

Финансовая модель анализа компании

Деятельность советов директоров охватывает разносторонние аспекты функционирования современной компании и предполагает осуществление стратегической координации процесса ее развития. Существенная часть таких координационных мер связана с финансовым анализом компании, оценкой ее стратегической эффективности и перспектив ее наращивания. Какие ключевые концепции необходимо использовать для такой аналитической работы? Каковы те принципы и подходы в финансовой аналитике компании, которые соответствуют современному уровню задач, стоящих перед советами директоров?

1.1. Финансовые измерения компании: ликвидность, риск и стоимость

Чтобы оценить развитие компании с позиций современной финансовой аналитики, необходимо выделить ключевые измерения, демонстрирующие *качество капитала* компании. Характеристика качества капитала предполагает построение специфической системы координат, отражающих ключевые финансовые измерения компании: ликвидность, инвестиционный риск, подлинная стоимость компании. Такая система координат схематично показана на рис. 1.1. Выделенные параметры, каждый взятый в отдельности, измеряют определенные состояния компании на протяжении всего жизненного цикла организации (ЖЦО), отражая специфические

проблемы, возникающие у компании на разных стадиях ее развития. Определенные уровни ликвидности, инвестиционного риска и стоимости свойственны компании от ее становления до исчезновения. Взятые в совокупности они важны для понимания коренных характеристик функционирующего в компании капитала, измеряя меняющееся *качество капитала*. В зависимости от стадии ЖЦО и позиции компании в конкуренции и стоящих перед ней задач, каждое из финансовых измерений может проявляться по-разному и быть выражено в разных показателях. Рассмотрим каждое из названных выше финансовых измерений.



Рис. 1.1. Финансовые измерения компании на протяжении жизненного цикла

Первое финансовое измерение качества капитала — это *ликвидность*. Традиционно ликвидность рассматривают как характеристику конкретных групп активов, обозначающую саму способность и скорость их превращения в денежные средства. Поэтому для характеристики ликвидности активов обычно изучают способность компании отвечать по возникшим обязательствам. Для этого рассчитывают коэффициенты, выражающие покрытие имеющихся обязательств различными категориями активов. Это важный ракурс анализа, но он не создает полной картины ликвидности капитала компании как целого. Если рассматривать компанию не на статичном отрезке, а с позиций траектории движения по стадиям

жизненного цикла, возникает еще один ракурс анализа: *ликвидность капитала для собственников*. Под ликвидностью капитала для собственников имеется в виду *способность компании создавать положительные потоки выгод для собственников*. Поэтому понадобится анализ потока денежных средств, свободного для изъятия из бизнеса его владельцами, или потока, остающегося после необходимых для реализации стратегии бизнеса инвестиций и выплат в адрес инвесторов-кредиторов. Свободным он назван постольку, поскольку показывает, какие денежные средства могут потенциально оказаться в распоряжении владельцев компании. Показатель свободного потока денежных средств ввел в академический оборот М. Дженсен в 1980-х гг. прошлого века. Примечательно, что появление этого понятия связано с анализом принципов выбора структуры капитала, и в настоящее время используется в работах в области корпоративных финансов, направленных на теоретический анализ и эмпирические исследования стратегических решений о привлечении капитала, мотивах выбора его структуры, мотивах проведения стратегических сделок и покупки корпоративного контроля.

Почему для характеристики качества капитала нужно вовлечь именно этот показатель? Чтобы ответить на этот вопрос, необходимо вычлнить отличительные особенности этого показателя потоков денежных средств.

Независимо от профиля деятельности, любой компании в рыночной среде свойственны три типа потоков денежных средств (см. рис. 1.2). Первый тип потоков — поток денежных средств от основной деятельности — возникает в операциях, непосредственно определяющих облик компании в конкуренции и формирующих прибыль, рассмотренную в форме показателя чистой прибыли. Этот поток образует фундамент устойчивости компании, внутренний финансовый источник ее развития. Второй тип потока — поток от инвестиционной деятельности — возникает в связи с периодическими изменениями структуры долгосрочных активов компании и является результатом ее приспособления к сдвигам в конкуренции, которые вынуждают продавать одни активы и покупать другие. Третий тип потоков денежных средств — поток от финансирования — обеспечивает финансовую гибкость компании, а точнее, скорость ее приспособления к меняющимся условиям бизнеса. Все три

типа потоков имеют собственные притоки и оттоки и формируют «волну» движения денежных средств компании в целом.



