

Уровень 2

12.2. Концепция устойчивого роста и финансовые стратегии

12.2.1. Формула Роберта Хиггинса и оценка оптимальных темпов роста

Концепция устойчивого роста по праву принадлежит одному из ведущих специалистов в области финансового стратегического анализа и управленческих финансов Р. Хиггинсу, который в своей знаменитой книге «Финансовый анализ для финансового менеджмента»¹ 1992 года издания посвятил целый раздел концепции устойчивого роста и проблемам его финансирования. Последуем вслед за его рассуждениями и назовем наш путь «От темпов устойчивого роста к концепции устойчивого развития».

Инвестиции в ускоренное развитие. Развитие и рост — это особые проблемы, которые требуют специальных механизмов финансового менеджмента. Менеджеры в основном стремятся к ускорению темпов роста. И это вполне понятно: чем выше темпы роста, тем больше доля рынка, тем выше и больше прибыль. Однако с точки зрения финансового менеджмента данный вывод легко опровергнуть. Дело в том, что высокие темпы роста нуждаются в больших инвестициях. Чаще всего их не хватает, по крайней мере, спрос превышает их предложение. Менеджеры берут кредиты, увеличивая тем самым финансовые, кредитные риски, а может, и риски банкротства.

Однако когда компания развивается низкими темпами, финансисты тоже нервничают. Если менеджеры медленно развивающейся или стагнирующей компании не могут вовремя принять необходимые финансовые решения, они подвергают компанию риску поглощений.

Концепция устойчивого роста:

- развитие требует специального механизма финансового управления;
- высокие темпы роста предполагают высокий риск банкротства;
- низкие темпы роста влекут за собой риск поглощения;

Оптимальные темпы роста — это устойчивые темпы роста

¹ Higgins Robert C. Analysis for Financial Management, McGraw-Hill Companies; 3 Sub Edition, 1992; Хиггинс Роберт С. Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений / Пер. с англ. М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2007.

Первое упоминание этой концепции состоялось на 15 лет раньше, в 1977 г. в статье: How much growth can a firm afford? Higgins R. C., Financial Management 6 (3), 1977.

Концепция устойчивого роста получила развитие в статье М. А. Лимитовского «Устойчивый рост компании и эффекты левериджа» (Российский журнал менеджмента 2 (8), 2010).

Формирование специального механизма управления устойчивым развитием начинается с расчета оптимальных, или устойчивых темпов роста. После этого рассматриваются варианты финансовых решений для двух противоположных ситуаций. Первая из них связана с тем, что общие стратегические цели компании требуют ускоренного развития, при этом ускоренное развитие в модели *SGR* означает лишь одно: темпы роста превышают устойчивые темпы роста. Вторая ситуация альтернативна первой, когда совокупность факторов вынуждает менеджеров принимать решения о замедленном развитии. При этом замедленное развитие при наличии модели *SGR* приобретает четкие очертания: в этом случае темпы роста оказываются ниже устойчивых темпов развития.

Вслед за Р. Хиггинсом формализуем взаимосвязь финансовых ресурсов компании и скорость ее развития, воспользовавшись формулой устойчивого роста. Попробуем составить простое уравнение, основанное на ряде предположений:

- 1) компания безусловно развивается, т.е. ее темпы роста больше 0;
- 2) менеджеры ничего не хотят менять в своей финансовой политике, что означает:
 - структура капитала остается неизменной (т.е. брать займы можно, но лишь в рамках установленных пропорций и заданного уровня финансового левериджа);
 - эмиссия акций либо невозможна либо нежелательна;
 - политика в области дивидендов стабильна, т.е. норма выплаты дивидендов зафиксирована и не меняется.

Мы обязательно вернемся к этим предположениям позднее и оценим их реалистичность. Сейчас же признаем, что все они достаточно типичны и свойственны политике большинства компаний с одной лишь оговоркой: темпы роста компании при этих условиях устойчивы и не требуют радикальных финансовых решений.

Концепция устойчивого роста или минимизация рисков. Трудности в финансировании возникают, лишь когда компания слишком быстро или слишком медленно развивается. В рамках концепции устойчивого роста теперь понятно: слишком быстро — значит двигаться со скоростью выше устойчивых темпов роста, слишком медленно — со скоростью ниже устойчивых темпов роста. Более того, мы подошли к фундаментальному пониманию концепции устойчивого развития. Устойчивые темпы роста определяют скорость развития, которое может финансироваться в рамках *устойчивой финансовой политики*, т.е. либо за счет нераспределенной прибыли (норма накопления неизменна), либо за счет займов (структура капитала также неизменна), что означает лишь одно: увеличивать заимствования можно лишь пропорционально росту собственного капитала.

Рассуждения о скорости развития — это, по сути, разговор о темпах роста объема продаж. Для роста продаж необходимо увеличение активов компании. В соответствии с концепцией устойчивого роста и структурой аналитического баланса это увеличение может покрываться лишь

за счет роста нераспределенной прибыли и пропорционального приращения заемных обязательств. Таким образом, под устойчивыми темпами роста компании (темпы роста ее продаж) подразумеваются темпы роста ее собственного капитала, источником которого служит нераспределенная прибыль.

$$g^* = \frac{\text{Изменения в собственном капитале}}{\text{Собственный капитал на начало периода}} = \frac{\Delta E}{E^*}, \quad (12.34)$$

где g^* — темпы устойчивого роста.

Формирование формулы PRAT. Изменения в собственном капитале при сделанных допущениях есть приращение за год нераспределенной прибыли:

$$\Delta E = R \times \text{Чистая прибыль}. \quad (12.35)$$

Если R — норма накопления, т.е. процент, с помощью которого определяется часть чистой прибыли, направляемая на развитие, перераспределенная прибыль составляет величину, равную $R \times$ Чистая прибыль:

$$g^* = \frac{R \times \text{Чистая прибыль}}{E^*}, \quad (12.36)$$

где E^* — собственный капитал на начало периода.

Если вспомнить, что чистая прибыль на единицу собственного капитала есть не что иное, как его доходность, т.е. ROE , а ROE , в свою очередь, — произведение нормы прибыли (P), оборачиваемости активов (A) и финансового левериджа (T), т.е.

$$ROE = P \times A \times T, \quad (12.37)$$

то окончательный вид формулы будет такой:

$$g^* = P \times R \times A \times T, \quad (12.38)$$

где T — активы, соотношенные с собственным капиталом на начало периода (финансовый леверидж).

Итак,

$$g = P \times R \times A \times T,$$

где P — норма прибыли; R — норма накопления;
 A — оборачиваемость активов; T — финансовый леверидж

Параметры операционной и финансовой политики. Изучение этой формулы дает основания для серьезных наблюдений и выводов.

Во-первых, устойчивые темпы роста есть произведение четырех параметров: нормы прибыли (P); оборачиваемости активов (A); нормы накопления (R); финансового левериджа (T).

Два параметра — норма прибыли и оборачиваемость — представляют собой суммарные результаты операционной деятельности. В них концентрированно проявляется операционная политика или операционные стратегии компании. В то же время два других параметра — норма накопления и финансовый леверидж — концентрированно отражают финансовую политику компании, т.е. ее финансовые стратегии.

Финансовые стратегии делятся на два класса. Первый класс этих финансовых стратегий объединяется под эгидой распределения прибыли и неразрывно связан с дивидендной политикой и политикой капитализации прибыли, т.е. с определением нормы накопления. Второй класс финансовых стратегий определяется соотношением собственного и заемного капитала и неразрывно связан с политикой структуры капитала.

Операционные стратегии в завуалированной форме несут в себе финансовые решения или решения о неявных скрытых формах финансирования.

Во-вторых, темпы роста стабильны, если стабильны все четыре параметра одновременно: норма прибыли, оборачиваемость активов, норма накопления, финансовый леверидж.

Из этих двух внешне простых наблюдений следуют весьма серьезные выводы. Первый заключается в следующем: если менеджеры хотят ускорить свое развитие, т.е. реальные темпы роста должны превысить темпы устойчивого роста, должен измениться хотя бы один из четырех параметров: норма прибыли, оборачиваемость активов, норма накопления, финансовый леверидж.

Второй вывод является следствием первого. Если в ходе финансового анализа и диагностики реальные темпы роста оказываются выше устойчивых, любая компания обязана либо улучшить свою операционную деятельность (т.е. увеличить норму прибыли, ускорить оборачиваемость активов), либо изменить свою финансовую политику (т.е. увеличить норму накопления или повысить финансовый леверидж).

Если в финансовом менеджменте не контролировать скорость развития, темпы роста могут оказаться чрезмерно высокими. Ведь далеко не всегда можно увеличить норму прибыли, скорость оборота активов, тем более трудно сколь-нибудь радикально изменить финансовую политику. Именно при этих обстоятельствах и возникает проблема чрезмерного роста, обременительного для компании. И чрезмерность, и обременительность возникают при сопоставлении скорости развития с финансовыми возможностями компании. В случае серьезных стратегических замыслов от менеджеров требуются основательные усилия

для приведения в соответствие этих замыслов с финансовой политикой, или, наоборот, разработки финансовой политики, соответствующей стратегическим устремлениям.

Стратегический рост и его финансовое обеспечение. К сожалению, очень многие компании стремятся к ускоренному развитию, забывая при этом о возможных финансовых проблемах. Чаще всего они просто не осознают столь тесную зависимость между стратегическим ростом и его финансовым обеспечением. В результате менеджеры, стремясь к высокому росту, попадают в порочный круг вечного дефицита денег. Ведь быстрый рост очень остро нуждается в масштабном финансировании. И все, что компания зарабатывает в виде доходов, она вынуждена инвестировать в собственное развитие. Менеджерам кажется, что вопрос можно решить за счет привлечения займов, но рано или поздно при достигнутом уровне нормы прибыли они достигнут критической отметки финансового левериджа, и кредитоспособность резко падает. Самый драматичный исход при такой политике — банкротство. Безусловно, это крайний, маргинальный случай, но он постоянно угрожает тем, кто любит рисковать. Можно ли исправить ситуацию? Можно. Для этого необходимо научиться разрабатывать финансовые стратегии, умело управляя в итоге собственным развитием. И помогает в этом концепция устойчивого роста. Она предоставляет возможность вплотную изучить генезис финансовых стратегий, обозначить их возможный перечень и тем самым предопределить обоснованный выбор финансовой политики.

Ускоренный рост и правила поведения. Нам предстоит дать полный и основательный ответ на вопрос: что делать менеджерам компании, когда общие стратегические и маркетинговые цели развития диктуют темпы роста, превышающие устойчивые?

Первое. Рассчитать темпы устойчивого роста.

Второе. Определить реальные темпы роста и зафиксировать стратегический разрыв между стратегическими и устойчивыми темпами развития.

Третье. Сформировать финансовые решения и выработать финансовую политику.

Четвертое. Рассмотреть возможный перечень финансовых и операционных стратегий, выбрать лучшую и принять оптимальное финансовое или операционное решение.

Однако, прежде чем приступить к финансовым решениям, очень важно определить, насколько длительным окажется разрыв в реальных и устойчивых темпах роста. Если приращение темпов роста займет непродолжительное время, и очень скоро компания попадет

в стадию насыщения, проблема решается просто. На этот короткий промежуток времени компании лучше всего взять займы. Попав в стадию насыщения и получив «избыток» денег, превышающий инвестиционные потребности, компания сможет вернуть долги.

Если разрыв между реальными и устойчивыми темпами роста окажется долговременным, необходимо рассмотреть набор возможных решений, постараться выбрать наилучший и выработать финансовую стратегию.

Меморандум устойчивого развития

Анализ темпов устойчивого роста — это анализ темпов роста продаж в условиях неизменной финансовой политики компании.

Неизменность финансовой политики — это стабильность четырех параметров: оборачиваемости активов, нормы прибыли, нормы накопления и левериджа.

Постоянный дефицит денежных средств требует изменений в финансовой политике.

Высокие темпы роста приводят к отсутствию денег даже в условиях высокой доходности.

Если компания не способна генерировать операционный денежный поток, адекватный требованиям роста, она обязана менять свою финансовую политику.

Рост продаж представляет собой независимую переменную в операционной системе.

Если у компании существует возможность расти темпами, превышающими устойчивые, и менеджмент стремится к этому, он должен формулировать новое множество коэффициентов, отражающих его финансовую политику.

12.2.2. Аналитические свойства формулы Р. Хиггинса

Обратимся вновь к формуле устойчивого роста в целях изучения генезиса финансовых стратегий. Четыре детерминанты устойчивого роста заслуживают самого пристального внимания. Компания может развиваться более высокими, чем устойчивые, темпами, если изменяется хотя бы один из четырех параметров этой формулы.

Факторы роста. Казалось бы, все просто: есть четыре фактора, количественно выраженные в норме прибыли, оборачиваемости активов, норме накопления и финансовом леверидже, с помощью которых можно оказывать давление на деятельность компании, и, соответственно,

четыре реальные возможности ускорить развитие. Гипотетически можно увеличить норму прибыли, повысить результативность управления активами, довести норму накопления до единицы, воспользоваться высоким финансовым левериджем. Однако за счет чего может увеличиться, например, норма прибыли? Как можно ускорить оборачиваемость активов? Можно ли увеличить норму накопления? К чему может привести высокий финансовый леверидж? На какие финансовые стратегии сегодня могут реально опираться менеджеры компании в своих стратегических замыслах?

Эмиссия акций как финансовая стратегия. Если менеджеры выбирают эту финансовую стратегию, они неизбежно сталкиваются с необходимостью решения сразу нескольких очень сложных проблем. Изучение этих проблем свидетельствует о том, что эмиссия на самом деле либо недоступна, либо мы ошиблись при выборе этой стратегии. Постараемся дать разъяснения.

Весь мир можно разделить на две части. Одна часть объединяет страны с развивающимися рынками капитала, вторая — страны с эффективными рынками капитала. Если хочется воспользоваться эмиссией акций в странах первой категории, следует помнить, что фондовый рынок характеризуется низкой эффективностью, и продать акции будет очень трудно. Свободной продажи нет, и для реализации акций необходимо организовать трудоемкий и дорогостоящий процесс прямого поиска инвесторов. Задача практически неразрешима: без активной торговли акциями на фондовом рынке потенциальный инвестор вряд ли соберется покупать неликвидные акции, да еще по рыночной цене. Может, он и сделает это, но лишь в случае, если получит гарантии и станет совладельцем компании. Таким образом, круг инвесторов оказывается весьма ограниченным.

В странах с хорошо развитыми фондовыми рынками для привлечения нового акционерного капитала необходим крупный инвестиционный посредник, помогающий продать акции, но найти его трудно. А если такого посредника нет, история повторяется. Наконец, даже многие компании, способные привлечь акционерный капитал (их акции высоколиквидны), предпочитают этого не делать, опасаясь так называемого биржевого синдрома, при котором фондовый рынок «недооценивает», по мнению менеджеров компании, цену выпускаемых в продажу акций.

Рост нормы накопления как ресурс ускоренного развития. При рассмотрении нормы накопления в качестве ресурса ускоренного развития приходится помнить о том, что чистая прибыль после выплаты дивидендов по привилегированным акциям делится на две части: дивидендную и нераспределенную прибыль (рис. 12.20).

Если R — норма накопления, с помощью которой определяется нераспределенная прибыль, норма выплаты дивидендов, с помощью которой определяется дивидендная прибыль, соответственно может быть пред-



Рис. 12.20. Распределение чистой прибыли

ставлена как $(1 - R)$. Для нормы выплаты дивидендов существует нижний предел, равный 0. Это ситуация, при которой вся чистая прибыль направляется на развитие, а акционерам не выплачиваются дивиденды. Ситуация отчасти оправданная, если учесть, что доход акционера складывается из двух частей: одна часть — текущие дивиденды, вторая — приращение стоимости капитала и рост курса акций.

Однако, если акционеры не будут получать дивиденды, курс акций непременно начнет падать. Большая часть акционеров начнет продавать свои акции в надежде купить те, которые смогут приносить не только доход в будущем, но и текущий доход. Поэтому, если менеджерам захочется поднять норму накопления, им придется вооружиться правилом выплаты дивидендов, согласно которому в политике дивидендов нет и не может быть формализованных расчетов. Справедливости ради вспомним, что существуют и применяются различные формы выплаты дивидендов (например, натуральная), способные повышать инвестиционную привлекательность компании и при низких дивидендах.

Резервы роста нормы накопления. Норму прибыли можно нарастить за счет увеличения прибыли. При этом следует помнить важное ограничение: нельзя увеличить прибыль, увеличивая рост объема продаж — показателя, который стоит в знаменателе нормы прибыли. Увеличить прибыль можно путем роста цены, решая тем самым проблему дополнительного неявного финансирования за счет ограничения массы продаж.

Прибыль можно увеличить, сокращая затраты. Эта общая стратегия распадается на ряд стратегий. Стремление сократить стоимость реализованной продукции и операционные расходы наталкивается на то, что стоимость реализованной продукции будет расти пропорционально росту продаж. Операционные расходы тоже будут возрастать: с увеличением объема продаж обязательно будут расти амортизация, затраты на рекламу и на НИОКР. И тем, кто в условиях ускоренного развития пытается сократить расходы, приходится уменьшить заработную плату административно-управленческому персоналу. В итоге вопрос остался открытым: норму прибыли можно увеличить, но как? При разработке финансовых решений оказывается, что помимо прямых, «лобовых» решений есть еще ряд операционных возможностей, дающих скрытые

источники финансирования ускоренных темпов развития, например рост операционного левериджа.

Сокращение активов – миф или реальность? Ускорение оборачиваемости активов (S/A) обусловлено либо ростом объема продаж, что неприемлемо, либо сокращением размера активов. Если оставить пока в стороне совокупные активы и обратиться к их поэлементному составу, представляется возможным поэтапно выявить резервы сокращения запасов, дебиторской задолженности и т.д. в случае расширения масштабов деятельности и для ускорения развития.

При неизменной структуре совокупных запасов и их прямой зависимости от масштабов операционной деятельности увеличение темпов роста неизбежно приведет к росту абсолютных размеров запасов. Правомерно ставить вопрос об оптимизации уровня запасов применительно к новым, ускоренным темпам развития, внедрять современную систему мониторинга запасов. Однако на ускорение оборачиваемости активов за счет запасов в условиях ускоренного развития вряд ли можно рассчитывать.

Размер дебиторской задолженности сегодня часто ставится в зависимость от дисциплины платежей, однако определяющей причиной образования дебиторской задолженности является торговый (коммерческий) кредит. А его размер (и величина основной дебиторской задолженности) прямо пропорционален масштабу операционной деятельности и, следовательно, объему продаж. Чем больше объем продаж, тем больше объем торгового кредита, который прямо влияет на объем задолженности перед дебиторами. Таким образом, рассчитывая на ускорение оборачиваемости активов, вряд ли правомерно полагаться на сокращение дебиторской задолженности. Правильнее было бы ставить вопрос о создании системы управления дебиторской задолженностью, предусматривающей инструменты и схемы ее своевременного погашения.

