активами можно разделить на две группы: риски, связанные с недостатком оборотных активов, и риски, обусловленные избытком оборотных средств. Оборотные активы предприятия должны быть минимальны, но достаточны для бесперебойной работы. Таким образом, управление рабочим капиталом представляет собой непрерывный процесс, при котором каждая компания стремится как можно больше, но без вреда для своей деятельности, сократить период обращения денежных средств, т.е. финансовый цикл, поскольку это ведет к увеличению прибы-

ли и уменьшает потребность в привлечении внешних источников финансирования.

Планирование капитальных инвестиций включает в себя пять основных этапов:

1) вычисление ожидаемых денежных поступлений от данного проекта;

2) вычисление степени риска получения планируемых денежных средств;

3) выбор коэффициента дисконтирования, называемого стоимостью привлеченного капитала;

4) расчет инвестиционной стоимости активов фирмы;

5) сравнение стоимости активов с ценой проекта: если текущая стоимость активов превышает цену проекта, то проект принимается к дальнейшему рассмотрению.

Если компания создает благоприятные возможности и принимает правильные инвестиционные решения, т. е. текущая стоимость проектов больше затрат, связанных с их разработкой и реализацией, то и стоимость фирмы в конечном счете возрастет, поэтому всякое инвестиционное решение требует серьезного обоснования его эффективности. Обычно используется несколько методов оценки эффективности инвестиционных проектов, среди которых одни основаны на методе дисконтирования денежных потоков (чистая приведенная стоимость проекта, индекс рентабельности инвестиций, норма окупаемости инвестиций), а другие - на недисконтированных потоках (срок окупаемости инвестиций, коэффициент эффективности инвестиций).

Основные принципы формирования инвестиционного портфеля и управления инвестиционным капиталом компании должны быть направлены на формирование и рост ее фундаментальной стоимости за счет повышения инвестиционной активности, исходя из возможностей, предоставляемых внешней средой, и ограничений, связанных с потенциальными темпами сбалансированного роста. Эти принципы могут быть представлены следующими направлениями деятельности:

- осуществление первоначальных инвестиций только в те сферы, где компания сможет создать и закрепить свои конкурентные преимущества (например, на основе специфических активов);

- формирование структуры активов компании (соотношение краткосрочных и долгосрочных инвестиций) исходя из специфики реального бизнеса, в котором функционирует компания, для обеспечения непрерывности и бесперебойности ее деятельности для повышения ее конкурентоспособности;

- осуществление поддерживающих инвестиций должно быть встроено в определение ожидаемой нормы доходности по всем инвестициям, поскольку недооценка значения таких инвестиций может существенным образом отразиться на эффективности всех остальных капиталовложений;

- рассмотрение только таких проектов, доходность по которым выше цены источников финансирования, за исключением обязательных инвестиций;

- выявление новых сфер приложения капитала для раскрытия внутреннего конкурентного потенциала компании и диверсификации риска инвестирования, что проявляется в инвестиционной и инновационной активности предприятия;

- рассмотрение только таких инновационных решений, эффективность реализации которых обеспечит прирост фундаментальной стоимости компании в долгосрочной перспективе, с учетом фактора риска и возможностей сбалансированного роста компании.

Из теории инвестиционного портфеля известно, что суммарный инвестиционный риск проектов может быть снижен за счет объединения их в портфель. Поэтому чаще всего инвестор работает не с отдельным проектом, а с неким набором, называемым инвестиционным портфелем (*investment portfolio*), как совокупностью ценных бумаг и вложений в инвестиционные проекты, осуществляемых инвестором в ходе активных операций по направлению капитала в прибыльные объекты с целью получения дохода. Инвестиционный портфель считается эффективным, если он обеспечивает максимально возможный доход при заданном уровне риска или минимальный риск при заданном доходе. Обычно это достигается объединением в портфель взаимосвязанных инвестиционных вложений. Согласно теории инвестиционного портфеля Марковица, увеличение числа включаемых в дифференцированный портфель проектов, как правило, приводит к снижению общего риска данного портфеля.

Несмотря на детальную проработку проблем оценки эффективности инвестиционных решений, ни один из представленных количественных методов не дает и не может дать точной оценки результатов инвестиционных решений. Поэтому на завершающем этапе инвестиционного проектирования проводится качественный анализ текущей и будущей инвестиционной активности фирмы, который позволяет определить ее соответствие основной цели и стратегии, ориентированной на создание и рост фундаментальной стоимости компании.