Рис. 1.2. Потоки денежных средств компании

Сумма всех трех составляющих — чистый поток денежных средств (*net cash flow*) — важный компонент финансового анализа компании на любой стадии ее развития. В нем фиксируется общий результат всех видов деятельности — основной, инвестиционной и деятельности по финансированию, без которых невозможно решение задач, возникающих в бизнесе. Выявление способности бизнеса выступать генератором потока денежных средств либо, напротив, преобладания расходования денег над их поступлением является ключом к финансовому анализу компании как в краткосрочном, так и в долгосрочном ракурсах. Между тем именно из этого соотношения вытекает характеристика потока свободных для собственника денежных средств (*free cash flows to equity, FCFE*).

$$FCFE = NI + D - \Delta NWC - Capex + \Delta ND, \quad (1-1)$$

где NI (net income) — чистая прибыль; D (depreciation) — расходы на амортизацию; ΔNWC (net working capital) — инвестиции в оборотный капитал; $Capex$ — капиталовложения в долгосрочные активы; ΔND (net debt) — изменение чистого заемного капитала, равное новым поступлениям заемного капитала за минусом выплаты основной суммы долга.

Положительная величина показателя $FCFE$ демонстрирует силу бизнеса, а положительная динамика $FCFE$ способна показывать его устойчивость. Такая динамика может складываться как в связи с упрочением рыночных позиций компании, так и потому, что компании удастся систематически привлекать заемные средства, наращивать эффективность их использования и качественно обслуживать возникающую задолженность. Напротив, отрицательные значения $FCFE$ иллюстрируют слабость бизнеса, зависимость операций компании от «чужих» денег. Отрицательные значения $FCFE$ могут возникать как из-за неустойчивости главного потока — потока от операционной деятельности, так и в связи с необходимостью крупных инвестиций и значительных выплат по долгам. Отрицательный поток свободных для собственника денежных средств говорит как раз о его «несвободе»: в таком состоянии компания может развиваться только при крупном притоке денежных средств по линии финансирования. Если такой приток вызван заимствованиями, рост компании может вести к нарастанию ее рисков. Если же, напротив, притоки денежных средств обеспечиваются дополнительными вложениями собственников, то это ведет к повышению ставки затрат на капитал и удорожанию капитала. Поэтому в ситуациях отрицательных потоков денежных средств от основной деятельности бизнес не может быть устойчивым. В итоге у собственников и их представителей — советов директоров — нет свободы и гибкости в реализации необходимых корпоративных политик и инициатив.

Иными словами, ликвидность компании, рассмотренная через призму способности создавать положительные потоки денежных средств для собственников, — стратегическая характеристика **качества капитала**, вложенного в компанию. Поэтому сам показатель $FCFE$ должен быть включен в состав постоянно отслеживаемых параметров, и это прежде всего необходимо для реализации стратегической роли советов директоров.

Второе финансовое измерение компании — это ее **инвестиционные риски**. Они формируются под влиянием широкого круга

факторов, вызывающих неопределенность в результатах ее деятельности — выручки, прибыли, потоков денежных средств, — и суммированы на рис. 1.3.