Последний крупный элемент активов (фиксированные активы) также требует анализа. Стоимостной объем фиксированных активов возрастает по мере ускорения развития. Этот вывод правомерен и для экстенсивного, и для интенсивного развития, основой которого является более производительное, модернизированное, но гораздо более дорогое по стоимости оборудование.

В итоге вопрос, можно ли использовать в управлении такой фактор, как оборачиваемость активов, оказывающий в рамках формализованных взаимосвязей (см. формулу Дюпона) воздействие на доходность собственного капитала, остается открытым.

Однако реальная возможность ускорения оборачиваемости активов существует. Безусловно, можно отказаться от клиентов, не исполняющих свои обязательства, и, таким образом, снизить дебиторскую задолженность. Можно также постараться сократить медленно оборачивающиеся

запасы. Однако все это имеет отношение к монопроизводству — одной из простейших форм проявления стратегии вертикальной интеграции.

Стратегия вертикальной интеграции. Уже не один десяток лет стратегию вертикальной интеграции принято относить к стратегическому управлению. Вертикальная интеграция — важнейшая часть финансовой стратегии компании, результатом которой является высвобождение активов и, как следствие, ускорение их оборота. В простейшем случае высвобождение активов может происходить за счет расширения числа смежников или развития франчайзных отношений, т.е. передачи не основных, периферийных видов деятельности своим партнерам. В своем новом качестве вертикальная интеграция как реальный способ повышения доходности и ценности компании требует специального рассмотрения.

Существует еще одна реальная возможность повышения доходности — решение о слиянии. Кстати, вертикальная интеграция — одна из форм слияний. При этом речь идет о добровольном соглашении двух сторон, одна из которых испытывает денежный дефицит (развивающийся вид деятельности), а у другой, наоборот, есть излишки денег, и она ищет объект для инвестиций, приносящих доход. В эту же группу попадают и стратегические финансовые решения, связанные с отторжением неоднородных или убыточных видов деятельности. И в первом, и во втором случаях менеджеры компании нуждаются в специальных методах, позволяющих определять целесообразность слияний и эффективность продажи действующих производств.

Слияния и эффект финансовой синергии. Существует одна принципиальная причина, оправдывающая слияния, в том числе в форме вертикальной интеграции, непосредственно связанная с формированием структуры капитала. Она носит название «эффект финансовой синергии», который проявляется в следующих формах:

- неиспользованная возможность увеличения финансового левериджа;
- снижение риска банкротства в результате диверсификации;
- более низкие издержки по привлечению заемного капитала.

Все это скрытые формы финансирования. В самом общем виде скрытое финансирование — это привлечение капитала на реализацию проектов и решений не из собственных средств (например, нераспределенная прибыль) и без использования займов. А вертикальная интеграция, будучи одной из форм слияний, предоставляет возможности для такого скрытого финансирования.

Рост финансового левериджа — это рост финансовых рисков. Еще один реальный фактор, с помощью которого можно оказать воздействие на доходность компании, — финансовый леверидж. Следуя формуле Дюпона, становится понятным, что повышение финансового левериджа (а это есть не что иное, как увеличение доли заемного капитала в общем объеме совокупного капитала компании) приводит к росту доходности.

Однако, пользуясь финансовым леве­ри­джем как рычагом управле­ния, необходимо помнить об объективных ограничениях. Увеличение доли заемного капитала имеет свои естественные пределы, характеризующиеся возрастанием рисков и издержек. По мере увеличения леве­ри­джа растут риски и издержки по привлечению заемного капитала.

Возникает вопрос о наличии правил, с помощью которых можно было бы определять некий оптимальный уровень финансового леве­ри­джа и, как следствие, необходимый и достаточный для компании размер заемного капитала.

Приведем формализованное соотношение финансового леве­ри­джа и доходности собственного капитала, которое дает ответ на вопрос, при каких условиях влияние финансового леве­ри­джа на *ROE* оказывается положительным.

Раскрывая связь *ROE* и финансового леве­ри­джа, для начала представим чистую прибыль в формализованном виде:

$$P = (EBIT - j) \times (EBIT - 1) \times (EBIT + j) \times t \times D, \quad (12.39)$$

где *P* — чистая прибыль; *D* — заемный капитал; *t* — ставка налога; *EBIT* — прибыль до уплаты процентов и налогов.

Затем преобразуем *ROE*:

$$ROE = (EBIT - jD) (1 - t) / E = EBIT (1 - t) / E - jD (1 - t) / E = r \times (D + E) / E - iD / E = r + (r - i)D / E, \quad (12.40)$$

в итоге:

$$ROE = r + (r - i)D / E, \quad (12.41)$$

где *r* — доходность активов или инвестированного капитала, определяемая соответственно двумя способами: *r* = Чистая прибыль / Активы; *r* = Операционная прибыль / Инвестированный капитал; *i* — ставка процента после уплаты налогов, определяемая как *i* = *j* (1 - *t*); *j* — ставка процента за кредит; *E* — собственный капитал компании.

Полученное выражение *ROE* проливает свет на многое. Оно четко показывает, что воздействие финансового леве­ри­джа на *ROE* зависит от соотношения двух величин: *r* и *i*. Если *r* превышает *i*, финансовый леве­ри­дж приводит к росту *ROE*. Верно и обратное: если *r* меньше *i*, леве­ри­дж уменьшает *ROE*. Общий вывод сводится к следующему: финансовый леве­ри­дж улучшает совокупную доходность, когда эффективность производства превышает скорректированные на налоговые выплаты проценты по кредитам. Верно и обратное. Если *r*, т.е. операционная доходность в ходе диагностики ниже процентной ставки, финансовый леве­ри­дж снижает доходность собственного капитала и возникает ситуация, иллюстративно представленная на рис. 12.21.

Рост заемного капитала при наличии неравенства $ROIC < i \times \{j(1-t)\}$ наносит огромный ущерб состоянию дел компании. К сожалению, подобное соотношение редко применяется в аналитических расчетах. Хотя именно оно могло бы служить достаточно ярким индикатором проводимой или прогнозируемой финансовой политики.

Подводя итоги, следует отметить следующее. Если бы была известна величина r , все было бы просто: когда r превышает i , следует увеличивать финансовый леверидж; когда r меньше i , лучше подумать об увеличении собственного капитала. Но вопрос в том, что будущие величины r неизвестны и определить их нелегко. И для принятия решения нужно сравнить возможные преимущества финансового левериджа с потенциальными издержками.

12.2.3. Финансовый леверидж, прогноз и оценка банкротства

Бытует мнение, что финансовые коэффициенты отражают основополагающие события, оказывающие воздействие на финансовое состояние компании, и потому могут быть использованы для оценки и предсказания банкротства, конечно, с определенной вероятностью.

«Счет Альтмана» — *достояние истории*. Для оценки и прогноза банкротства уже на протяжении нескольких десятков лет (с 1977 г.) предлагается модель, названная именем ее создателя — Э. Альтмана, содержащая семь финансовых соотношений¹. Во взаимодействии друг с другом совокупность этих коэффициентов, по утверждению авторов этой модели, может использоваться для оценки состояния компаний, испытывающих финансовые затруднения.

В составе этих коэффициентов:

- доходность активов;
- стабильность дохода, измеряемая стандартной погрешностью оценки на основе десятилетнего тренда;
- коэффициент покрытия;

¹ Эдвард Альтман (Edward Altman) — американский экономист, профессор финансов Нью-Йоркского университета. Получил всемирную известность после создания математической формулы, измеряющей степень риска банкротства каждой отдельной компании (Z score model).

В своих исследованиях Альтман использовал данные стабильных фирм и компаний, которые позже, в течение пяти лет, обанкротились. Z-модель Альтмана построена с помощью аппарата мультипликативного дискриминантного анализа (Multiple-discriminant analysis — MDA). Его целью было определить возможности использования модели для дифференциации фирм, перед которыми не стоит угроза банкротства, и компаний с высокой вероятностью будущего разорения. Индекс Альтмана представляет собой функцию от некоторых показателей, характеризующих экономический потенциал предприятия и результаты его работы за истекший период. Впервые Z-модель Альтмана для компаний, акции которых котируются на бирже, была опубликована в 1968 г. В 1983 г. опубликована модель для предприятий, у которых акции не котируются на бирже.

- кумулятивная доходность, представленная как отношение нераспределенной прибыли к совокупным активам;
- ликвидность;
- финансовый леверидж;
- совокупные активы компании.

Э. Альтман использовал мультидискриминационный анализ для прогнозирования высокого делового риска. Он поставил задачу определить, насколько хорошо финансовые коэффициенты позволяют выявить фирмы, обанкротившиеся в период 1946–1965 гг., и в результате получил количественный индикатор, известный как «Z-счет Альтмана», в основе вычисления которого находится взвешенная сумма отношений финансовых показателей.

«Z-счет» рассчитывается по формуле

$$Z\text{-счет} = \frac{WCR}{A} \times 1,2 + \frac{P \times R}{A} \times 1,4 + \frac{EBIT}{A} \times 3,3 + \frac{\text{Цена акции}}{D} \times 0,6 + \frac{S}{A} \times 1,0, \quad (12.42)$$

где WCR — оборотный капитал; A — общая сумма активов; $P \times R$ — нераспределенная прибыль; $EBIT$ — производственная прибыль; D — общая сумма обязательств; S — продажи.

После оценки «Z-счета» полученное значение сравнивается с табличными данными (табл. 12.13).

ТАБЛИЦА 12.13

Z-счет Альтмана

«Z-счет»	Вероятность банкротства
1,80 или менее	Очень высокая
1,81–2,7	Высокая
2,8–2,9	Возможная
3,0 и больше	Маловероятна

«Z-счет» показывает три общих варианта: вероятность банкротства, маловероятное банкротство и неопределенное состояние. При построении модели ее автор обоснованно полагал, что каждый из приведенных

выше финансовых показателей в отдельности не может служить критерием оценки, и лишь в сочетании они оказываются эффективными для оценки финансового состояния и его прогноза. Первая проблема данной модели проистекает из того, что любое сочетание предполагает «взвешивание» основных показателей, т.е. определение веса каждого из них.

Веса, предложенные автором модели, были получены на основе выборки нескольких десятков зарубежных фирм, потерпевших банкротство, и могли бы использоваться при анализе кредитных рисков и оценке кредитоспособности клиентов. Однако подобные веса и эмпирическим путем полученный набор финансовых коэффициентов вряд ли могут применяться для оценки несостоятельности российских компаний. Можно было бы предположить, что при разработке механизма оценки несостоятельности целесообразно воспользоваться идеей построения подобной модели, адаптивной к условиям России. Однако применение такой модели наталкивается еще на одну проблему — так называемую стоимость заимствования. Дело в том, что данная модель по построению весьма трудоемкая, не дает достаточной информации о соотношении оценочного риска дефолта со ставкой процента, с помощью которой оценивалась бы стоимость привлекаемых кредитов. Таким образом, адаптивная модель Альтмана, весьма трудоемкая по своему построению, позволяет в лучшем случае ограничиться констатацией дефолта и решением «давать или не давать», «отзывать или не отзывать» кредиты.

Модели оценки банкротства: исторический ракурс. Итак, вопрос, на какие показатели следует опираться, пытаясь оценить и предсказать дефолт (банкротство), остается открытым. Если предоставление займов сопряжено с рисками, необходима ставка процента, позволяющая свести риск дефолта для кредитора к 0. Ставка процента по корпоративным облигациям может дать некоторое представление о технологии формирования процентных ставок в случае дефолта. Л. Фишер¹ (1959 г.) опубликовал некоторые исследования, в которых пытался выявить эти переменные величины, связывающие риск дефолта с премией за риск, встроенной в цены котируемых облигаций. Он определял премию за риск по облигации как инкрементальную норму доходности, превышающую ставку, преобладающую по безрисковой государственной ценной бумаге с таким же сроком погашения. Фишер предполагал, что премия является функцией риска дефолта и ликвидности облигации. Он утверждал: риск дефолта можно объяснить следующими переменными величинами:

¹ Fisher L. Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds // Journal of Political Economy 67 (June 1959): 217–237.

- колебаниями чистого дохода за последние девять лет (после уплаты процентов и налогов);
- продолжительностью функционирования фирмы (без объявления о неплатежеспособности);
- отношением рыночной стоимости акционерного капитала фирмы к номинальной стоимости задолженности фирмы;
- ликвидностью облигаций, представленной рыночной стоимостью обращающихся облигаций.

Применив выборку облигаций от 45 до 89 фирм в течение пяти периодов, он обнаружил, что на долю этих четырех переменных величин приходилось 75% вариаций в премиях за риск, различающихся по облигациям. Используя указанные четыре переменные, Фишер оценивал премию за риск, которая должна была быть получена по его выборке облигаций. Затем оценивал премии за риск по облигациям различного качества по сравнению с фактически доступными по корпоративным облигациям аналогичного качества. Премия за риск (фактическая относительно оценочной) дает положительное сравнение.

Впоследствии появились определенные оговорки по поводу исследований Фишера. Дж. Б. Силверс¹ (1970 г.) указывал, что Фишер не встраивал в свою процедуру оценки различные сроки погашения облигаций и различные ставки, отраженные в структуре сроков ставок процента. Более того, он не принимал во внимание различия в соглашениях, оказывающие воздействие на премию за риск, взимаемую займодавцем, которые могли объяснять некоторую разницу в ставках, назначаемых для компаний с аналогичными рискованными потоками доходов.

Конечно, в реальной практике система предоставления займов основывается на более сложном наборе факторов. В частности, огромную роль в политике заимствований играют личные отношения кредитора и заемщика. Тем не менее во всех случаях заемщики в своей кредитной политике учитывают состояние клиента, в первую очередь его *кредитоспособность*, определяемую соотношением заемного и собственного капитала. Платежеспособность при оценке финансового состояния клиента играет тоже значительную роль, однако оценивается с помощью не коэффициента текущей ликвидности, а операционного денежного потока.

Анализ и прогноз денежных потоков в оценке банкротства. Информация о денежных потоках может помочь идентифицировать финансовые затруднения компании. Широко известен пример американской компании «Грант». Изучение ее документов за период 1966–1974 гг. позволило сделать точный прогноз ее банкротства в 1975 г. и провес-

¹ Silvers J. B. An Alternative Analysis of Bond Risk. Unpublished Ph. D. Dissertation, Stanford University, 1970.

ти своевременную ликвидацию этой компании. Аналитики заметили: финансовые показатели (коэффициенты доходности, оборачиваемости, ликвидности) демонстрировали понижательные тенденции, но ничего не сообщали о возможном банкротстве. В то же время изучение операционного денежного потока позволило обнаружить, что операционная деятельность компании поглощала больше денег, нежели генерировала. Подобная ситуация привела к необходимости привлечь внешнее финансирование, а процентные выплаты лишь усугубили ситуацию с отрицательной разницей денежных притоков и оттоков. В рассматриваемом случае анализ денежных потоков оказался несомненно полезным делом. По его итогам оказалось, что в течение нескольких лет операционный денежный поток у компании был отрицательным. В то же время ни один из традиционных коэффициентов не учитывал эту ситуацию, поскольку вообще не учитывал денежные потоки.

Одна компания, назовем ее «Нест», в течение десяти лет демонстрировала большую разницу между операционным денежным потоком и чистой прибылью. Иногда за рассматриваемый период чистая прибыль была положительной, а операционный денежный поток имел значительное отрицательное значение. Аудиторы в ходе проверки выразили в связи с этим немалое беспокойство. В отличие от обанкротившейся компании «Грант» положение нашей компанией, где были своевременно предприняты необходимые меры, через некоторое время резко улучшилось, а ее руководители пришли к выводу, что экономическая реальность лучше отражается в операционных денежных потоках.

Вывод из этого небольшого примера лишь один: операционный денежный поток является сигналом, предупреждающим аналитиков и управленцев о потенциальных финансовых проблемах компании.

Важность анализа денежных потоков в предсказании банкротства подтверждается исследованиями, в ходе которых сравнивалась динамика основных компонентов отчета о денежных потоках — денежные потоки от операций, инвестиций и финансовой деятельности — для «здоровых» компаний и компаний, близких к банкротству. В ходе исследований выяснилось, что для «здоровых» компаний характерным является стабильные отношения между этими тремя параметрами. А для «нездоровых» характерным признаком служит падение денежных потоков от операций и финансовой деятельности и денежных потоков от инвестиций за год или два до банкротства. Далее удалось обнаружить следующее: «нездоровые» компании стремятся приблизительно за год до банкротства увеличить свои выплаты по финансовым обязательствам, превышающие денежные поступления из финансовых источников. Подобные исследования очевидно доказывают важность анализа денежных потоков для оценки финансового состояния компаний.

Стратегические решения как основной источник роста ценности компании

Управление, ориентированное на рост ценности компании (VBM).

Управленческая концепция, которая базируется на приращении ценности для собственников компании, получила название value based management. В современных условиях сохранение и развитие компании определяются способностью менеджмента учитывать будущие последствия принимаемых решений. Ценность компании и есть показатель, который характеризует ожидания будущего фирмы при сложившихся в настоящий момент условиях, доле рынка, информации о компании, которой обладают инвесторы. Так, ценность компании становится системообразующим интегральным показателем.

Управление ростом ценности компании – это целостная система управления, охватывающая все стороны деятельности. Для обеспечения роста ценности необходимо работать как над выработкой стратегической позиции, так и над повышением эффективности операций.

Эффективность операций означает выполнение сходных видов деятельности и операций лучше (по крайней мере, не хуже), чем конкуренты. К задачам повышения эффективности операций относятся меры, направленные на повышение эффективности продаж, внедрение таких новейших систем менеджмента, как управление качеством (TQM), реинжиниринг бизнес-процессов, бенчмаркинг, управление изменениями, аутсорсинг, система «бережливое производство», «шесть сигм» и т.д. В противоположность этому стратегическое позиционирование означает выбор отличающихся способов ведения деятельности либо ведение иных видов деятельности и их комбинаций (по Портеру, 2005). Поэтому стратегическое решение – это всегда выбор между альтернативными вариантами будущего развития.

Повышение эффективности операций – абсолютно необходимое условие выживания компании в конкурентной борьбе. В зрелых отраслях, где

уровень конкуренции высокий, остается мало пространства для стратегического маневра, значение постоянного совершенствования, гибкого реагирования на действия конкурентов, повышение операционной эффективности является весьма важным. В то же самое время в стадии зарождения и роста отрасли для компании выбор выгодной стратегической позиции и неуклонное следование ей имеют существенно большее значение для роста ценности компании, чем относительная эффективность ее операций.

Любая компания, которая нацелена на рост ценности, должна работать как над выработкой выгодной стратегической позиции, так и над повышением эффективности операций.

Ценность компании меняется в момент принятия стратегических решений. Стратегическое решение определяет выбор стратегической позиции компании, новую основную траекторию развития, изменение ее производительного потенциала и оказывает долгосрочное влияние на ее будущие денежные потоки. Поэтому обоснованный выбор и реализация выгодной стратегической позиции оказывают существенное влияние на прирост ценности компании. Фундаментальная связь между ценностью компании и стратегическими решениями состоит в том, что ценность растет (снижается) в момент принятия / непринятия стратегических решений в условиях изменяющейся структуры и динамики внешней и внутренней среды компании, так как в этот момент возникает новая будущая траектория развития компании, изменяется ее потенциал.

Когда перед компанией возникает проблема стратегического выбора? Необходимость принятия стратегических решений появляется, когда наблюдается разрыв между структурой и динамикой внешней среды компании по сравнению со структурой и динамикой ее внутренней среды.

При выборе стратегии задают два основных вопроса:

- куда направить инвестиции, чтобы ценность компании росла;
- как вести конкурентную борьбу, в выбранных направлениях?

Первый вопрос касается корпоративной стратегии выбора приоритетов инвестирования между направлениями бизнеса, созданием или ликвидацией бизнес-единицы, выбором стратегии фокусирования или диверсификации, горизонтальной или вертикальной интеграции. Второй – это вопрос выбора конкурентной стратегии на уровне стратегических бизнес-единиц компании.

Суть финансового обоснования стратегических решений. Для принятия обоснованного стратегического решения принципиально важно взвешивание ценности рассматриваемых стратегических альтернатив, а значит, и использование инструментов, позволяющих адекватно измерять ценность.

Суть финансового обоснования стратегических решений – в сопоставлении справедливой ценности компании с инвестиционной ценностью стратегических альтернатив. Процесс принятия стратегических решений, ориентированных на показатель роста ценности компании предполагает следующие шаги:

- 1 шаг – измерение справедливой ценности, «как есть» (V_0)
- 2 шаг – оценка стратегических альтернатив ($\Delta V_{inv1}, \Delta V_{inv2}, \dots, \Delta V_{invn}$)
- 3 шаг – выбор стратегической альтернативы ($\Delta \max V_{inv}$)

Раздельная оценка и последующее сопоставление справедливой и инвестиционной ценностей компании позволяют учесть ряд значимых эффектов, позволяющих адекватно измерить изменение ценности и выбрать вариант стратегии развития компании.

Контур управления ценностью компании по критерию максимизации приращения ценности компании. На рисунке 1 показан контур управления ценностью компании. Менеджмент, ориентируясь на конечную цель – рост ценности для акционеров, принимает управленческие решения, которые воздействуют на факторы ценности компании. Изменение факторов ценности влечет за собой изменение потенциала генерирования денежного потока и рисков, то есть изменение фундаментальной ценности компании. Обратная связь в данном контуре обеспечивается путем проверки результатов по критерию реализации генеральной цели компании. Финансовое

моделирование призвано обеспечить четкую и прозрачную связь между всеми блоками данного контура управления.

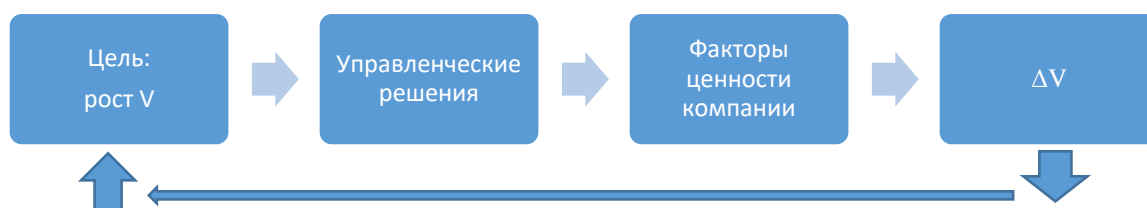


Рисунок 1 – Контур управления ценностью компании

Для выработки стратегического решения необходима диагностика ценности. В выработке и финансовом обосновании стратегических решений определяющее значение имеют принцип «with-without» – отдельная оценка и сопоставление справедливой и инвестиционной ценности компании и анализ ее стратегической гибкости. Для выработки стратегических решений недостаточно стандартного измерения ценности – необходима стратегическая диагностика ценности, которая по направленности, способам и методам отличается от традиционной оценки. Ее задачей является поиск ограничений и движущих факторов ценности компании.

Измерение и диагностика справедливой ценности компании является результатом комплексного изучения деятельности компании и перспектив ее развития и включает анализ:

- рыночных условий;
- конкурентных позиций;
- финансовых результатов деятельности компании.

Важно увязать в единую и непротиворечивую систему анализ качественных нефинансовых и количественных финансовых факторов (драйверов), определяющих ценность компании. Это позволит получить целостную картину и оценить возможные варианты развития ситуации.

Необходимым элементом в построении стратегических альтернатив должен стать обоснованный прогноз по основным финансовым драйверам. На их основе будет формироваться оценка и моделирование каждой

стратегической альтернативы. Задача не в том, чтобы точно спрогнозировать будущее компании и рассчитать ее «истинную» ценность, а в обоснованности стратегического выбора варианта, дающего большую ценность, чем альтернативы. Главная опасность – не увидеть альтернативы, не придать им правильное значение, неверно их оценить в сравнении друг с другом.

Основные модели оценки для управления ценностью компании и их применение

Финансовое моделирование стратегического выбора. Оценка компании вне зависимости от выбранной модели опирается на анализ и прогнозирование ряда интегральных финансовых показателей, которые также известны как ключевые факторы (драйверы) ценности. Именно они становятся объектом моделирования при принятии управленческих решений.

Финансовая модель стратегического выбора по структуре, параметрам, критериям и набору возможностей должна четко соответствовать задаче сопоставления стратегических альтернатив, быть форматированной для решения задачи стратегического выбора и обладать высокой степенью гибкости. Важна не проработка деталей, а четкость сформулированных альтернатив. Необходимым и достаточным условием является ограниченный набор укрупненных вводных и ключевых факторов ценности, которые сопоставляются в анализируемых стратегических альтернативах.

Финансовое моделирование для целей мониторинга и оперативного управления ценностью. Для оперативного управления ценностью компании модели оценки должны отвечать иным требованиям, нежели модели оценки стратегических альтернатив. На решение задач текущего мониторинга и принятия оперативных решений в большей мере ориентированы модели оценки на основе остаточных доходов и их модификации. В русле задач оперативного управления становится актуальной детализация анализа факторов ценности, связанных с:

- финансовой отчетностью и ее обоснованной корректировкой для целей оценки;

- корректностью измерения достигнутой за период доходности на вложенный капитал;

- декомпозицией основных финансовых факторов ценности.

Стратегические и оперативные решения моделируются по-разному, поскольку их природа различна: у них разные критерии, степень детализации, приоритеты. Более того, управление ценностью компании существенно различается на разных фазах развития компании, отраслевого рынка и зависит от структуры и характеристик активов. Поэтому применение моделей оценки на основе рыночных сопоставлений и по активам может быть целесообразным в рамках VBM в случаях, когда возможна и необходима детализация анализа аналогичных компаний или их активов.

Таким образом, выбор моделей оценки или их комбинаций для целей VBM в первую очередь зависит от:

- уровня принимаемых решений (стратегического или оперативного);
- стадии развития отрасли и компании;
- структуры и особенностей активов компании.

В принятии стратегического решения имеет значение не столько абсолютная ценность компании, сколько относительная ценность рассматриваемых альтернатив. Для решения подобных задач больше подходят модели дисконтированных денежных потоков в комплексе с технологией реальных опционов, обеспечивающих наибольшую прозрачность и гибкость.

Управление на основе DCF

Компания как генератор денежного потока. Все показатели и модели оценки исходят из одной предпосылки: ценность определяется будущим свободным денежным потоком, доступным для собственника, и измеряется при помощи стоимости – альтернативной доходности с учетом риска. Поэтому корректность всех моделей выявляется путем сравнения с базовой DCF-

моделью. Традиционный, наиболее распространенный подход к управлению ценностью компании – рассмотрение ее как генератора денежного потока (модель DCF). Дальнейшее развитие метод DCF получил в модели реальных опционов, позволяющий учесть ценность стратегической гибкости компании.

Если рассматривать ценность компании как дисконтированный будущий денежный поток, то управление ценностью – не что иное как управление производственным потенциалом компании, то есть потенциалом генерирования денежных потоков. Ценность компании определяется двумя типами источников таких потоков:

- потенциалом генерирования денежного потока от использования активов, создаваемых эффективной операционной и инвестиционной деятельностью;
- стоимостью привлечения капитала, которую обеспечивает эффективная финансовая политика компании.

Управление ценностью компании подразделяется на управление источниками ценности со стороны активов (путем инвестиционных и операционных решений) и управление ценностью со стороны обязательств и собственного капитала (посредством финансовых решений).

Управляя ценностью, управляем денежным потоком.

Ключевые детерминанты ценности компании – прогнозируемый денежный поток, темпы и период его роста.

Исходя из этого управление ростом денежного потока опирается на три основных рычага:

- управление денежным потоком от имеющихся в наличии активов (рис.2);
- увеличение темпа роста денежного потока за счет новых инвестиций;
- увеличение периода высоких темпов роста денежного потока.



Рисунок 2 – Управление денежным потоком от имеющихся в наличии активов

Представленные на рисунке 2 факторы и рычаги демонстрируют, что прирост денежного потока от имеющихся активов можно обеспечить за счет улучшения операционной деятельности и продажи активов. Улучшение коммерческой политик приведет к росту выручки о реализации, снижению расходов, увеличению маржи прибыли (коэф. рентабельности) за счет эффективной налоговой политики и управления рабочим капиталом. Использование модели ценности компании позволяет проследить последствия управленческих решений, а также влияние изменения факторов на прирост денежного потока и увеличение ценности компании.

Увеличение темпа роста денежного потока за счет новых инвестиций. Такой рост достигается путем:

- выявления перспективных направлений бизнеса (имеются привлекательные рыночные возможности, у компании есть конкурентные преимущества);

- увеличение темпов роста инвестиций в перспективные направления бизнеса. Темпы роста инвестиций можно наращивать до тех пор, пока рентабельность новых инвестиций превышает стоимость капитала.

Более быстрый рост можно получить либо из роста реинвестиций, либо из более высокого дохода на капитал. Рычагами воздействия на ценность

могут выступать изменения нормы реинвестирования, ожидаемых темпов роста, прогнозируемой доходности вложенного капитала и стоимости привлечения капитала.

Не всегда более высокая норма реинвестирования превращается в более высокую ценность, поскольку ускоренный рост может быть при оценке нейтрализован изменениями каких-то других показателей. Так, высокий коэффициент реинвестирования обычно приводит к ускоренному ожидаемому росту, но это происходит за счет сокращения денежных потоков, поскольку реинвестирование ослабляет чистые денежные потоки. Более высокий доход на капитал также приводит к увеличению ожидаемого темпа роста. Однако оценка компании может снизиться, если новые инвестиции сделаны в более рисованные сферы бизнеса, поэтому наблюдается диспропорциональное увеличение стоимости капитала.

Компромиссный выбор коэффициента реинвестирования можно производить, сравнивая положительный эффект большего объема реинвестиций, то есть более быстрый рост по модели устойчивого роста с отрицательным эффектом увеличения реинвестиций, то есть с сокращением чистых денежных потоков. Следует проявлять осторожность относительно предположений о значительном росте коэффициента реинвестирования при сохранении текущей доходности капитала на постоянном уровне, так как средняя доходность капитала обычно выше предельной. Поэтому компании обычно в первую очередь направляют инвестиции в наиболее привлекательные области и позднее – в менее привлекательные. Сравнение бухгалтерской доходности на капитал (ROIC, ROE) со стоимостью капитала (WACC, k_E) может привести к неверным выводам относительно последствий увеличения или снижения нормы реинвестирования. Наилучший компромиссный вариант можно найти, сравнив приведенные денежные потоки в результате разных вариантов выбора коэффициента реинвестирования.

Рост может происходить за счет как внутренних инвестиций, так и «покупки роста».

Продление периода высоких темпов роста. Третий рычаг повышения ценности компании – продление периода высоких темпов роста, другими словами, периода конкурентных преимуществ. Один из способов, с помощью которого фирмы могут повысить ценность, заключается в увеличении существующих барьеров на вход и в создании известной торговой марки, бренда, новых разработок, защищенных патентами, вложения в НИОКР, получения лицензий, эксклюзивных прав и т.д.

Алгоритм стратегического управления ценностью

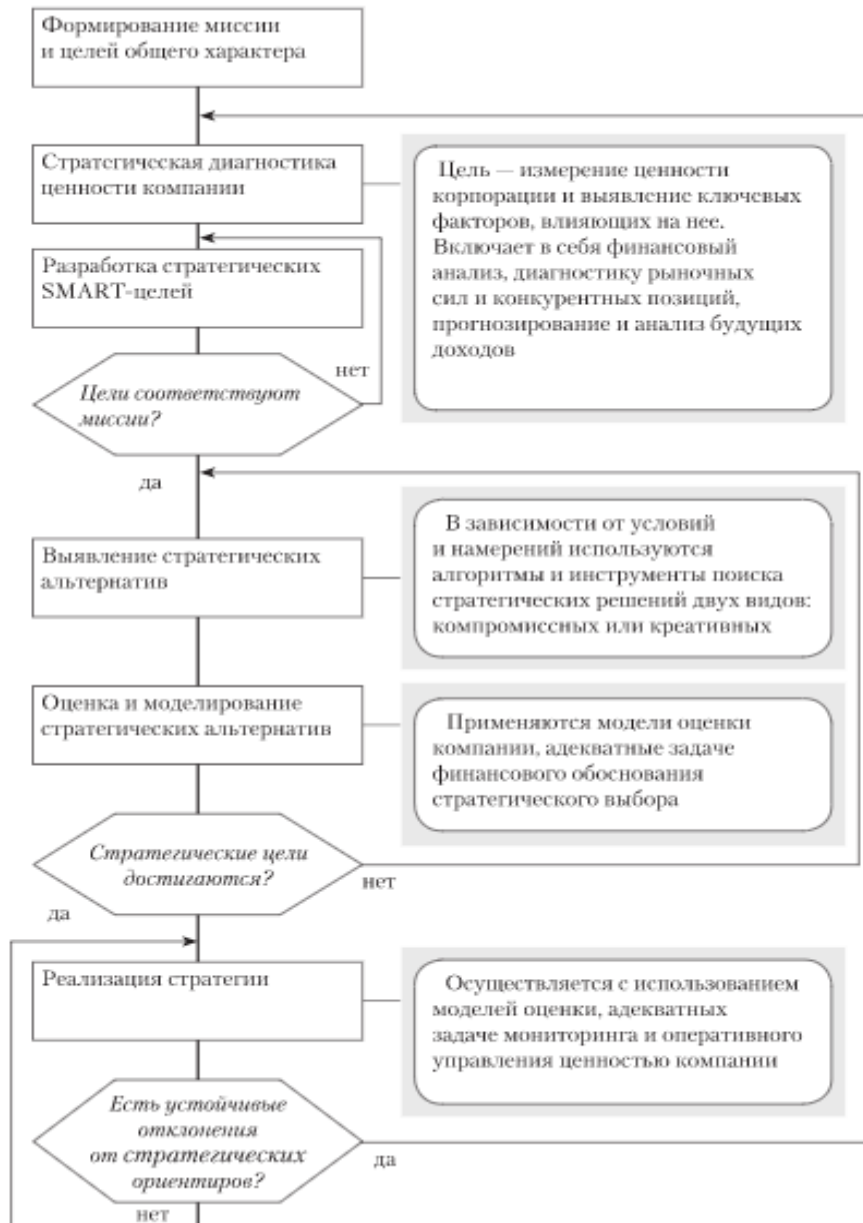


Рисунок 3 – Основные блоки алгоритма стратегического управления ценностью компании

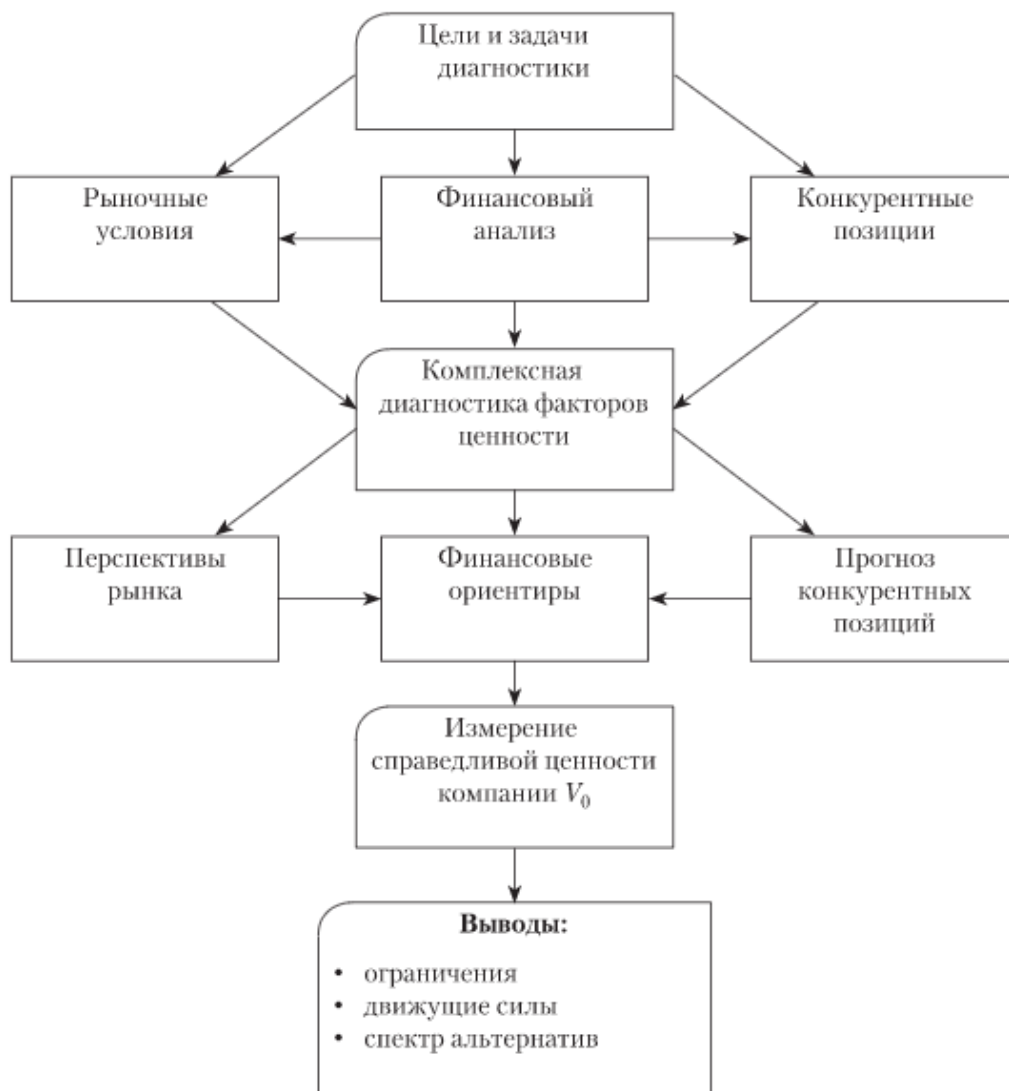


Рисунок 4 – Стратегическая диагностика ценности компании

Диагностика ценности компании состоит из двух частей. Первая часть предназначена для получения целостной картины финансово-экономической истории компании. Она включает анализ ее финансовых результатов, рыночных сил и конкурентных позиций. Вторая часть посвящена анализу будущего фирмы и включает оценку перспектив рынка и позиций компании, построение ключевых допущений и финансовых ориентиров на прогнозируемый период, исходя из предложений о сохранении существующей стратегии, системы менеджмента и структуры капитала. Конечной задачей стратегической диагностики ценности являются системные выводы о способности компании генерировать ценность при сложившейся структуре и динамике внешней и внутренней среды, состоянии основных движущих сил и

ограничений роста ценности компании и возможном спектре стратегических альтернатив ее развития.