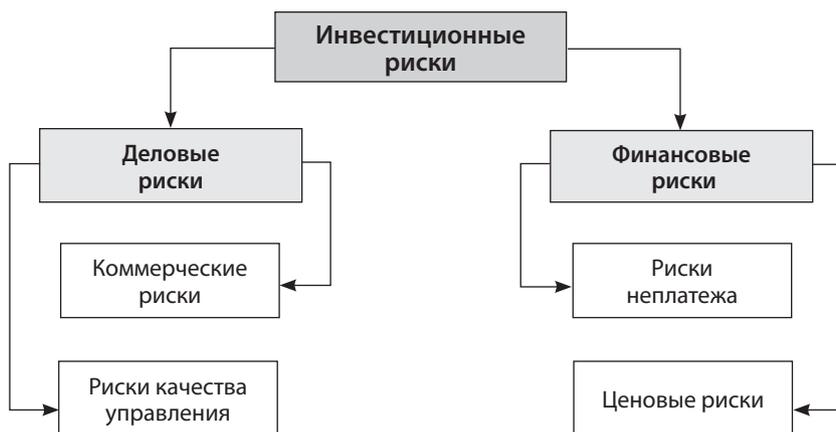


Рис. 1.3. Инвестиционные риски компании

Если ключевые факторы рисков рассматривать с точки зрения *сфер* возникновения условий для неопределенности, то прежде всего необходимо выделить *деловые риски*, связанные с факторами операционного цикла. К факторам делового риска относятся, во-первых, коммерческие факторы, охватывающие отношения компании с контрагентами по бизнесу (поставщиками, персоналом, клиентами, конкурентами) и, во-вторых, факторы, определяющие механизмы формирования решений в компании и процедуры их реализации, которые можно с некоторой долей условности описать термином «качество управления». Обе группы факторов, несомненно, связаны, поскольку описывают разные стороны деятельности организации, тем не менее в анализе инвестиционного риска их полезно разграничивать. Первая группа факторов в большей мере опирается на внешние условия, складывающиеся для компании, а вторая, напротив, на внутренние механизмы приспособления к ним, на архитектуру управленческих процессов. Коммерческие факторы разнообразны и возникают в звеньях цепочки создания потребительской ценности, присущей компании: от поставщиков до клиентов. Рассматривая подверженность компании деловому риску, желательно двигаться по ее цепочке ценности, чтобы выделить

ключевые компоненты, описывающие силу или, напротив, слабость компании в занимаемом ею положении на рынке, в конкуренции, в отношениях с поставщиками, с клиентами. В движении «вдоль цепочки ценности» важнейшей характеристикой делового риска становится степень диверсификации бизнеса, рассмотренная в трех ракурсах:

- продуктовым, описывающем состав продуктового портфеля компании;
- сбытовым, включающем силу позиции компании в сбытовой сети и присутствие продукции компании на разных рынках;
- клиентском, фиксирующем виды сегментов рынка, с которыми работает компания, и ее зависимость от определенного типа клиентуры.

Факторы «качества управления» вытекают из архитектуры управленческих процессов, стиля принятия ключевых решений, процедур стратегического анализа и разработки программ развития и реализации решений. Для характеристики особенностей принятия решений, во-первых, идентифицируется так называемый «риск ключевой фигуры», который подразумевает не просто наличие сильного формального лидера в компании, но, и это главное, его противоположность — слабую команду управленцев, не имеющую отработанных навыков анализа и принятия решений и, значит, принятия риска. Иными словами, изучаются именно негативные последствия присутствия в компании ключевой фигуры, которые, впрочем, могут и не возникать при умелом управлении ситуацией. В этой связи надо, на мой взгляд, различать, риск *ключевой фигуры менеджера* и риск *ключевой фигуры предпринимателя*. Предпринимательский стиль ведения бизнеса, который отличает набор полезных для компании свойств, таких как гибкостью и динамичность, не может обеспечивать рост за пределами определенных масштабов бизнеса. Он может начать конфликтовать с необходимостью формализации управленческих процессов и опоры на профессиональные знания и навыки менеджера. Картина может дополняться рискованым фоном ключевой фигуры менеджера, замыкающего на себя управленческие решения, создающего искусственные препятствия для формирования жизнеспособных, деятельных команд или отдельных менеджеров. Негативное влияние ключевой фигуры менеджера может складываться не независимо от проблем, создаваемых ключевой фигурой самого предпринимателя.

Помимо проблем риска ключевой фигуры анализ качества управления должен быть дополнен оценками прозрачности компании, сопоставимости ее данных, без чего инвесторам сложно оценить тенденции развития. Наконец, когда в компании возникают органы корпоративного управления, характеристика архитектуры принятия решений как компонента инвестиционного риска смещается в область деятельности совета директоров. Для понимания подверженности компании рассматриваемой группе факторов риска придется анализировать процедуры корпоративного управления, качества совета директоров, наличия в его составе независимых директоров, процедур и регламентов обсуждения действий менеджмента без директоров-менеджеров.

Вторая функциональная сфера возникновения факторов инвестиционного риска компании, как показано на рис. 1.3, — *финансовые риски*, охватывающие отношения компании по поводу способов финансирования и способа расчетов. Сюда относятся состояние ее отношений с кредиторами, которые описываются системой финансовых пропорций (коэффициентов), фиксирующих такие аспекты, как: зависимость от «чужих денег» (финансовый рычаг); качество этой зависимости, степень ее тяжести для компании (покрытие обязательств). Важный аспект финансового риска — ценовые риски, вызванные изменениями валютных курсов и, следовательно, влияющими на конечные результаты деятельности у компаний, вынужденных вступать в различные международные операции.