Диагностика ценности компании начинается с анализа финансовых показателей и заканчивается обобщением по основным финансовым драйверам ценности, что дает возможность свести воедино результаты всей диагностики и отразить их в построении прогнозных финансовых стратегических ориентиров. Поскольку ценность компании определяется способностью генерировать денежные потоки сейчас и в будущем, основная задача финансовой диагностики – выявить, где компания теряет деньги, чтобы дальнейший анализ сконцентрировать на выявлении причин.

12.3. Формирование финансовых стратегий: матричный подход

12.3.1. Корпоративная финансовая стратегия, ее составные элементы и измерители

Цель корпорации — создавать ценность для своих акционеров. Интересы других стейкхолдеров тоже важны, но стейкхолдер-акционер играет в корпорации принципиальную роль, поэтому и главная корпоративная цель определяется созданием того, что составляет ценность именно для него.

Финансовая стратегия — финансовое обоснование стратегических решений. Для того чтобы создать эту ценность, компания должна реализовать конкурентоспособные стратегии на рынках, где она функционирует, продуктовых и финансовых. В их составе — и финансовые стратегии, качество и эффективность которых определяется тем, насколько их применение приводит (или не приводит) к росту ценности. Финансовые стратегии формируются в два этапа. На первом этапе осуществляется оптимальный поиск необходимых для компании финансовых ресурсов. На втором этапе разрабатывается оптимальный механизм управления ими. Результатом его применения становится реинвестирование или распределение итоговой прибыли.

Содержательно финансовая стратегия есть не что иное, как финансовое обоснование стратегических решений. А это, в свою очередь, предполагает тесную связь финансовых стратегий с интересами всех стейкхолдеров. Как и корпоративные стратегии, финансовые стратегии должны учитывать интересы внутренних и внешних стейкхолдеров. Однако в отличие от корпоративных стратегий, разработка которых затрагивает в том числе макроэкономический уровень, финансовые стратегии непосредственно связаны с конкретными компаниями и в некоторых случаях с их структурными подразделениями, т.е. центрами финансовой ответственности.

Содержание финансовой стратегии определяется двумя важнейшими компонентами. Первый компонент связан с первым этапом формирования финансовых стратегий, т.е. с привлечением финансовых ресурсов, и обусловлен формированием оптимальной структуры капитала и опосредованно финансовыми рисками. Второй компонент предполагает эффективное управление этими ресурсами, итогом которого является получение и распределение прибыли. Оба компонента тесно связаны с финансовыми и деловыми рисками. Так называемая адекватная финансовая стратегия обусловлена общей генеральной корпоративной стратегией и средневзвешенными потребностями всех стейкхолдеров.

Финансовая стратегия как функция риска и доходности. Главное предназначение финансовой стратегии сводится к приращению ценности. Если вспомнить, что любая компания стремится к приемлемой для ключевых стейкхолдеров (т.е. акционеров) норме доходности, мы вправе предположить: успех любой финансовой стратегии зависит от того, насколько она позитивно будет влиять на эту норму доходности. Если финансовая стратегия есть функция взаимодействия рисков и доходности, а различные группы стейкхолдеров преследуют различные интересы и, следовательно, им нужны различные соотношения рисков и доходности, финансовая стратегия, нацеленная на приращение ценности, достигает своего оптимального содержания на стыке взаимодействия этих интересов.

Финансовая стратегия как инвестиционный процесс. Два основных этапа формирования финансовой стратегии могут быть представлены как своего рода инвестиционный процесс (рис. 12.22). На первой стадии этого инвестиционного процесса инвесторы выбирают компании, в которые они хотят вложить свои средства, а на второй — компании выбирают оптимальную для себя инвестиционную политику. Например, как инвестор компания может определить, куда вложить свои деньги: в химическую промышленность, производство сельскохозяйственной продукции, инновационный бизнес, связанный с освоением новых технологий, или купить акции «Лукойла», «Газпрома», Сбербанка и т.д. Все это относится к первой стадии инвестиционного процесса. На второй стадии компания, став частью, например, химической промышленности, начинает управлять активами, надеясь, что рано или поздно они принесут ей доход. Безусловно, вся энергия менеджеров компании реализуется на второй стадии инвестиционного процесса, где они решают проблемы организации доходного бизнеса. Однако финансовая стратегия концентрируется на первой стадии. Ее цель сводится к улучшению инвестиционной привлекательности компании для акционеров, т.е. к созданию акционерной ценности. Двухстадийная модель инвестиционного процесса, в которой концентрированно выражена суть финансовых стратегий, позволяет сформулировать два определения ценности, подразделяя ее на ценность инвестора и ценность корпорации. *Ценность инвестора* — это доходы, которых требуют рынки капитала. Данные требования зеркально отражаются в курсе акций компании, размещенных на фондовом рынке. *А ценность корпорации* есть приведенная ценность ожидаемых доходов от сочетания действующих бизнес-стратегий и будущих инвестиционных программ. *Ценность инвестора* — это ценность для инвестора. *Корпоративная ценность* — ценность бизнеса для компании. Менеджеры компании обязаны стремиться к тому, чтобы акционерная ценность максимально отражала корпоративную ценность, и в этом главное предназначение финансовой стратегии.



Рис. 12.22. Инвестиционный процесс

Из всех существующих ныне показателей, с помощью которых предпринимается попытки оценить или измерить ценность, мы рассмотрим три варианта:

- акционерная добавленная ценность;
- экономическая прибыль;
- совокупный акционерный доход.

Семь «драйверов» ценности. В акционерной добавленной ценности (shareholder value added — SVA) реализуется подход, разработанный А. Раппопортом¹ (1998). Данный подход использует метод дисконтированных денежных потоков для оценки ценности инвестиций, согласно которому дисконтируются прогнозируемые денежные потоки, а фактором дисконта служит стоимость или средневзвешенная стоимость капитала. Раппопорт объявил, что ценность компании зависит от семи факторов (драйверов):

- рост продаж;
- норма операционной прибыли;
- ставка налога в денежном выражении;
- приращение инвестиций в затратах капитала;
- приращение рабочего капитала;
- период конкурентного преимущества;
- стоимость капитала.

С помощью первых пяти факторов менеджеры, используя свои знания о текущих продажах, могут подготовить прогнозы денежных потоков за определенный период, соответствующий периоду, на который прорабатывается конкурентоспособная стратегия (шестой фактор по Раппопорту). Дисконтирование этих прогнозных денежных пото-

¹ См. сноску на стр. 466 (§ 8.3.4).

ков с помощью стоимости или средневзвешенной стоимости капитала (седьмой фактор) приводит к ценности от операционной деятельности, которая легко транслируется в ценность для акционеров. Данный подход с точки зрения практического применения оказывается наиболее эффективным для бизнес-единиц внутри компании. Иногда им пользуются для создания альтернативных сценариев. Метод акционерной добавленной стоимости разработан для одного периода (чаще всего это год). Однако одного периода для обоснованных и объективных выводов оказывается недостаточно. Положительный свободный денежный поток за один период далеко не всегда равен общим позитивным результатам. Отрицательный свободный денежный поток тоже редко сигнализирует о неудаче.

Экономическая прибыль (Economic Profit — EP) — показатель, упоминаемый часто как остаточный доход, — представляет собой общее название, под которым скрываются различные версии измерителей ценности, основанных на прибыли¹. Но во всех случаях — это то, что реально зарабатывает компания за период, за вычетом всех расходов, включая стоимость капитала.

Финансовая стратегия и экономическая прибыль. Экономическая прибыль в основном используется для измерения результатов деятельности. С одной стороны, она поощряет стремление менеджеров к минимизации вложенного капитала. С другой — считается и рассматривается за один период, и может случиться, что подобное стремление к экономии приведет к дефициту капитала и ограничению экономического роста. Конечно, существует связь между двумя показателями: акционерной добавленной ценностью и экономической прибылью. Нетрудно продемонстрировать, что дисконтированная ценность проектируемой экономической прибыли за соответствующий период будет равна акционерной добавленной ценности. В то же время, если акционерная добавленная ценность показывает ценность бизнеса за период его жизни, экономическая прибыль показывает, создает ли компания ценность лишь за один период.

Оба показателя: экономическая прибыль и средневзвешенная стоимость капитала — относятся к разряду «внутренних» измерителей акционерной ценности. В терминах двухстадийной инвестиционной модели они показывают, насколько умело компания использует свою конкурентную стратегию для создания ценности. В то же время совокупный акционерный доход является «внешней» мерой, отражающей акционерную ценность и представляющей совокупный доход для акционеров за период: рост цены акций плюс любые дивиденды, выплаченные за этот период.

¹ См. § 8.3.

Совокупный акционерный доход. Этот показатель часто используется в компенсационных планах высшего руководства компании и рассчитывается за три года. С точки зрения акционеров совокупный акционерный доход скорее всего наиболее точная мера ценности. Она показывает точно, сколько акционеры получили от компании за период. Однако как мера оценки эффективности управленческих усилий данный показатель имеет ряд ограничений. Дело в том, что цена акции отражает ожидания рынка по поводу состояния дел в компании, но никакого отношения к самой деятельности эта цена не имеет. Компания может преуспевать, но принадлежать к отрасли, спрос на акции которой на фондовом рынке падает. Будучи мерой эффективности управления топ-менеджеров, совокупный акционерный доход сопоставляется с доходом компаний-аналогов, и такой бенчмаркинг позволяет преодолевать трудности этого измерителя.

Приведем пример расчета совокупного акционерного дохода:

Цена акции на 1 января	100 ед.
Цена акции на 31 декабря	110 ед.
	<hr/>
Прирост капитала за год	10 ед.
Выплата дивидендов на 31 декабря	5 ед.
	<hr/>
Совокупный доход	15 ед.
Совокупный акционерный доход (<i>TSR</i>)	15%

12.3.2. Связь корпоративной и финансовой стратегий

Матрица ценности. На рисунке 12.23 представлена ценность компании с помощью двухмерной матрицы. Предположим, опытный финансовый менеджер сумел подсчитать точное значение цены, по которой торгуются акции компании. Это — фундаментальная ценность акции. Вертикальная ось представляет фактическую рыночную ценность, деленную на эту фундаментальную ценность (MV/FV — Market Value / Fundamental Value). Если акция торгуется по ее фундаментальной ценности, результат будет равен 1. Горизонтальная ось матрицы представляет экономическую прибыль или любую другую меру «хорошего» или «плохого» бизнеса. Положительная экономическая прибыль свидетельствует о «хорошем» бизнесе, а отрицательная — о плохом. Еще раз подчеркнем: эти выводы

носят ограниченный характер. На практике все гораздо сложнее. «Хороший» бизнес может нести временные экономические потери (если ситуация рассматривается в течение года, эти потери, например, могут быть связаны с крупными инвестициями в будущее).

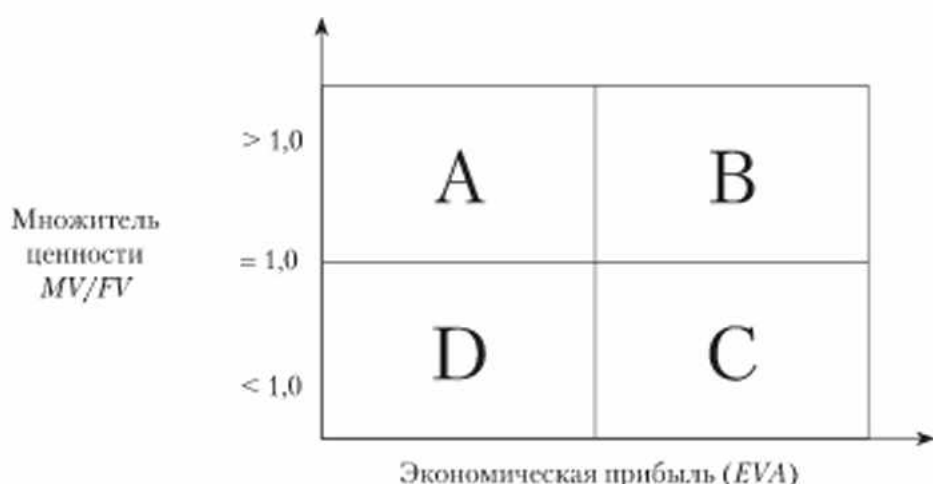


Рис. 12.23. Матрица ценности

По итогам финансовой диагностики компания попадает в один из четырех квадрантов матрицы ценности. Какой квадрант наиболее предпочтителен для компании? Этот вопрос задавался большому числу различных групп слушателей программ MBA «Финансы» и EMBA «Стратегические финансы» Высшей школы финансов и менеджмента РАНХиГС при Президенте РФ, которые относятся к категории финансовых руководителей. Подавляющее большинство слушателей этих программ выбирают квадрант В, считая свою компанию хорошей, развивающейся, высоко оцениваемой рынком. Немногие покорно констатируют, что компания оказалась в квадранте С. Лишь изредка финансовые руководители обнаруживают свои компании в квадрантах А и Д.

Для компании, расположенной в квадрантах А или В, чей множитель ценности больше единицы, характерным является рыночная переоценка акций. Как долго может продлиться эта ситуация, как долго этой компании удастся внушать рынку оптимизм по поводу своих перспектив? На практике компании способны оставаться с высокой оценкой или переоценкой акций долгие годы. Падение, как правило, наступает внезапно. Тем не менее позиции А и В — хорошие, позволяющие своевременно и выгодно продавать акции, выполнять программы продажи опционов на акции и проч. Во всех случаях акции этих компаний ликвидны: их можно продать в любой момент, и довольно выгодно. Поскольку акционеров состояние бизнеса не очень волнует, их удовлетворяет и позиция

А. У них по-прежнему сохраняется возможность получать доходы от перепродажи акций компании.

Недооцененные компании с множителем ценности меньше единицы «сидят» в квадрантах Д и С. Для менеджеров эта позиция удобна. Они могут заблокировать опционные планы. Тем не менее находиться в этих позициях опасно. Компания сегмента С превращается в мишень для поглощений. С одной стороны, это вполне значимый актив, с другой — он недооценивается рынком. Почти любой способен купить эту компанию и извлечь из этой сделки прибыль. Компания сегмента Д менее привлекательна: она не только недооценена, ее деятельность не очень эффективна. Но для тех, кто знает, что с ней делать, она сохраняет привлекательность.

Уроки матрицы ценности. Изучение матрицы ценности преподносит нам два основных урока. Первый рассказывает о том, что у различных групп стейкхолдеров различные интересы и они часто вступают в конфликт друг с другом. Желание акционеров-инвесторов продать компанию через сделки поглощений или слияний у менеджеров-акционеров неизбежно встречает сопротивление. Если первая группа стейкхолдеров получает после продажи доходы, то вторая просто теряет работу. Потенциальные инвесторы-акционеры ищут недооцененные компании, в то время как акционеры хотят продать компанию по самой высокой цене. Второй урок повествует о том, что лишь в долговременной перспективе возникает единая точка, где сочетаются интересы стейкхолдеров, — фундаментальная, или справедливая, ценность, которая устраивает всех.

Акционерная ценность и интересы стейкхолдеров. На рисунке 12.24 представлена схема влияния интересов различных групп стейкхолдеров на финансовую стратегию. Она во многом отвечает на вопрос, почему неоклассическая теория финансов, англо-саксонская практика, а теперь уже и российская практика диктуют всем акционерную ценность в качестве определяющей корпоративной цели. Ответы на этот вопрос разные. Например, акционеры — это собственники компании. Их интересы необходимо удовлетворять, сохраняя тем самым ее капитал. Наиболее убедительной версией ответа кажется следующая: акционеры — единственная группа прямых стейкхолдеров, у которых нет контрактов с компанией. Поставщики поставляют сырье, комплектующие изделия и проч., получая за это деньги. Потребитель получает товары и услуги за оговоренную плату. Наемные работники в обмен на свой труд получают заработную плату, кредиторы — проценты за предоставление займов. Государство собирает налоги. Акционеры же инвестируют свои деньги лишь в надежде на получение дивидендов и приращение капитала компании. Ни на то, ни на другое гарантий у акционеров нет. Даже очень хорошие руководители не могут таких гарантий дать. Инвестируя свои средства в компанию, акционеры берут на себя огромные

риски. В ответ на это компания в лице своего руководства берет на себя обязательства играть с ними по правилам, основой которых служит стремление создавать и приумножать акционерную ценность. Создание долгосрочной ценности превратилось в главную задачу современной компании, однако это вовсе не означает, что ценность неинтересна всем остальным группам стейкхолдеров. Емкое понятие «ценность» включает в себя и потребительскую ценность, и ценность для работников, и ценность для топ-менеджеров. В любой сфере деятельности компании любое нарушение неизбежно приводит к падению акционерной ценности. Даже нарушение прав человека оборачивается протестом потребителей и в конечном итоге общим отрицательным исходом.