Третье финансовое измерение компании — ее *стоимость*. Для характеристики этого измерения необходимы понятия инвестиционной и подлинной стоимости, поскольку они в отличие от рыночной цены компании — капитализации — свойственны всем типам компаний и поэтому универсальны. Инвестиционная стоимость предполагает оценку выгод от собственности в компании с позиций конкретного инвестора. Она основана на его персонифицированном видении потока выгод через призму интересов конкретного инвестора и его ожиданий в области рисков. Подлинная стоимость, напротив, выражает аналитическую, не персонифицированную, и, в этом смысле, типичную оценку тех же параметров компании при предпосылке следования ее лучшим деловым практикам в отрасли. Иначе говоря, подлинная стоимость — это стоимость компании с

учетом выгод и рисков для абстрактного инвестора. Поэтому эти понятия концептуально идентичны, и различия касаются, по сути, отдельных моментов технологии прогнозов потоков денежных средств и оценки контроля над компанией. В целях данной работы предпочтение отдано термину «подлинная стоимость».

Анализ подлинной стоимости основан на определении совокупных будущих выгод от функционирования компании или приобретения доли участия в ней с учетом инвестиционных рисков. В наиболее общей форме подлинная стоимость компании может быть представлена на базе принципов доходного подхода как *совокупный поток всех выгод, которые может извлечь из компании инвестор в будущем, оценивающий эти возможности в настоящий момент*, обозначенный на рис. 1.4 как момент 0. С точки зрения собственника выгоды измеряются потоками свободных для изъятия им денежных средств (*FCFE*). Компания рассматривается как функционирующий бизнес, в котором менеджмент стремится внедрять лучшие управленческие подходы. Поэтому потоки свободных денежных средств компании рассматриваются как продолжающиеся бесконечно долго, но динамика и объемы потоков свободных денежных средств изменяются. Необходимо найти технологию оценки прогнозных потоков свободных денежных средств, затем применить технологию их суммирования с учетом того, что они поступают в разных периодах и поэтому не являются однородными с точки зрения возможности для собственника их использовать в момент 0 и утраченного из-за этого инвестиционного дохода. Для решения первой проблемы в имеются различные приемы финансового планирования годовых показателей компании. Однако планирование на годовой основе всегда имеет смысл только для конечного, четко очерченного периода, называемого прогнозным периодом, продолжающимся до линии горизонта прогнозирования. На рис. 1.4 этот период ограничен плоскостью в точке *n*, которая как бы закрывает все, что находится за горизонтом. Продолжительность такого периода определяется возможностью компании опираться на существующие стратегические способности ее команды, коренные компетенции (*core competencies*) ее персонала и видение тенденций их изменений, необходимых для выдерживания накала конкуренции. Таким образом, продолжительность прогнозного периода — это стратегический, а не финансовый параметр.