Рис. 12.24. Внутренние и внешние стейкхолдеры

Финансовая стратегия и деловые риски. Связь корпоративной и финансовой стратегий при ближайшем рассмотрении превращается в соотнесение финансовой стратегии компании (выбор источников финансирования и дивидендная политика) и деловых рисков. Бизнес-риск, или деловой риск — это, образно говоря, риск, доставший компании в наследство. К таковым относятся практически все риски, за исключением связанных со структурой капитала и распределением прибыли. Изучать деловые риски нужно с учетом модели жизненного цикла, позволяющей рассматривать риски компании на разных стадиях

ее существования. Соответственно и финансовые стратегии во многом зависят от кривой циклического развития. Подобно функциональным стратегиям (маркетинговой, операционной и др.), которые разрабатываются в недрах общей корпоративной стратегии, финансовая стратегия должна полностью соответствовать общему замыслу развития. В противном случае она превращается в угрозу для компании.

Анализ деловых рисков. Простейший путь рассмотреть бизнес-риски — включить в деловые риски те, с которыми сталкивается компания, за исключением финансовых. Такой подход послужит основанием для того, чтобы связать деловые риски с волатильностью операционных денежных потоков, а волатильность может быть подвержена и внутренним, и внешним факторам. Самая простая модель анализа деловых рисков дана на рис. 12.25. Несмотря на свою простоту, она позволяет понять схему анализа деловых рисков. Поскольку деловые риски имеют прямое отношение к операционным результатам, целесообразно изучить факторы, формирующие эти результаты. Начать нужно с учетной модели (Продажи — Издержки = Прибыль), а затем посмотреть, какие факторы оказывают влияние на ее основные компоненты. Продажи тесно связаны с ценой и объемом, полезным является анализ продуктового портфеля и продуктовых рынков. Для стоимостного анализа существенным может оказаться определение операционного левериджа — относительного соотношения постоянных и переменных затрат. Высокий операционный леверидж всегда говорит о высоких деловых рисках компании: в этом случае ей всегда будет очень трудно достигать критической доходности при падении продаж. Более широкий спектр факторов, которые необходимо учитывать при анализе деловых рисков, дан в табл. 12.14.



Рис. 12.25. Анализ деловых рисков

ТАБЛИЦА 12.14

Перечень факторов, от которых зависят деловые риски

<i>Волатильность спроса</i>
<ul style="list-style-type: none"> • рыночные факторы • изменения в моде • короткая жизнь продукта • действия конкурентов
<i>Волатильность издержек</i>
<ul style="list-style-type: none"> • число и сила поставщиков • эффективность • относительный уровень постоянных издержек • надежность товарных рынков • уровень издержек в терминах объема и цены
<i>Факторы роста</i>
<ul style="list-style-type: none"> • способность осваивать новые продукты • способность находить новые рынки и ниши • способность существующего менеджмента приводить компанию к следующему этапу развития
<i>Волатильность цены продаж</i>
<ul style="list-style-type: none"> • рыночные факторы • ценовые войны • экономические условия • цены заменителей и дополнений • перепроизводство или дефицит
<i>Волатильность расходов</i>
<ul style="list-style-type: none"> • надежность ключевых поставщиков • относительный уровень постоянных расходов • соотносительный уровень расходов и масштабов бизнеса • уровень реализованных издержек
<i>Другие факторы</i>
<ul style="list-style-type: none"> • отраслевой анализ • анализ политического, социального, правового, технологического и иного окружения • потребность в рабочем капитале • валютные риски

12.3.3. Деловые и финансовые риски: проблемы корреляции и воздействия на финансовую политику

Деловой риск определяется как риск получения операционных результатов. Финансовый риск определяется выбором структуры капитала и распределением прибыли. Исходя из этих определений целесообразно рассмотреть ключевые решения, которые необходимо принять для определения финансовой стратегии. Финансовые руководители принимают обычно три типа решений, позволяющих ответить на следующие вопросы:

- Какими по размеру должны быть активы?
- Каким должен быть размер долга и соответственно размер собственного капитала?
- Сколько прибыли должно уйти на выплату дивидендов и сколько нужно отправить на развитие?

Анализ управленческих решений. Все эти три типа решений тесно связаны между собой. Если руководитель видит перспективы и возможности роста для своей компании, он непременно захочет увеличить норму капитализации прибыли и меньше прибыли выплачивать в форме дивидендов. Если он полагает, что пора наращивать дивидендные выплаты, он любое расширение масштабов деятельности будет финансировать за счет заемного капитала. Эти три решения представляют собой структурно замкнутую систему. Однако существует и четвертое решение, связанное с выпуском новых акций. Оно расширяет возможности финансирования для компании. Если компания ориентируется на некое целевое соотношение заемного и собственного капитала (оно чаще всего встречается в теории, а не на практике), рост собственного капитала за счет эмиссии акций позволяет и в долг брать больше. Таким образом, для формирования финансовых стратегий нужно разработать и обосновать всего четыре типа финансовых решений.

Финансовый риск. Давая оценку финансовому риску, важно решить, в каком ракурсе проводится его анализ. Как и многое другое, финансовый риск необходимо рассматривать с разных сторон (табл. 12.15).

ТАБЛИЦА 12.15

Финансовый риск с различных точек зрения

	Инвестор	Компания
Долг	<ul style="list-style-type: none"> • процент в контракте • выплаты в контракте • кредитор требует гарантий 	<ul style="list-style-type: none"> • процент нужно выплачивать • выплаты нужно производить • кредитор может потребовать активы под залог
	<i>Инструмент с низким риском</i>	<i>Инструмент с высоким риском</i>
Акционерный капитал	<ul style="list-style-type: none"> • дивиденды выплачивает компания • нет права требовать возврата капитала 	<ul style="list-style-type: none"> • может выплачивать дивиденды или нет • нет обязательств по выплатам
	<i>Инструмент с высоким риском</i>	<i>Инструмент с низким риском</i>

Естественно, любой кредитор будет пытаться снизить свой финансовый риск целым набором действий. К ним относятся гарантии выплат по обязательствам, активы под залог, требование внести ковенанты в кредитный договор, среди которых — требование немедленного возврата займов в случае ухудшения дел заемщика. Все это означает лишь одно: кредитор перекладывает финансовый риск на плечи заемщика,

более того, условия кредитных договоров обычно таковы, что в случае неуплаты по обязательствам компания подпадает под угрозу банкротства или поглощения. У акционеров компании финансовые права тоже находятся на минимальной отметке, поэтому их финансовый риск выше. Компания обладает правом выбора (платить или нет дивиденды), и это несмотря на то, что прибыли к распределению у нее достаточно. В то же время обязательства по выплате процентов и принципала не подвержены какому-либо обсуждению. Обыкновенные акционеры не имеют права требовать возврата своих инвестиций даже в случае отсутствия дивидендов на протяжении длительного периода. Лишь при ликвидации компании возникает надежда на возврат средств, но обыкновенные акционеры стоят последними в очереди на распределение активов. В основном они надеются на рост курса акции, и их надежды оправданы до тех пор, пока компания процветает.

Матрица делового и финансового риска. Если объединить деловой и финансовый риски, может получиться неожиданный результат. Например, объединяя вместе стратегию высокого делового риска со стратегией высокого финансового риска (как это может получиться в случае открытия биотехнологической компании с 100%-ным заемным финансированием), образуется очень высокий совокупный риск. Такая компания может вознестись неожиданно высоко, но с гораздо большей вероятностью она исчезнет. Если большая часть объема финансирования может быть прокредитована, предприниматель вправе вложить в бизнес лишь незначительную часть собственного капитала. Если бизнес оказывается успешным, часть дохода, предназначенная кредитору, фиксирована. Если бизнес терпит крах, предприниматель теряет совсем немного. Проблема лишь в том, что кредиторы не любят подобные ситуации и не дают кредит под такие соотношения.

Матрица делового и финансового риска демонстрирует всем, что компании с высоким деловым риском должны использовать финансирование с низким финансовым риском (рис. 12.26). Речь в данном случае идет о собственном венчурном капитале, который образуется на базе венчурных организаций. Они понимают природу высоких деловых рисков и управляют ими, требуя высоких доходов на свои инвестиции. При этом используется портфельный менеджмент, позволяющий преодолеть совокупные финансовые потери.

Высокий		
Деловой	✓	х
риск		
Низкий	х	✓
	Высокий	Низкий
	Финансовый риск	

Рис. 12.26. Матрица делового и финансового рисков

Деловой риск снижается по мере насыщения рынка. В частности, стабильно положительными становятся денежные потоки, в то время как в инновационной фазе и фазе роста денежные потоки, как правило, носят отрицательный характер. Поэтому, если в самом начале жизненного цикла для финансирования используется собственный венчурный капитал, в фазе насыщения структура капитала базируется в основном на собственном капитале. Более того, денежные потоки становятся положительными, а потребность во внешнем финансировании снижается.

Прямая или обратная связь деловых и финансовых рисков? К сожалению, иногда стратегия низкого делового риска сочетается со стратегией еще более низкого финансового риска. Появляется корпоративный рейдер, и происходит поглощение компании. Связана подобная ситуация с недооценкой ценности компании. Успешные рейдеры редко вмешиваются в общую стратегию компании, которую они покупают, при этом радикально меняя финансовые стратегии. Обычно они резко увеличивают финансовый леверидж. Соответственно подобного рода рейдерские сделки носят высоко левереджируемый характер. Они были очень популярны в мире во второй половине 1980-х гг. Сегодня эффективность таких сделок во многом зависит от того, насколько приобретаемая или поглощаемая компания сможет сама обслуживать резко возросшие займы. Для этого необходимо, чтобы у компании были низкий деловой риск и высокие положительные денежные потоки.

Лишь в этих условиях компании целесообразно брать на себя высокий финансовый рынок. Между деловым и финансовым рисками существует корреляция. Обычно деловой риск снижается, когда компания достигает насыщения или диверсифицирует свою деятельность. Соответственно растет и финансовый риск. Иногда изменения во внешней среде или внутренние изменения могут привести к неожиданному росту делового риска. Менеджеры компании должны быть готовы к этому и в целях снижения общего риска стремиться быстро снизить финансовый риск. Сделать это можно с помощью выпуска акций в обращение или за счет реструктуризации долга. Возвращаясь к матрице рисков, нормальным по итогам рассуждений следует признать движение от верхнего левого квадранта к нижнему правому квадранту. По сути это есть не что иное, как движение от высокого к низкому деловому риску с параллельным движением от низкого к высокому финансовому риску.

Адаптация Бостонской матрицы. Адаптированная к практическим нуждам диаграмма на рис. 12.27 Бостонской матрицы изначально была создана для того, чтобы объяснить топ-менеджерам принципы портфельного менеджмента. Две оси основаны на ключевых факторах успеха, которые устанавливаются на базе программы PIMS (profit impact of market strategies) (создана Институтом стратегического планирования

США). Эта программа содержит данные о деятельности нескольких тысяч компаний. В 1960-е гг. предполагалось, что детерминантами успеха в бизнесе служит относительная доля рынка, темп роста рынка, а также третий фактор — уровень прибыльности продукта. Эти факторы вряд ли удивят кого-то, однако при взаимодействии с жизненным циклом они способны оказать содействие в правильном выборе модели управления для разных стадий развития компании.



Рис. 12.27. Портфельная матрица и жизненный цикл продукта

Если компания запускает в производство новый продукт на существующий рынок, он будет иметь низкую начальную долю рынка. Вместе с тем рынок непременно будет характеризоваться высоким темпом роста. Кстати, если продукт будет запускаться на рынке со снижающимися темпами развития, компания начнет свою деятельность в правом нижнем квадранте матрицы. Что же касается первого случая, то компания начинает свою деятельность в правом верхнем квадранте. Ключевой стратегической позицией компании в этом случае будет концентрация усилий как на исследованиях и развитии, так и на изучении рынка для нового продукта, что позволило бы компании выработать и сохранить конкурентные преимущества нового продукта. Соответственно преобладающей стратегией для компании должна стать предпринимательская и инновационная деятельность, создающая возможность стимулировать создание и освоение новых продуктов.

Финансовая стратегия и фазы цикла. Разговор о состоянии дел компании в разных фазах ее существования с точки зрения выработки финансовой стратегии должен приобрести более основательный разговор. Заслуживает внимания попытка определить наименее известные параметры, от которых зависит финансовая стратегия, и сделать это необ-

ходимо с разнесением этих параметров по разным фазам развития (рис. 12.28).

<p style="text-align: center;">Рост</p> <ul style="list-style-type: none"> • Доля рынка • Размер рынка в фазе насыщения • Продолжительность фазы насыщения • Стабильность доли рынка • Норма фактического спада 	<p style="text-align: center;">Зарождение</p> <ul style="list-style-type: none"> • Продуктовый риск • Состояние рынка • Доля рынка • Размер рынка в фазе насыщения • Продолжительность фазы насыщения • Стабильность доли рынка • Норма фактического спада
<p style="text-align: center;">Насыщение</p> <ul style="list-style-type: none"> • Продолжительность периода насыщения • Стабильность доли рынка • Норма фактического спада 	<p style="text-align: center;">Спад</p> <ul style="list-style-type: none"> • Норма фактического падения

Рис. 12.28. Количественные характеристики различных фаз жизненного цикла

Деловой риск в разных фазах цикла. На рисунке 12.29 обобщается все, что представлено на рис. 12.28. На протяжении развития и зарождения деловой риск остается очень высоким. Либо будущее продукта призрачно, либо исследования рынка говорят об отсутствии гарантированного спроса. И то, и другое не может служить оправданием масштабных финансовых вложений. Если запуск продукта оказывается удачным и объем продаж начинает расти, меняется стратегия. Чаще всего она связана с ростом доли рынка. Легче всего наращивать долю рынка в условиях, когда он развивается высокими и очень высокими темпами. Даже если компания поднимает свой объем продаж на 50% в год, в то время как сам рынок за год расширяется на 40%, основные конкуренты компании будут расширять свои объемы продаж каждый год, и довольно быстро. Правда, они могут и не заметить, что их рыночные доли снижаются. Может быть, им просто не хватает капитала для поддержания достигнутого уровня рыночных долей. Если рост доли рынка превратить в стратегическую цель на стадии насыщения при низких темпах роста продукта, ответ конкурентов будет гораздо более жестким, поскольку рост объема продаж в этом случае будет достигаться за счет уменьшения объемов продаж конкурентов. Из сказанного проистекает иная стратегия. Ее суть сводится к достижению максимальной доли рынка до того, как рост рынка достигнет максимального значения. Все это требует четкой кон-

центрации на развитии доли рынка. Одновременно лидирующая компания и отрасли с высоким потенциалом развития должны поощрять в меру своих финансовых возможностей развитие самого рынка.

Рост <i>Высокий</i>	Зарождение <i>Очень высокий</i>
Насыщение <i>Средний</i>	Спад <i>Низкий</i>

Рис. 12.29. Деловой риск

Концентрация стратегических усилий компании на развитии рынка и росте продаж предполагает изменения общего стиля управления (менеджмента) и переориентации на менеджмент, основанный на маркетинге. Его основная задача сводится к достижению и поддержанию конкурентных преимуществ. Многие управленческие команды проявляют немалые способности в реализации нового стиля управления на инновационной стадии и стадии роста. Им близки и предпринимательская, и маркетинговая моды управления, гораздо сложнее дается стилистика управления на наиболее поздних стадиях их циклического существования. На стадии роста деловой риск начинает падать, однако остается все еще очень высоким. Правда, теперь он соотносится с достигнутой долей рынка и размерами периода устойчивого роста, диктуемыми объемом продаж, которого компания может достичь в фазе насыщения. Завершается фаза роста тем, что рост продаж будет постепенно замедляться, и продукт войдет в фазу насыщения.

Циклическая динамика денежных потоков. Если компания была успешна в реализации своей маркетинговой стратегии в течение всего периода быстрого роста, она попадет в фазу насыщения с очень высокой относительной долей рынка на большом по размерам рынке. Это важно, потому что именно в этой фазе компания осваивает инвестиции, сделанные на предыдущих стадиях. Как показано на рис. 12.30, чистые денежные потоки в фазе зарождения всегда отрицательные по величине, а в фазе роста они сбалансированы, т.е. нейтральны или порой отрицательны, что зависит от темпов роста и потребности компании в дополнительных фиксированных активах или рабочем капитале. Если темп роста падает, этот денежный поток уменьшается, в то время как денежная выручка от продаж увеличивается, и в итоге растет положительный денежный поток. Между прочим, на протяжении финальной

стадии спада жизненного цикла как денежные притоки, так и денежные оттоки резко уменьшаются, однако чистый денежный поток остается по крайней мере нейтральным. В этой позиции менеджеры компании должны инвестировать в новые перспективы роста, поскольку бессмысленно инвестировать в умирающие продукты.

Рост		Зарождение	
Денежный приток от продаж	<i>высокий</i>	Денежный приток от продаж	<i>низкий</i>
Денежный отток, маркетинг, фиксированные активы	<i>высокий</i>	Денежный отток, R&D, маркетинг	<i>высокий</i>
<i>NCF</i>	<i>нейтральный</i>	<i>NCF</i>	<i>отрицательный</i>
Насыщение		Спад	
Денежный приток от продаж	<i>высокий</i>	Денежный приток от продаж	<i>низкий</i>
Денежный отток	<i>низкий</i>	Денежный отток	<i>низкий</i>
<i>NCF</i>	<i>положительный</i>	<i>NCF</i>	<i>нейтральный</i>

Рис. 12.30. Чистый денежный поток на разных стадиях развития

Продвижение на стадию насыщения влечет за собой смену моды стратегического поведения. Теперь любая попытка увеличить долю рынка встретит яростное сопротивление конкурентов, особенно там, где зафиксирована структура затрат на долгий период времени. Наиболее адекватная форма поведения менеджеров на стадии насыщения часто называется *модой контролера*. Такое название обусловлено тем, что перед бизнесом ставится задача максимизации дохода за весь период насыщения. Нельзя резко переходить от одной стратегии к другой. Нельзя резко перейти к стратегии сокращения издержек или максимизации прибыли. Это может привести к резкому падению доли рынка и, как следствие, к сокращению периода получения максимальной прибыли и положительных денежных потоков. Основная цель в фазе насыщения, наоборот, сводится к поддержанию достигнутого уровня рыноч-

ной доли за период, в течение которого оправданным является спрос на производимый продукт, и к контролю над эффективностью, за счет чего улучшается совокупная операционная доходность (доходность инвестированного капитала). В целом в фазе насыщения происходит переориентация со стратегии роста на стратегию получения прибыли. Делать это менеджерам психологически очень сложно, ведь и рыночные условия, и давление со стороны конкурентов делают существование в этой фазе на первый взгляд непривлекательным с финансовой точки зрения. Правда, если нельзя расти в данной продуктовой нише, можно освоить стратегию диверсификации, активно инвестируя в новые продуктовые зоны.

Итак, вновь по мере движения по кривой жизненного цикла деловой риск падает. В фазе насыщения деловой риск соотносится с продолжительностью периода стабильных объемов продаж и высоким уровнем совокупной прибыли. С точки зрения акционера именно эта фаза, которая часто называется фазой положительных денежных потоков, служит оправданием инвестиций, сделанных на ранних стадиях развития. Действительно, рациональные инвесторы всегда стремятся к быстрому продвижению по кривой жизненного цикла, желая достичь фазы насыщения и остаться в ней как можно дольше. К сожалению, фазы зарождения и роста более привлекательны для многих менеджеров, а организацию контроля в фазе насыщения они считают довольно скучным занятием. На самом деле для целого ряда менеджеров фаза спада, где реализуется стратегия сокращения издержек и нейтрализации денежных потоков, может оказаться наиболее привлекательной. Продукт умирает (правда, этот процесс может длиться многие годы), можно запустить идеи типа spin-off, т.е. инновационные идеи как новые продукты. Уровень делового риска по-прежнему снижается. Он теперь сводится лишь к тому, как долго будет умирать продукт. Нет толком ни положительных, ни отрицательных денежных потоков, производство продукта может быть приостановлено в любой момент. Менеджеры этому будут всемерно сопротивляться. Им очень трудно покинуть то, что они разрабатывали, запускали, растили и т.д., т.е. то, что стало частью их жизни. Поэтому устаревшие продукты часто сохраняются в производстве, а менеджеры искусственно поддерживают их существование.

Финансовая стратегия для каждой фазы цикла. Итак, наступило время разработать финансовую стратегию для каждой стадии продуктового цикла, используя требуемую инверсионную корреляцию между деловым и финансовым риском. Поскольку деловой риск падает по мере продвижения по кривой цикла, было бы логично предположить, используя эту инверсионную зависимость между двумя видами рисков, что финансовый риск, двигаясь по циклической кривой, должен расти. В противном случае возникает абсолютно неприемлемый для акционеров и других стейкхолдеров комбинированный риск. Данное утвержде-

ние проиллюстрировано на рис. 12.31. Без ответа пока остается вопрос, как эта инверсионная зависимость оказывает воздействие на финансовую стратегию?

Рост	Зарождение
Деловой риск <i>высокий</i>	Деловой риск <i>очень высокий</i>
Финансовый риск <i>низкий</i>	Финансовый риск <i>очень низкий</i>
Насыщение	Спад
Деловой риск <i>средний</i>	Финансовый риск <i>низкий</i>
Финансовый риск <i>средний</i>	Финансовый риск <i>высокий</i>

Рис. 12.31. Финансовый риск

Изучая рисунок 12.31, можно увидеть, что финансовый риск низкий в фазе зарождения. Уже обсуждалась природа акционерного капитала как капитала с низким риском в качестве источника финансирования. Соответственно было бы желательно на стадии зарождения использовать именно этот финансовый источник, применяя для финансирования капитал специфических инвесторов, осознающих высокий деловой риск. Такой капитал трактуется как *венчурный*. У разумного венчурного инвестора всегда есть портфель стартующих инвестиций с высоким деловым риском. Этот инвестор всегда предъявляет высокие требования к потенциальному доходу на свои инвестиции. Данный тип инвестиционной стратегии, которая концентрируется на проектах с высокими рисками, при этом риск каждого проекта диверсифицируется, позволяет терпеть отдельные неудачи. Объясняется все очень просто. Большая часть венчурного портфеля в конце концов приносит высокие доходы, и общая доходность оказывается вполне удовлетворительной. Другими словами, очень высокий доход, которого требует венчурный инвестор, сопровождается просто очень высоким деловым риском.

Главным вопросом венчурного инвестора является вопрос, как и в какой форме получить высокий доход от венчурных инвестиций. Положительный денежный поток и высокая прибыль в случае успеха имеют место лишь в фазе насыщения. В то же время предпочтительнее иметь относительно непродолжительный инвестиционный временной горизонт (нормальным считается период от трех до пяти лет, а семилетний период признается инвесторами максимальным). Таким образом, долгое ожидание для венчурного инвестора неприемлемо. Следовательно, его должен устроить гораздо более короткий маршрут выхода

(или ухода) с кривой циклического развития. Думается, знание этого маршрута служит чуть ли не обязательной предпосылкой венчурного финансирования. У самой компании нет средств для выкупа стартующего, но очень рискованного бизнеса. Ее положительные денежные потоки придут лишь в фазе насыщения, а в фазе роста они будут только нулевыми, нейтральными. В связи с этим приходится придумывать какие-то финансовые источники, способные заменить венчурные, и дать импульс дальнейшему развитию бизнеса. Деловой риск в фазе роста остается высоким, следовательно, финансовый риск должен оставаться низким. Это означает, что источником такого рода замены и финансирования роста по-прежнему будет выступать акционерный капитал. Следует лишь оговориться: требования к доходности в этом случае уже не будут столь агрессивны.

Лучший способ выстроить маршрут ухода венчурных инвесторов с кривой жизненного цикла — это сделать компанию публичной и зарегистрировать ее ценные бумаги на фондовой бирже. За счет этой акции к финансированию компании привлекается гораздо более широкий круг инвесторов-акционеров, готовых приобрести акции компании. Это первичное публичное предложение (IPO — initial public offering) как способ финансирования не может быть использовано на стадии зарождения, где просто нет никаких доходов. В то же время, когда продукт уже запущен и наступает начальный период роста, указывающий на позитивное будущее, потенциальных инвесторов, готовых разделить с компанией ее будущие доходы, становится все больше.

Источники финансирования. На рисунке 12.32 дана иллюстрация изменений источников финансирования от одной стадии жизненного цикла к другой. Фундаментальные изменения происходят в фазе насыщения, где компания может позволить себе средний по размерам финансовый риск. Она может использовать заем наряду с акционерным капиталом. Для инвестора фаза насыщения с точки зрения доходности и безопасности является самой привлекательной. Таким образом, акционерный капитал в ходе развития предназначается для финансирования инновационной фазы существования продукта. Он же служит главным фактором обеспечения высоких и устойчивых темпов роста. Если же в фазе насыщения все еще требуется акционерный капитал, подобные инвестиции превращаются в финансовую «черную дыру»: деньги вкладываются, а отдачи не предвидится. Поэтому только логически оправданный источник дополнительного акционерного капитала может применяться в фазе насыщения. Таким источником служит реинвестированная прибыль. Кроме того, для дополнительного финансирования могут использоваться заемные деньги. И это теперь практически обоснованно и выгодно. Положительные денежные потоки являются подтверждением сказанному. Если заемное финансирование применять на более ранних стадиях жизненного цикла, где нет положительных

денежных потоков, компания, пытаясь выполнять свои обязательства перед кредиторами, будет покрывать займы новыми займами или непременно использовать акционерный капитал для возврата долгов.

Рост	Зарождение
Деловой риск <i>высокий</i> Финансовый риск <i>низкий</i> Акционерный капитал (капитал инвесторов)	Деловой риск <i>очень высокий</i> Финансовый риск <i>очень низкий</i> Акционерный капитал (венчурный капитал)
Насыщение	Спад
Деловой риск <i>средний</i> Финансовый риск <i>средний</i> Долги и собственный капитал (нераспределенные расходы)	Финансовый риск <i>низкий</i> Финансовый риск <i>высокий</i> Долг

Рис. 12.32. Смена источников финансирования

Риск заемного финансирования. Соотнесение двух основных источников финансирования высвечивает главную проблему. Риск, связанный с заемным финансированием, с точки зрения кредитора ниже, чем риск инвесторов-акционеров. Риск и доход положительно коррелируют друг с другом. Таким образом, требуемая доходность заемного капитала всегда будет ниже требуемой доходности акционерного капитала для одной и той же компании, следовательно, и заемный капитал для компания будет дешевле. Это вполне закономерно с позиций перспектив компании: поскольку долг как источник финансирования для компании более рискованный, она вправе требовать экономии на издержках (на стоимости капитала) в рамках заемного финансирования для покрытия лишних рисков. Поэтому, если финансовый риск, возрастающий по мере роста финансового левериджа, не приводит к росту комбинированного риска, что неприемлемо для компании, более дешевый источник — заемный капитал — приведет к росту остаточной прибыли. Таким образом, получаемая в фазе насыщения прибыль, для которой использовался заемный капитал, даст компании возможность иметь приличную доходность собственного капитала. При этом следует иметь в виду и то, что собственного капитала становится все меньше.

Это оказывается еще более важным, если компания попадает в фазу спада и становится ясно, что продукт умирает. Если долг дешевле собственного капитала, с финансовой точки зрения акционерам выгодно

изъять свои инвестиции из умирающего бизнеса как можно раньше и заменить свой собственный капитал на заемный капитал. Кредитора, безусловно, будет волновать риск, который он берет на себя в случае кредитования, тем не менее практически выгодно кредитовать или брать займы под залог остаточной стоимости активов, которые в конце концов будут ликвидированы. Вследствие этого принципиальным источником финансирования бизнеса, пребывающего в фазе спада, является долговое финансирование с высоким финансовым риском и низким деловым риском на финальной стадии развития.

Преимущество использования долгосрочных займов. В рамках изучения финансовой стратегии «долг/собственный капитал» возникает еще один вопрос. Если долг используется в финансировании, какая его часть должна носить краткосрочный характер, а какая долгосрочный? Ответ на этот вопрос, как всегда, зависит от характера бизнеса, активов и структуры операций. При формировании долгового портфеля компания должна балансировать долгосрочные активы и долгосрочное финансирование, а краткосрочные активы — с краткосрочными источниками финансирования. Таким образом, покупка здания в лучшем случае должна финансироваться за счет долгосрочного долга (если долг — это действительно лучшее решение), а дополнительные запасы — за счет краткосрочных источников, таких как овердрафт или револьверная кредитная линия. Однако, если у компании есть постоянный рабочий капитал, он должен рассматриваться как часть долгосрочных потребностей.

Преимущество использования долгосрочных, а не краткосрочных займов для финансирования заключается в том, что компания уверена: долгосрочный долг никогда не исчезнет. А вот потребность в краткосрочных займах должна постоянно рефинансироваться, и если финансовое состояние компании ухудшается или рынок кредитов испытывает кризис, краткосрочное финансирование превращается в проблему. Однако существуют исключения. Если стоимость краткосрочных кредитов заметно ниже долгосрочных и компания полагает, что долгосрочные ставки будут падать, может быть, в этом случае стоит для начала воспользоваться краткосрочными займами, а потом заняться рефинансированием и реструктуризацией долгов. Безусловно, такая стратегия несет в себе немалые риски, и их суть сводится к фактору времени.

Дивидендная политика. С ростом финансовых рисков вопрос о получении акционерами финансовых доходов становится критическим. Обыкновенные акционеры могут получить данный доход двумя способами: либо компания выплачивает им дивиденды, либо растет ценность акций, продав которые можно реализовать приращение стоимости капитала. Их совокупный доход представляет комбинацию и того, и другого. Теоретически акционеры должны быть равнодушными к дивидендам, ведь главный их доход — рост ценности их капитала. Тем не менее это

не так. Ведь, если компания не платит дивиденды, ценность акций будет возрастать, отражая приведенную ценность будущих денежных потоков, которые генерируются путем реинвестирования прибыли, остающейся после невыплаты дивидендов. Компании нужна структурированная дивидендная политика, адаптивная к каждой фазе ее развития (рис. 12.33). На стадии зарождения, когда денежные потоки отрицательные, акционеры не могут и не должны ждать дивидендов, и дивиденды на этой стадии равны нулю. Весь доход акционеров при этом определяется ростом стоимости капитала. Для того чтобы платить дивиденды, компании требуются и деньги, и прибыль к распределению в виде дивидендов. На протяжении всей стадии зарождения бизнес приносит одни убытки, прибыли нет вовсе, тем более такой, которая могла бы служить источником дивидендов.

Рост	Зарождение
НОМИНАЛЬНАЯ норма выплаты дивидендов	НУЛЕВАЯ норма выплаты дивидендов
Насыщение	Спад
ВЫСОКАЯ норма выплаты дивидендов	100%-ная норма выплаты дивидендов

Рис. 12.33. Дивидендная политика по фазам жизненного цикла

Даже если компания вступает в фазу роста, денежный поток в лучшем случае остается нейтральным, т.е. нулевым, а источником финансирования остается акционерный капитал. В связи с этим политика выплаты дивидендов вновь является нелогичной. На данной стадии бизнес стремится к росту своей рыночной доли с одновременным активным ростом рынка. Инвестор будет поддерживать такое стремление и накладывать жесткие ограничения на распределение прибыли, которая вся должна отправляться на развитие. Следствие простое: норма выплаты дивидендов вновь равна нулю. Новые акционеры неизбежно сменят венчурных инвесторов и будут финансировать быстрый рост. Им скорее всего и нужно будет платить номинальные дивиденды из растущего потока прибыли. Однако тем не менее большую часть своих доходов эти акционеры получают по итогам роста стоимости капитала, который проявляется в приращении ценности и повышении курса акций.

По мере того как достигается фаза насыщения, должна меняться политика дивидендов по целому ряду причин. Денежный поток в этой фазе стабильный и положительный, заемный капитал — практически используемый источник финансирования. Учетная прибыль высока

и относительно стабильна. В итоге вполне осмысленно поддерживать политику высокой нормы выплаты дивидендов. Норма выплаты дивидендов должна постепенно расти, когда снимаются какие-либо ограничения на реинвестирование прибыли. Если компания не может реинвестировать средства с нормой дохода, требуемой акционерами, она, по существу, разрушает ценность, накапливая данные средства в виде нераспределенной прибыли. Следовательно, если возможности реинвестирования повышать прибыльность снижаются в фазе насыщения, где темпы и потенциал роста резко сокращаются, акционерную ценность можно максимизировать, выплачивая излишек средств в виде дивидендов. Более того, в фазе насыщения, когда период высоких темпов роста остается в прошлом, стремление к излишнему «накопительству» капитала должно быть ограничено в интересах акционеров. Соответственно, для того чтобы сохранять норму доходности для акционеров, норму дивидендов необходимо постепенно увеличивать. Такой рост нормы дивидендов компенсирует потери в потенциальных накоплениях капитала.

Подобное изменение дивидендной политики влечет за собой еще одну разновидность агентских конфликтов. Топ-менеджеры не склонны выплачивать дивиденды и предпочитают во всех ситуациях сохранять излишек средств внутри компании. Такое резервирование средств дает им операционную гибкость, позволяющую сохранять устойчивость компании в любых непредвиденных ситуациях. Правда, эта концепция операционной гибкости напрямую не связана с концепцией максимизации благосостояния акционеров, а в большей степени привязана к концепции снижения управленческих рисков.

В фазе спада и прибыль, и денежные потоки, условно говоря, «умирают». Тем не менее на этой стадии жизненного цикла целесообразно выплачивать совокупную норму дивидендов. Термин «совокупная» в данном случае означает совокупные денежные потоки, определяющие наряду с прибылью совокупный доход, который весь должен уходить на выплату дивидендов.

На протяжении всей фазы насыщения компания генерирует высокую прибыль и высокие чистые денежные потоки, большая их часть выплачивается в виде дивидендов. Норма дивиденда воплощает существенную долю совокупного дохода, ожидаемого акционерами. Ведь потенциал роста сокращается, перспективы роста капитала снижаются, прибыль все больше опирается на рост эффективности. Однако, если продажи продукта начинают неуклонно падать, компания перестает реинвестировать в бизнес, масштабы которого постепенно сокращаются. Это означает, что расходы по амортизации вероятнее всего тоже не будут реинвестировать на замену активов, используемых в операционной деятельности. А это неизбежно увеличит размер свободного денежного потока, который мог бы выплачиваться в качестве дивидендов акционерам.

12.3.4. Итоговое значение матрицы финансовых стратегий в позиционировании компании и оценке ее финансовой политики

Принципы построения матрицы и рост доходности. Заключительный параграф посвящен принципам и технологии построения матрицы финансовых стратегий, представляющей собой по сути финансовую интерпретацию портфельной матрицы, созданной в начале 1970-х гг. Бостонской консультативной группой. На протяжении вот уже пяти лет этот инструмент принятия решений активно применяется слушателями программ MBA «Финансы» и EMBA «Стратегические финансы» для подведения итогов финансовой диагностики. С его помощью слушатели этих программ (в основном это финансовые директора) попытались провести экспертизу собственной финансовой политики и дать прогнозные оценки финансовым стратегиям, с их точки зрения способным привести компании к процветанию, количественно выраженному в максимальном приращении ценности.

Рыночная добавленная ценность (*MVA* – Market Value Added) является измерителем того, насколько увеличивается ценность компании. Она представляет собой разницу между рыночной стоимостью совокупного капитала (заемного и собственного) и количеством инвестированного (или вложенного) акционерами капитала.

$$MVA = \text{Рыночная стоимость компании} - \text{Стоимость инвестированного (вложенного) капитала.} \quad (12.43)$$

Если рыночная добавленная ценность по результатам расчетов больше 0, принято считать, что менеджеры компании за рассматриваемый период создали или создадут ценность компании. Если же этот показатель меньше 0, логично предположить, что деятельность менеджеров привела к разрушению ценности.

Способность компании создавать ценность предопределяется взаимодействием трех ключевых факторов: операционной доходности, стоимости (или средневзвешенной стоимости) капитала, а также способности компании расти и развиваться, измеряемой темпами устойчивого роста с помощью модели *SGR*. Операционная доходность (*ROIC*) определяется соотношением чистой операционной прибыли после налогов и инвестированного капитала, измеряемого на начало учетного периода, т.е.

$$ROIC = EBIT \times (1 - t) / IC = NOPAT / IC, \quad (12.44)$$

где *ROIC* – операционная доходность; *EBIT* – прибыль до уплаты процентов и налогов; *IC* – инвестированный капитал; *t* – ставка налога; *NOPAT* – чистая операционная прибыль после налогов.

Средневзвешенная стоимость капитала (*WACC*) рассчитывается по формуле

$$WACC = (\text{Посленалоговая стоимость долга} \times \text{Процент долга}) + (\text{Стоимость собственного капитала} \times \text{Процент собственного капитала}). \quad (12.45)$$

$$SGR = R \times ROE, \quad (12.46)$$

где *SGR* — темпы устойчивого роста; *R* — норма накопления; *ROE* — доходность собственного капитала.

Для того чтобы понять, как связаны между собой все три ключевых фактора — операционная доходность, средневзвешенная стоимость капитала и темпы устойчивого развития, — в теории *VBM* делается предположение, что компания всегда будет развиваться постоянными ежегодными темпами прироста. В этом случае рыночная добавленная ценность может быть представлена так:

$$MVA = (ROIC - WACC) \times IC / WACC - CGR, \quad (12.47)$$

где *CGR* — ежегодный постоянный темп прироста.