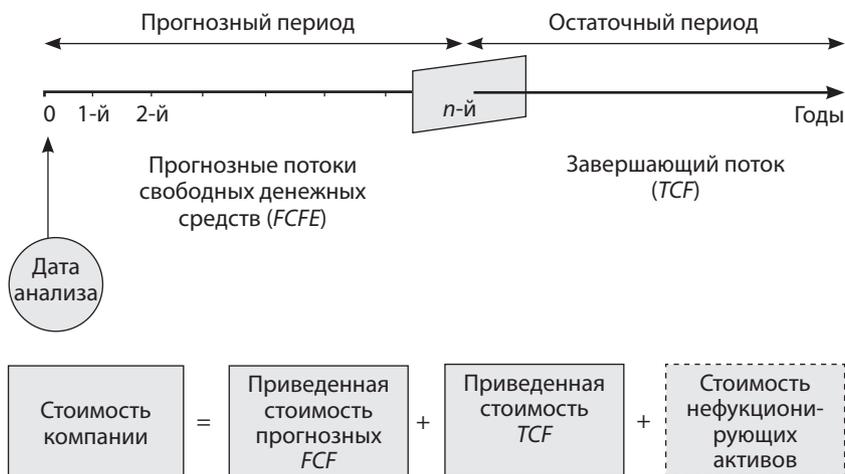


Рис. 1.4. Компоненты стоимости компании

Оценку потоков, которые будут поступать в последующем, то есть за линией горизонта, аналитик вынужден проводить иными технологиями. Этот второй этап связан с анализом стратегических перспектив, которые должны сформироваться в компании к концу прогнозного периода. Соответствующий поток выгод называют *остаточным*, или *завершающим* (*terminal cash flow, TCF*). Завершающий поток денежных средств — промежуточный результат, он будет измерен как *совокупный поток выгод в виде потоков денежных средств за линией горизонта прогнозирования, которые будут в состоянии получить инвесторы в конце последнего года прогнозирования (n)*. Между тем стоимость компании оценивается на момент 0, поэтому полученный промежуточный результат необходимо дисконтировать с учетом требуемой доходности инвестиций, которая будет служить ставкой дисконтирования, и продолжительности периода до горизонта прогнозирования (n).

Таким образом, в соответствии с представленным выше общим алгоритмом анализа стоимости методом дисконтируемого потока денежных средств будут получены величины двух разных потоков: сумма приведенной стоимости потоков денежных средств в течение конечного периода прогнозирования и сумма приведенной стоимости завершающего потока, рассчитанная в соответствии с выбранным сценарием развития событий в компании в остаточный

период. Чтобы получить стоимость компании, необходимо не только сложить две части приведенных стоимостей потоков денежных средств, но и учесть стоимость нефункционирующих активов. К ним относятся, во-первых, стоимость высоко ликвидных ценных бумаг или резервов денежных средств, и, во-вторых, активы, которые не вовлекаются в составление прогноза потоков денежных средств ввиду их несоответствия стратегическому сценарию. Первое дополнительное слагаемое должно быть учтено, так как данные об этих высоко ликвидных ценных бумагах не вовлекаются в процесс составления прогноза потоков денежных средств, поскольку они рассматриваются как пассивная, не вовлеченная в операционную деятельность часть денежных средств компании. Стоимость высоко ликвидных ценных бумаг должна быть оценена исходя из правила наименьшей из двух оценок (*lower-of-cost or market rule*), т.е. будет использована балансовая стоимость этих ценных бумаг, если именно она является на момент анализа более низкой по сравнению с текущим рыночным курсом по данным инструментам, либо напротив, текущий курс будет служить наименьшей из двух цен. Второе дополнительное слагаемое в стоимости нефункционирующих активов — стоимость неденежных активов, которые не принимались во внимание при составлении прогноза финансовых результатов компании, так как не соответствуют выбранному стратегическому направлению, например, избыточные мощности.

Итак, крупным планом портрет компании в координатах стоимости выглядит как сумма приведенных к заданной точке во времени (точке 0) потоков свободных денежных средств, которые компания создаст в двух разных отрезках своего будущего: в течение периода действия стратегических способностей и в остаточном, где особые преимущества у нее исчезают, и поэтому позиция компании стабилизируется. Уравнение стоимости компании в соответствии с методом дисконтируемого потока свободных денежных средств может быть записано следующим образом:

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+K_{E_1})^i} + \frac{TCF}{(1+K_{E_2})^n}, \quad (1-2)$$

где $FCFE_i$ — поток свободных денежных средств для собственника в году i ; K_{E_1} — требуемая доходность на капитал собственника для периода от года 1 до года n ; K_{E_2} — требуемая доходность на капитал

собственника для остаточного периода; *ТСF* — совокупный поток денежных средств в остаточном периоде.

Рассмотренные финансовые измерения — ликвидность, инвестиционный риск и стоимость — основаны на конкретной бизнес-модели компании, которая в свою очередь изменяется в зависимости от состояния конкуренции, ее рынков сбыта и адаптируется к стадии ЖЦО. Несмотря на специфику конкретных бизнес-моделей они должны удовлетворять сегодня целому ряду требований. Создавая и развивая бизнес, инвесторы и менеджеры должны иметь ясную оценку имеющихся вариантов использования капитала. Нарастание скоростей в бизнесе выражается в том, что спектр возможных альтернатив применения капитала для инвестора расширяется, при этом скорость изменений заложенных в каждой альтернативе параметров нарастает. Такие динамические сдвиги требуют постоянного анализа и приспособления к ним бизнес-моделей. В этих условиях невозможно вести бизнес вне инвестиционного риска, который означает, что бизнес сопровождается изменчивостью результатов деятельности, нарастанием их колебаний и ростом неопределенности, с проблемой риска сталкиваются все инвесторы, не зависимо от того, насколько они это осознают. Наконец, нельзя не видеть, что при таких изменениях деловой среды важнейшим требованием, предъявляемым к бизнес-модели, становится предпринимательская мобильность. Со стороны стратегических задач ее можно рассматривать как необходимость *адаптации бизнеса к скоростям*: умение перевести капитал из одного бизнеса в другой, расширить или напротив, свернуть какие-то части бизнеса и, наконец, возможность изъять капитал из бизнеса. Таким образом, успешная бизнес-модель должна удовлетворять требованию ликвидности. Наконец, реализуя требование предпринимательской мобильности, инвестор должен знать, сколько стоит его бизнес и выгодно или нет продолжать вести этот бизнес в этой конфигурации дальше.

Ликвидность, инвестиционный риск и стоимость формируют каркас современного «здания» финансового анализа компании.

1.2. Ограничения бухгалтерской традиции финансового анализа компании

Эффективные советы директоров выполняют роль органов стратегического надзора за выбором траектории развития компании, адекватностью инструментов исполнения стратегии и, наконец, результатами ее осуществления. Соответствие принципов и методов анализа такой стратегической функции — это одно из ключевых условий успешной работы советов директоров. Какой должна быть аналитическая модель, позволяющая оценивать эффективность бизнес-модели, сопоставлять результаты деятельности подразделений и персонала?

Модель финансового анализа компании должна объединять принципы, на которых строится взгляд на эффективность происходящих операций в компании, с соответствующими им технологиями измерения необходимых параметров и алгоритмами оценки результатов деятельности. Учитывая специфические аналитические проблемы, которые решает менеджмент компании и советы директоров, можно выделить две модели финансового анализа. Каждой модели свойственны свои принципы, именно с их помощью объясняется деятельность компании, а также логически вытекающие из них показатели для измерения результатов деятельности компании. Первая модель может быть с некоторой долей условности названа *бухгалтерской*, и она построена на традиционных для бухгалтерского учета подходах к отражению операций компании, а главное — к трактовке ее капитала и результата его использования. Эта модель не сводится к бухгалтерскому учету как таковому, в ней выражена система принципов, формирующая стиль анализа для специалистов в области управления. Реалии российского бизнеса таковы, что именно этот аналитический стиль унаследован от административной экономики, и до сих пор преобладает в подавляющем большинстве компаний не только на уровне менеджмента, но и на уровне советов директоров. Вторая аналитическая модель может быть названа *финансовой*, и она выстраивается в соответствии с принципами корпоративных финансов как области современной финансовой теории.

Различия бухгалтерской и финансовой моделей анализа компании существенны. Как показано на рис. 1.5, они начинаются с азав — с понимания самого критерия выявления результата, про-

изведенного в компании. Бухгалтерская традиция анализа основана на описании фактически проводимых операций, и этот подход исключает из анализа альтернативность возможных действий. Совершенно очевидно, что к издержкам компании за определенный период времени в рамках такого видения относят только понесенные расходы, обусловленные комбинацией операций, которые компания *уже* провела или в процессе осуществления которых она все еще находится. Таким образом, какие либо потенциально возможные операции, означающие вероятное, альтернативное, а не фактически сложившееся использование ресурсов компании, не являются объектом изучения в данной модели и не учитываются в трактовках деятельности компании за выбранный период. Проблема этой модели заключается в том, что принцип фактических или явных расходов доминирует не просто на этапе сбора и обработки информации в самом учете, но и в логике последующего анализа деятельности компании и принятия решений. Как в повседневной работе управленческой команды, так и на уровне стратегической функции советов директоров широко используются показатели бухгалтерского учета и отчетности, но важно осознание узости таких данных.

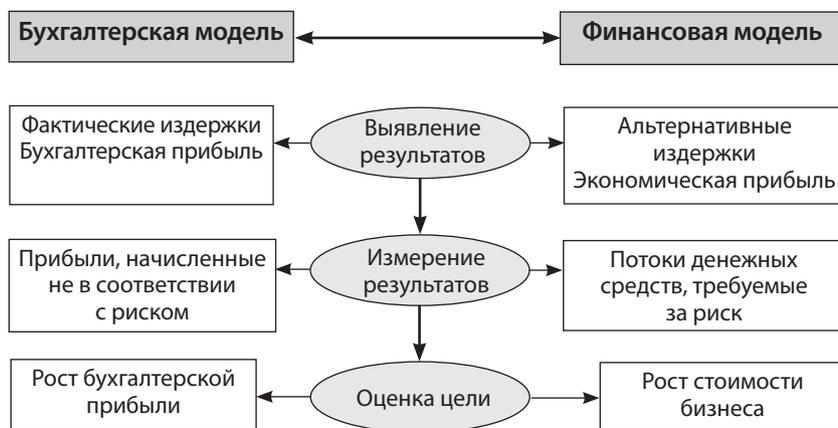


Рис. 1.5. Различия бухгалтерской и финансовой моделей анализа компании

Одним из таких существенных ограничений бухгалтерской традиции анализа компании с точки зрения задач управления и