Если внимательно присмотреться к формуле 12.47, то очевидным окажется то, что рыночная добавленная ценность будет иметь, во-первых, хоть какой-нибудь смысл, если средневзвешенная стоимость капитала будет больше неизменных ежегодных темпов прироста, а главное, этот показатель будет иметь положительное значение при условии, если разница между операционной доходностью и средневзвешенной стоимостью капитала тоже будет положительной. Если же в ходе расчетов вдруг окажется, что средневзвешенная стоимость капитала больше по значению, чем операционная доходность, вывод такой: показатель, с помощью которого мы попытались измерить ценность, приобретает отрицательное значение. Отрицательная *MVA* — это сигнал о том, что менеджеры компании разрушают ее ценность.

Разница между операционной доходностью и средневзвешенной стоимостью капитала получила название *спрэда доходности*, т.е.

$$\text{Спрэд доходности} = ROIC - WACC. \quad (12.48)$$

Изучение спреда доходности. Если спрэд доходности больше 0, ценность создается, если меньше 0, ценность разрушается. Или иначе: если ожидается (прогнозируется) положительный спрэд доходности, ценность компании за рассматриваемый период будет создаваться, если прогнозируется спрэд доходности отрицательный, — разрушаться. Если операционная доходность оказывается равной средневзвешенной стоимости капитала, ценность компании остается без изменений, что означа-

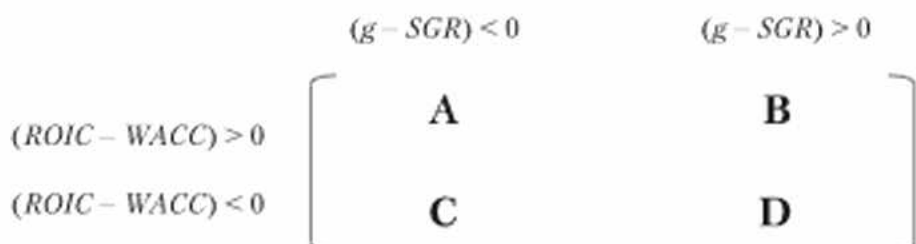
ет лишь одно: прибыли хватает для того выполнения обязательств перед кредиторами и акционерами. В связи с этим более понятной становится фраза: «Компания создает ценность». Это значит, что акционеры в случае позитивной рыночной добавленной ценности получают больше, чем ожидали. Спрэд доходности меняет представление о том, какими целями руководствуются менеджеры в своей деятельности. Теперь понятно, что они должны стремиться не к максимизации операционной доходности, а к максимизации разницы между операционной доходностью и средневзвешенной стоимостью капитала, т.е. к максимизации спреда доходности.

Анализ стратегического разрыва в темпах роста. Внимательное изучение развернутой формулы рыночной добавленной ценности дает основание еще для одного очень важного наблюдения. Оказывается, сам по себе рост или, точнее, высокие темпы роста не могут привести к росту ценности компании. Впрочем, и низкие темпы роста тоже не означают, что общий результат, измеряемый ценностью, отрицательный. Оговоримся: высокие темпы роста представляют собой положительную разницу между фактическими и устойчивыми темпами роста ($g - SGR > 0$), а низкие темпы роста определяются отрицательной разницей этих же параметров ($g - SGR < 0$). Для того чтобы скорость развития оказалось связанной с ростом ценности, обязательно нужны сопутствующие условия, в частности, положительный спрэд доходности. Собственно говоря, спрэд доходности сам по себе не зависит от темпов роста и способен указывать, насколько действия менеджеров позитивно влияют на рост ценности компании. Ведь существуют компании с высокими темпами роста, которые оказывают разрушительное воздействие на ценность, и, наоборот, стагнирующие, создающие ценность для акционеров. Поэтому правомерно утверждение: лишь темпы роста, сопровождаемые положительным спрэдом доходности, могут быть оправданы (или обоснованы) с точки зрения положительного влияния на ценность компании.

Попытки понять глубже, как соотносятся между собой два важнейших параметра, с помощью которых характеризуется процесс приращения ценности, т.е. спреда доходности и темпов устойчивого роста реализуются с помощью матричного подхода. Два параметра дают двумерную матрицу, которую можно изобразить примерно так (рис. 12.34).

Матрица финансовых стратегий как интерпретация Бостонской матрицы. Анализ графического изображения взаимодействия двух базовых параметров, характеризующих деятельность компании (скорости развития — разницы между фактическими и устойчивыми темпами роста и спреда доходности — разницы между операционной доходностью и средневзвешенной стоимостью капитала), позволяют на основе построения несложной двумерной матрицы построить матрицу, получившую в современном финансовом менеджменте название «матрица финансовых стратегий», которая иногда трактуется как финансовая

Версия 1



Версия 2

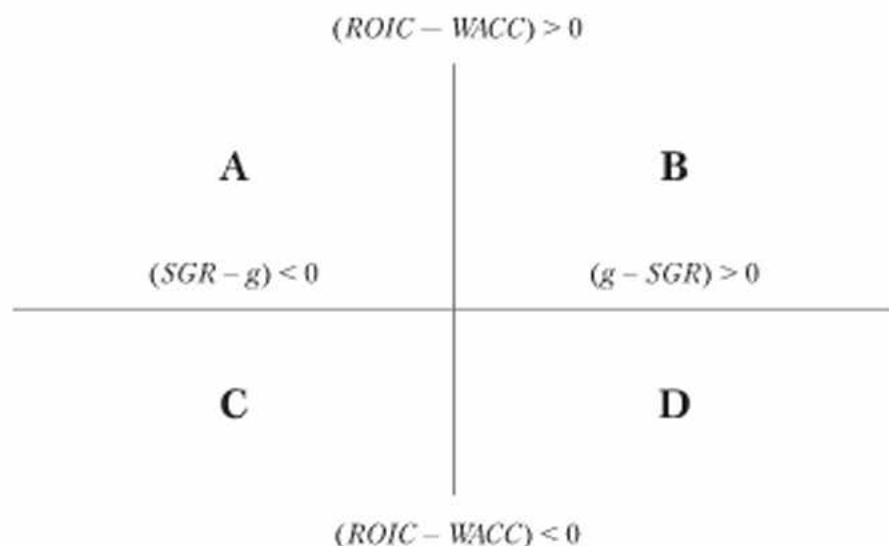


Рис. 12.34. Технология формирования матрицы финансовых стратегий

интерпретация портфельной матрицы БКГ. Суть ее заключается в следующем: пересечение двух осей координат, каждая из которых олицетворяет один из двух параметров, дает возможность получить четыре квадранта, куда попадают в ходе диагностики компании. Первый левый верхний квадрант этой матрицы характеризуется тем, что при низких темпах роста компания создает, условно говоря, ценность. Условно, потому что в данном случае речь идет не столько о ценности, сколько о положительном спреде доходности, выступающем базовым параметром все той же ценности. Правый верхний квадрант свидетельствует, что спред доходности больше 0, т.е. операционная доходность превышает средневзвешенную стоимость капитала, но скорость развития компании

теперь уже высокая. Проистекает данный вывод из следующего: разница между фактическими темпами роста и темпами устойчивого развития в этом квадранте оказывается положительной. Нижние два квадранта построенной матрицы характеризуются отрицательным значением спреда доходности ($ROIC - WACC < 0$). Однако в нижнем левом квадранте, если компания попадает туда, скорость ее развития трактуется как низкая из-за отрицательной разницы фактических и устойчивых темпов роста, а для нижнего правого квадранта эта скорость является явно высокой из-за положительного значения этой разницы. Полученные в ходе построения матрицы (назовем их пока матрицами темпов роста и доходности) требуют дальнейшего изучения и более глубокого понимания. Однако прежде чем перейти к обобщению и интерпретации данных результатов, вернемся к основным параметрам матрицы.

Интерпретация экономической прибыли. Спред доходности уже встречался в формуле экономической прибыли, или экономической добавленной ценности (*EVA*). Напомним, существуют две версии определения этого показателя:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC; \quad (12.49)$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC. \quad (12.50)$$

Экономическая прибыль есть произведение спреда доходности и инвестированного капитала. Продолжая рассуждать о роли спреда доходности в определении экономической прибыли, можно отметить, что положительный спред приводит к положительному значению экономической прибыли, и наоборот: отрицательное значение спреда, обусловленное недостаточным уровнем операционной доходности, ведет к отрицательной величине экономической прибыли. Основываясь на этом, создадим еще одну версию матрицы темпов роста и доходности, где вместо (или наряду) со спредом доходности вертикальную ось характеризует экономическая прибыль: верхнюю часть оси ординат — положительная экономическая прибыль, нижняя часть — отрицательная. Можно ли этот показатель отождествлять с заключением, что положительная экономическая добавленная ценность свидетельствует о создании или разрушении менеджерами ценности компании в случае отрицательного результата *EVA*? Думается, вряд ли. Хотя в теории и практике современного финансового менеджмента преобладает иная позиция, согласно которой показатель *EVA* играет роль количественной характеристики приращения ценности компании за один период (таковым чаще всего выступает год). Обусловлено это следующим: компании с позитивным спредом доходности обладают положительной экономической ценностью, а компании с отрицательным спредом имеют отрицательную экономическую прибыль. Ранее уже обсуждалось, что положительный (или отрицатель-

ный) исторический по своему происхождению спред доходности капитала (или показатель *EVA*) вовсе не предполагает отнесение компании к разряду созидателей ценности или ее разрушителей. Для подобных выводов необходимо финансовое прогнозирование будущих ожидаемых потоков *EVA*, по своей природе представляющих собой денежные потоки, дисконтирование полученной величины с учетом имеющихся рисков, применение главного правила современных финансов — правила чистой приведенной ценности, и лишь после этого представляется возможным делать вывод о создании или разрушении акционерной ценности.

EVA одного периода. Показатель *EVA* в рассматриваемой ситуации служит не столько олицетворением ценности компании, сколько количественно выражает результаты созидательного (или разрушительного) труда менеджеров, выполняя роль основы (или критерия) для построения компенсационных планов, в которых оплата этого труда стимулировала бы их поведение в интересах акционеров. Безусловно, хотелось бы, чтобы менеджеры были заинтересованы в приращении ценности и действовали в интересах акционеров. К сожалению, практика чаще говорит о конфликтах интересов менеджеров и акционеров, и далеко не всегда менеджеры действуют во имя реализации основополагающей цели развития компании. В связи с этим возникает задача построения системы оплаты и стимулирования труда менеджеров (в виде компенсационных планов), заставляющей действовать во имя и на благо интересов главных инвесторов — акционеров. Решений современная практика финансового менеджмента предлагает немало. Один из наиболее простых альтернативных путей — связать бонусы менеджеров с экономической добавленной ценностью, точнее с ее ростом. Нацеленность на непрерывное улучшение этого показателя привяжет усилия менеджеров к процессу создания ценности. Однако, чтобы подобная система компенсаций оказалась действенной, необходимы дополнительные условия. Во-первых, управленческие решения, принимаемые сегодня, должны продолжать оказывать позитивное влияние на величину *EVA* на протяжении будущих трех, а то и пяти лет. Во-вторых, чтобы предлагаемая система зависимости бонусов от *EVA* могла быть эффективной, она должна составлять подавляющую долю в оплате труда менеджеров. Если же гарантированная плата за труд будет, например, составлять 95%, а остальное — лишь 5%, новая компенсационная система вряд ли поможет объединить интересы менеджеров и акционеров. В-третьих, если внедрять данную систему компенсаций, менеджеров в эту систему должно быть вовлечено как можно больше. В-четвертых, если пользоваться компенсационным планом, основанным на показателе *EVA*, необходимо откорректировать балансовую стоимость капитала и операционную прибыль. Таких корректировок в настоящее время насчитывается более 100. Менеджерам предстоит выбрать лишь несколько и наиболее значимых. Чрезмерное число корректировок снижает привлекательность подобных систем.

EVA, MVA и NPV. При построении диагностических матриц необходимо учитывать еще одно обстоятельство. Процесс бюджетирования капитала, по сути, являющийся потенциалом, от которого и зависит приращение ценности, основан на правиле чистой приведенной ценности. Это правило, будучи сердцевиной процесса бюджетирования капитала, как известно, базируется на денежных потоках. В то же время современный финансовый менеджмент все больше начинает полагаться на рыночную и экономическую добавленные ценности. Поэтому необходимо выяснить, есть ли противоречие между двумя системами? А для этого нам предстоит обнаружить связь между *EVA* и *MVA*, а главное — между *EVA*, *MVA* и правилом *NPV*.

Вспомним, что *MVA* — это

$$MVA = (ROIC - WACC) \times IC / WACC - CGR, \quad (12.51)$$

а *EVA* —

$$EVA = IC (ROIC - WACC). \quad (12.52)$$

Суммируя, мы можем записать:

$$MVA = EVA / (WACC - CGR), \quad (12.53)$$

где ожидается, что потоки будущих *EVA* будут нарастать постоянными темпами. Данная формула означает лишь одно: для того чтобы получить за период, составляющий несколько лет, максимальное приращение ценности, нужно максимизировать совокупный денежный поток *EVA* или сумму денежных потоков *EVA* за весь период. В течение отдельных составляющих этот период лет *EVA* может иметь разные значения: и положительные, и отрицательные (особенно в первые годы инвестиционной активности).

В финансовом менеджменте в настоящее время существуют два подхода к оценке и диагностике финансового состояния компании: основанный на *MVA* и основанный на *NPV*. Они эквивалентны друг другу. Однако следует принимать во внимание тот факт, что подход, основанный на приращении ценности (*MVA*), имеет явное преимущество при подведении совокупных итогов. Оно заключается в том, что основной измеритель ценности имеет прямое отношение к показателю экономической прибыли. В то же время подход, основанный на чистой приведенной ценности, адекватен в большей степени оценке инвестиционных решений, особенно в случае оценки размеров потребления капитала (произведение инвестированного капитала на средневзвешенную стоимость капитала, где инвестированный капитал учитывается на начало года). Главное преимущество подхода, основанного на чистой приведенной ценности, заключается в следующем: в этом правиле учитываются любые нефинансовые транзакции, имеющие отношение к инвестиционному проекту. Таким

образом, менеджеры, применяющие метод чистой приведенной ценности, могут не учитывать количество инвестированного капитала на начало каждого периода и думать только о денежных потоках самого проекта. В итоге вполне вероятной оказывается ситуация, когда в первый же год *EVA* отрицательная, т.е. формально нет приращения ценности, а денежный поток, генерируемый проектом, имеет положительное значение.

Графическая иллюстрация матрицы финансовых стратегий. На рисунке 12.35 представлена матрица финансовых стратегий в ее классическом виде, где *EVA* (положительная и отрицательная) связывается соответственно с понятиями создания и разрушения ценности. Именно в таком виде эта матрица (за редким исключением) уже в течение нескольких лет активно применяется финансовыми директорами целого ряда российских компаний для финансовой диагностики их состояния в рамках обучения по программам МВА «Финансы» и EMBA «Стратегические финансы» ВФШМ РАНХиГС.

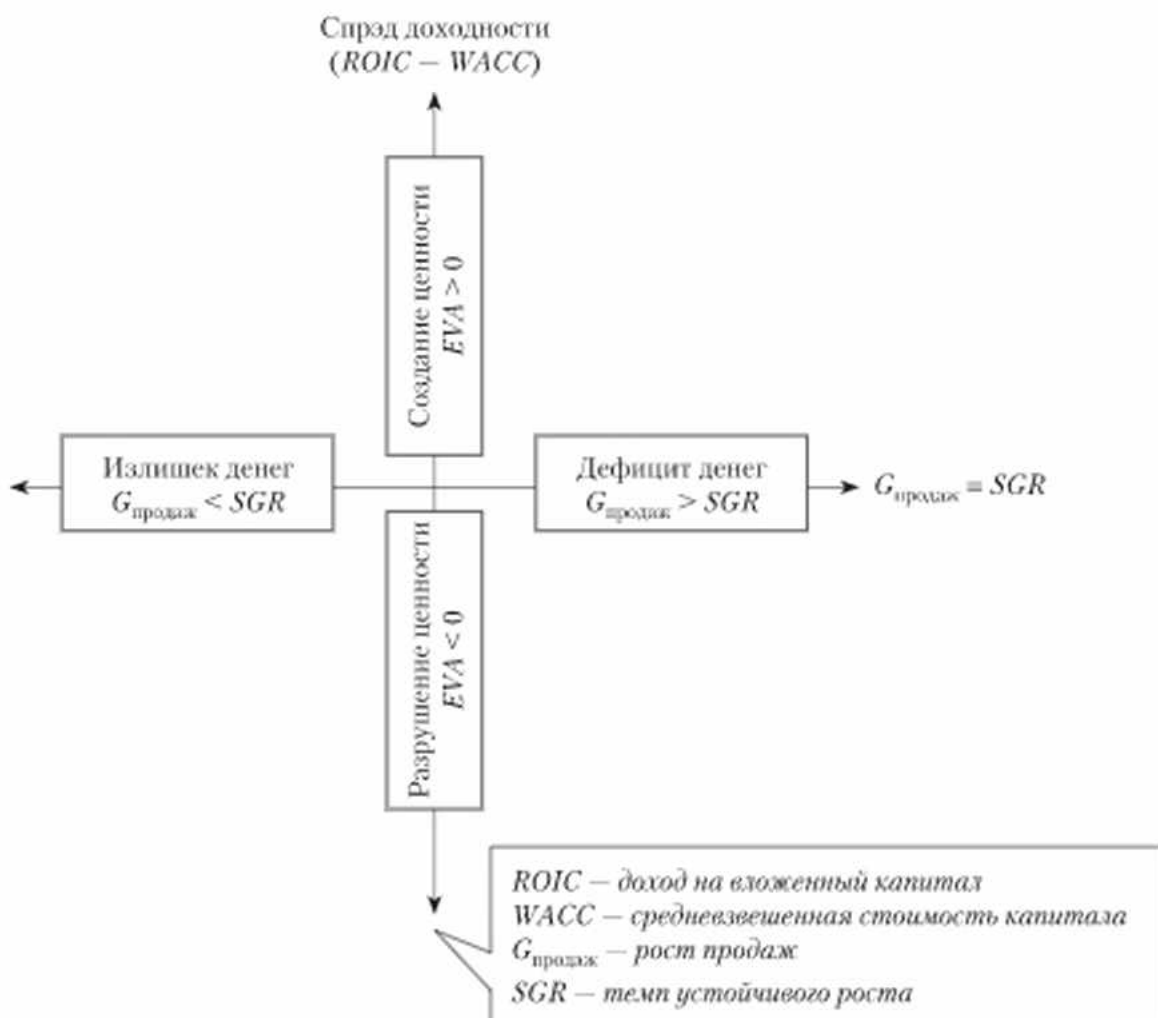


Рис. 12.35. Матрица финансовых стратегий (первая версия)

Вертикальная ось в идеале измеряет способность компании создавать ценность. Эта способность измеряется величиной спреда доходности ($ROIC - WACC$) и показателем EVA . Если полученная разница положительная, вывод оптимистичный — ценность создается, если отрицательная, ценность разрушается. Горизонтальная ось измеряет способность компании финансировать свой рост продаж, которая оценивается разницей между фактическими темпами роста продаж и темпами устойчивого роста ($g - SGR$). Если разница положительная, компания нуждается в деньгах, если отрицательная, у компании наблюдается излишек денег. Темп устойчивого роста — это максимальный темп роста продаж, которого можно достичь без изменения финансовой политики компании (тот же финансовый леверидж, та же норма выплаты дивидендов, нет выпуска или выкупа акций) или модификации ее операционной политики (та же норма операционной прибыли, та же оборачиваемость активов или инвестированного капитала).

Денежный дефицит. Ранее уже демонстрировалось, что компания будет испытывать дефицит денежных средств, если разница между темпами роста продаж и темпами устойчивого развития положительная (правая часть матрицы). В этом случае продажи растут быстрее способности компании финансировать активы, необходимые для обеспечения данного роста. В итоге рождается денежный дефицит. Данная ситуация денежного дефицита делится благодаря второму параметру матрицы — спреда доходности — на две части. Выясняется, что дефицит может иметь двойственную природу: один возникает в условиях положительной разницы между операционной и средневзвешенной доходностью капитала, а другой — в условиях отрицательной разницы.

Излишек денег. Если разница между фактическими темпами роста и темпами устойчивого развития отрицательная, компания констатирует наличие излишка денег. Излишек возникает лишь потому, что имеющаяся толика денег нецелесообразно инвестировать в собственное развитие. Данная ситуация с помощью спреда доходности тоже делится на две части, одна из которых относится к положительным тенденциям в развитии, а другая воспринимается как нечто негативное. Во всех четырех случаях существует потребность определиться, что делать в каждом из четырех случаев, какое прикладное значение имеет матрица, наконец, что должны делать с этой матрицей менеджеры в своей управленческой деятельности?

Данная матричная конструкция имеет три версии, внешне схожие между собой, однако по сути отличные друг от друга. Первая версия, наиболее поверхностная и прямолинейная, связывает матрицу с ценностью компании, и именно она получает широкое распространение.

Согласно этой версии матрица дает основания для изучения четырех ситуаций, с которыми может столкнуться компания. В первой ситуации компания обладает способностью создавать ценность, од-

нако возникает дефицит денег (правый верхний квадрант матрицы). Во второй ситуации компания по-прежнему сохраняет способность создавать ценность, но эта способность сопровождается излишком денег (правый левый квадрант). Третья и четвертая ситуации противоположны двум первым: компания теряет свою способность создавать ценность, при этом разрушительная способность сопровождается либо дефицитом денег (правый нижний квадрант), либо их излишком (левый нижний квадрант).

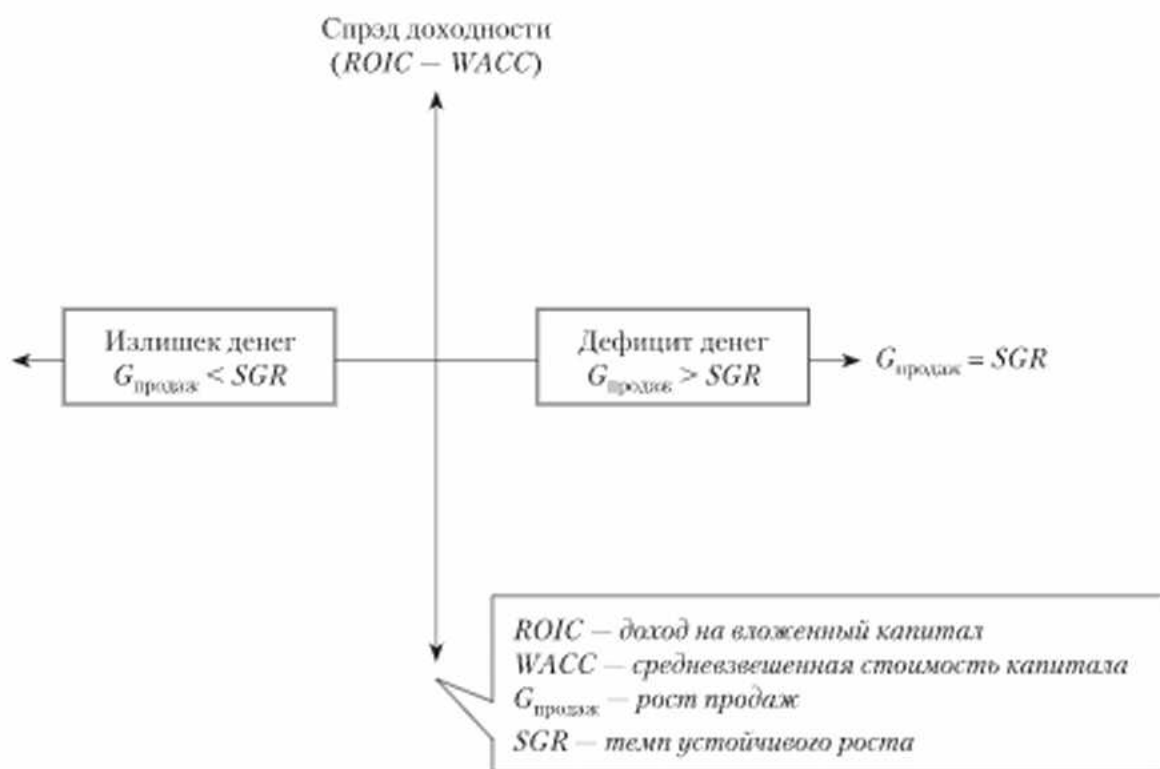


Рис. 12.36. Матрица финансовых стратегий (вторая версия)

Отрицательный и положительный спрэд доходности. Вторая версия матрицы на рис. 12.36 иная. В этой версии по вертикали не используется категория ценности, а ее параметры ограничиваются спрэдом доходности. Интерпретация квадрантов матрицы носит внешне упрощенный характер, поскольку темпы роста компании соотносятся не с ее ценностью, а с операционной доходностью и стоимостью капитала. Третья версия, представленная на рис. 12.37, внешне, казалось бы, мало отличается от первых двух, однако при ближайшем рассмотрении выясняется, что отличие есть, и весьма принципиальное. Если горизонталь все та же, то по вертикали теперь откладывается показатель экономической добавленной ценности (EVA). Следуя общей логике рассуждений, такое уточнение матрицы дает основание предположить:

в данном случае, если речь идет о периоде в один год, больше оснований говорить не о финансовой политике, сопровождающей компанию во всех четыре случаях, а о качестве и содержании компенсационных планов, которые необходимо разрабатывать применительно к позиционированию матрицы в одном из четырех квадрантов. Данный вывод лишь дополняет общий: анализируемая матрица безусловно относится к разряду матриц, позволяющих систематизировать финансовые стратегии, разделив их на четыре категории. Потому общее название этой матрицы — матрица финансовых стратегий. Однако, как было показано, вторая версия позволяет приплюсовать к финансовым операционные стратегии, от которых зависит уровень операционной доходности. А третья версия, целиком основанная на *EVA*, добавляет к финансовым и операционным компенсационные стратегии. Таким образом, известная как матрица финансовых стратегий, она модифицируется в матрицу финансовых, операционных и компенсационных стратегий.

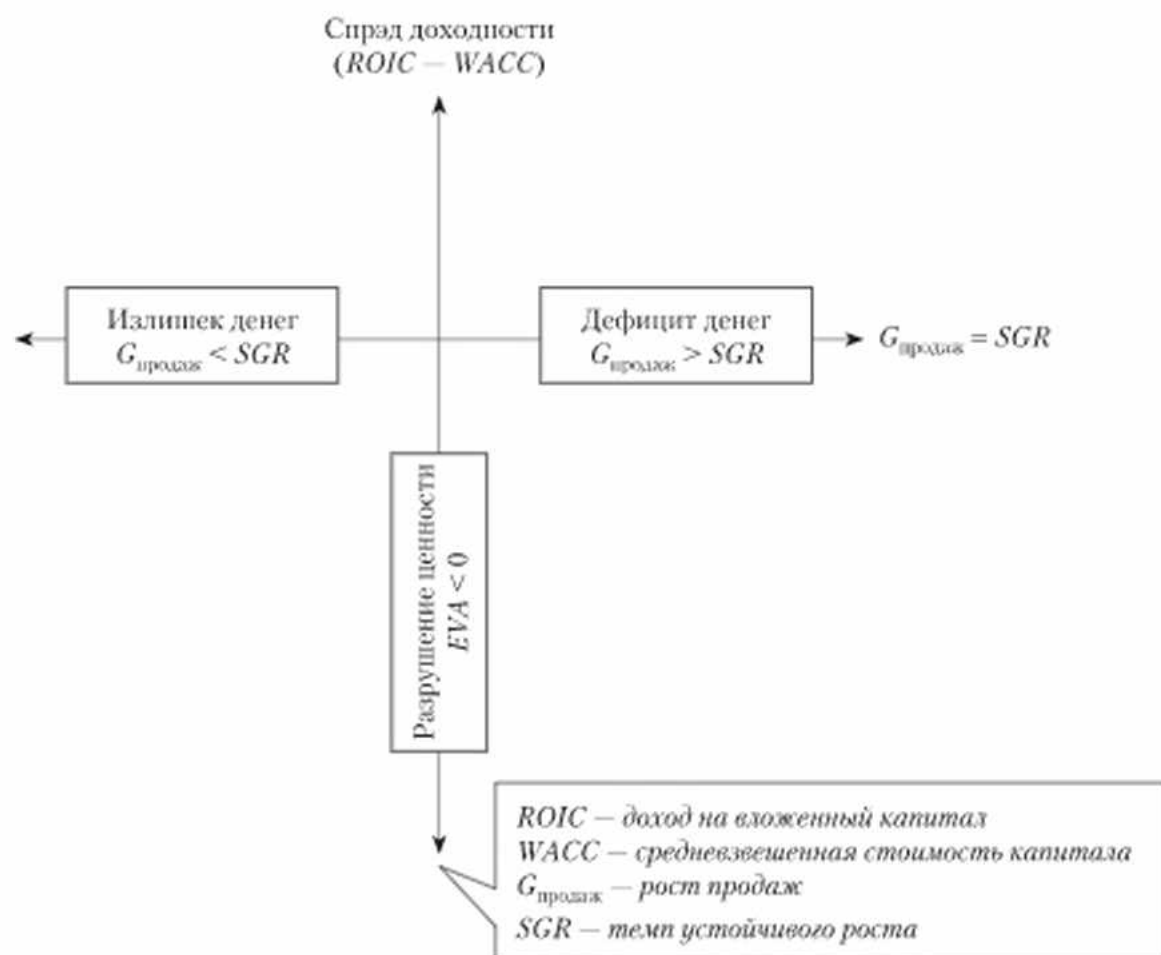


Рис. 12.37. Матрица финансовых стратегий (третья версия)

Но вернемся к базовой версии матрицы финансовых стратегий. Если для компании характерно монопроизводство, ее бизнес по итогам финансовой диагностики попадает в один из четырех квадрантов. Такое попадание влечет за собой экспертизу финансовой политики компании, которая, собственно говоря, и завершает длительный процесс финансовой диагностики, начинающийся с чтения финансовых документов, финансового анализа, анализа рисков и факторного анализа доходности, а завершающийся оценкой потенциала развития, построением матрицы финансовых стратегий и экспертизой финансовой политики компании. Завершающий этап финансовой диагностики требует от менеджеров компании решения, что делать с бизнесом, попавшим в один из четырех квадрантов, и в каком направлении в зависимости от общих стратегических устремления менять финансовую политику.

Финансовые и операционные стратегии при различных обстоятельствах. Правый верхний квадрант. Итак, перед нами четыре варианта позиционирования компании. Первый вариант: компания попадает в правый верхний квадрант. В этом случае у менеджеров две очевидных опции. Первая опция — менеджеры принимают решение сократить или ограничить любые дивидендные выплаты, если, конечно, компания платит дивиденды или своим акционерам, или своей материнской компании, или тем и другим. Другая опция предназначена материнской компании: она может добавить данной компании акционерного капитала. Если компания является открытым акционерным обществом и ее акции котируются на фондовом рынке, она может увеличить свой собственный капитал, выпустив в обращение новые акции. Пропорционально росту собственного капитала компания может увеличить свои заимствования, не меняя при этом структуру капитала или сохраняя для себя оптимальную структуру. Если компания не изыщет дополнительные возможности привлечения капитала, она тем самым не сможет профинансировать бизнес, ориентированный на создание ценности. В этом случае она вынуждена будет сократить масштабы своей операционной деятельности и уменьшить темпы роста, доведя их до уровня темпов устойчивого развития путем снижения операционной прибыли или оборачиваемости инвестированного капитала. Компания может сократить масштабы своей конкуренции, сохранив бизнес в узком рыночном сегменте, играющем для нее роль стратегической зоны хозяйствования.

Левый верхний квадрант. Если компания попадает в левый верхний квадрант, менеджеры могут совершить два вида действий. Первое — компания может использовать излишек денег для ускорения роста бизнеса. Этого можно добиться путем роста внутренних инвестиций или присоединения аналогичного либо смежного вида деятельности. Но если не существует ни тех ни других возможностей? Тогда компания вправе вложить свои деньги в диверсификацию бизнеса, «купив» доходный бизнес. Однако данная стратегия редко приносит успешные

результаты, к ней лучше прибегать в редких случаях. Если компания не может инвестировать лишние средства с доходностью, превышающей стоимость капитала, она может часть лишних денег вернуть своим акционерам, а они уже будут инвестировать свои средства в венчурные проекты, но по своему усмотрению. Такое распределение денег компания вправе осуществить, разработав специальную программу выплаты дивидендов или выкупа акций.

Нижний левый квадрант. Третья ситуация, для которой характерны излишек денег и отрицательное значение спреда доходности, обладает высокими рисками. Поэтому ее необходимо фиксировать быстро, пока существует так называемый излишек денежных средств. Часть «лишних» денег следует вернуть акционерам, а оставшуюся часть использовать для реструктуризации бизнеса. И сделать это нужно как можно скорее, чтобы поднять операционную доходность и сделать ее выше стоимости капитала. Операционную доходность можно поднять, исходя из анализа ее базовых факторов. Следует вспомнить, что:

$$ROIC = (EBIT/\text{Продажи}) \times (\text{Продажи}/\text{Инвестированный капитал}) \times \\ \times (1 - \text{Ставка налога}) = \text{Норма операционной прибыли} \times \\ \times \text{Оборачиваемость инвестированного капитала} \times (1 - \text{Ставка налога}). \quad (12.54)$$

Исходя из этой формулы, менеджеры способны увеличить операционную доходность своей компании, используя различные комбинации базовых факторов:

- за счет улучшения нормы операционной прибыли, генерируя высокую операционную прибыль на единицу продаж;
- за счет роста оборачиваемости инвестированного капитала, генерируя высокие продажи с минимальными затратами капитала (путем сокращения коллекционного периода, оптимизации запасов, роста фондоотдачи и проч.);
- за счет сокращения эффективной ставки налога, используя преимущества различных налоговых льгот и субсидий.

Различные факторы, оказывающие содействие росту ценности компании, представлены на рис. 12.38. Помимо двух основных операционных факторов на рисунке показаны факторы влияния на стоимость капитала. Вместе они определяют размер потока ожидаемых в будущем доходов и, следовательно, спреда доходности, а в конечном итоге устанавливают уровень рыночной добавленной ценности. Кроме того, на рисунке проиллюстрирована способность менеджеров управлять развитием компании под воздействием экономических, политических и социальных факторов, а также используя свои конкурентные преимущества и ключевые компетенции, которые удалось сформировать.

Помимо операционных стратегий менеджеры компании могут прибегнуть напрямую к финансовым стратегиям, пересмотрев структуру

капитала компании в целях снижения средневзвешенной его стоимости. Опасность пребывания в этом левом нижнем квадранте матрицы финансовых стратегий заключается в следующем: сам по себе бизнес может оказаться неэффективным настолько, насколько с ним уже ничего нельзя сделать. В этом случае решение может быть однозначным: бизнес необходимо продавать или, что еще хуже, менять менеджеров в надежде на эффективный общий, стратегический, а не только финансовый менеджмент.



Рис. 12.38. Матрица финансовых стратегий

Правый нижний квадрант. Худшая ситуация складывается в правом нижнем квадранте, где наблюдается дефицит денег и отрицательное значение спреда доходности. Она требует от менеджеров немедленных и быстрых действий. Если в ходе экспресс-анализа окажется, что компанию нельзя срочно реструктурировать, подразумевается скорейшая продажа части активов компании для получения денег, снижения масштабов функционирования оставшихся активов в целях краткосрочного выживания и изменения знака спреда доходности с отрицательного на положительный. Если развернуть указанным способом данный бизнес нельзя, совет можно дать лишь один: бизнес необходимо продавать немедленно, пока он не затянул в свой водоворот всю компанию. И еще. Ни при каких обстоятельствах этот бизнес нельзя финансировать за счет «лишних» денег, которые обнаружены у структурных подразделений данной компании.

12.3.5. Кейс «ИЗТМ»

В настоящее время «Иркутский завод тяжелого машиностроения» (ИЗТМ) является одним из крупнейших действующих машиностроительных заводов с заверненным циклом производства на территории России. Основное направление деятельности этого предприятия — производство продукции индивидуального тяжелого машиностроения. С апреля 2003 г. на завод пришла новая команда молодых менеджеров, цель которых не сводилась к извлечению прибыли. Их интересовали инвестиционные проекты и долгосрочное развитие завода.

В таблице 12.16 приводится аналитический баланс ИЗТМ. Дополняет эту таблицу графическое изображение динамики основных параметров аналитического баланса (рис. 12.39). По мнению финансового директора завода, изменения аналитического баланса носят негативный характер. В подтверждение его позиции динамика структуры аналитического баланса демонстрирует рост запасов и дебиторской задолженности. Помимо роста масштабов производства на это обстоятельство повлияли два негативных фактора. Отсутствие системной политики управления запасами привело к излишкам запасов по материалам, а целенаправленная политика заказчиков, стремящихся максимально отдалить время расчетов, — к росту дебиторской задолженности. Компенсировать рост запасов и дебиторской задолженности увеличением кредиторской задолженности не удалось: поставщики начали проводить агрессивную политику отгрузки после частичной предоплаты. Кроме того, за рассматриваемый период в результате раздела произошло снижение объема фиксированных активов, приобретенных за счет собственного капитала. Одновременно появились активы, приобретенные с привлечением краткосрочных займов. Все это, по мнению финансового директора, негативно сказалось на общей