разработки стратегического видения является отсутствие культуры анализа альтернативных возможностей. Успешный результат по логике бухгалтерской модели — это ситуация, в которой заработанная выручка покрывает понесенные фактические или явные расходы, и образуется бухгалтерская прибыль. Иными словами, критерием выявления результата становится создание бухгалтерской прибыли. Справедливости ради нужно подчеркнуть, что в теории бухгалтерского учета как такового вопрос об измерении бухгалтерской прибыли продолжает оставаться объектом дискуссий. Центр обсуждения — способ учета данных, позволяющий точнее показать, создан ли прирост самого капитала по сравнению с тем его уровнем, с которым собственник начал соответствующий период деятельности компании. Обсуждаются методы отражения активов по справедливой стоимости, введение в учет и отчетность индексов цен активов и техники определения адекватных цен замещения, преимущества и недостатки этих приемов. Тем не менее ни в том, ни в другом случаях дискуссия не выходит за рамки задачи описания круга операций, фактически осуществляемых в компании. Речь идет о выборе технологии подсчетов: по стоимости приобретения (ценам, исторически сложившимся в операциях компании), по стоимости замещения (текущим ценам сопоставимых по качественным свойствам активов) или путем перевода ценовых параметров в единую покупательную силу денежной единицы (индексации). Получаемый в итоге показатель прибыли по-прежнему соответствует бухгалтерской модели, поскольку он находится путем прямого сопоставления выручки и фактических расходов и не выражает основополагающей концепции современного экономического анализа — принципа альтернативных издержек.

Второе существенное ограничение бухгалтерской модели как аналитической основы для создания системы управления капиталом компании — это игнорирование проблемы инвестиционного риска. Концентрируясь только на фактических операциях или, по сути, уже реализующемся варианте, эта модель описывает состоявшиеся события, как бы смотрит назад, а не вперед. Она не поворачивает анализ в сторону проблемы неопределенности ожидаемого результата, с которой как раз и сталкивается инвестор. На основе данных отчетности невозможно напрямую получить ставку доходности капитала или его рентабельности, которая показывала бы альтернативные возможности инвестора, поскольку изучаемые альтерна-

тивы должны иметь сравнимый уровень риска. Оставаясь в рамках бухгалтерской модели, нельзя дать ответы на вопросы: сравнима ли бухгалтерская прибыль этой компании с ее инвестиционным риском, компенсирует ли она риск, и в этом смысле достаточна ли она для инвестора. Иными словами, бухгалтерская прибыль даже при самом аккуратном способе ее расчета, еще не является признаком того, что в компании действительно создан результат для ее инвестора. Отсюда следует, что в обосновании комплекса разных финансовых решений в компании (решений об инвестициях, о выборе источников финансирования, о реструктуризации и покупке контроля над другими компаниями) невозможно оперировать данными о рентабельности, рассчитанными на базе бухгалтерского стандарта. Каким бы совершенным он ни был, ни один показатель рентабельности или доходности, полученный из данных финансовой отчетности компании, не увязан непосредственно с риском, и поэтому не может быть критерием для ключевых решений

Сложившаяся бухгалтерская традиция анализа сфокусирована на показателе начисленной прибыли как инструменте выражения результата деятельности, достигнутого компанией за период. Между тем важнейшее финансовое измерение компании, как показано в первом параграфе данной главы, — это ликвидность капитала собственников. Для целей управления компанией по целому ряду причин важнее отслеживать не столько прибыли, сколько потоки денежных средств и особенно — поток свободных для собственника денежных средств. Прежде всего, это объясняется тем, что выведенная методом начисления прибыль по величине не совпадает с денежным потоком, в конечном счете поступившими в компанию в данном периоде от этих же операций. Кроме того, ни один из показателей бухгалтерской прибыли (балансовая прибыль, прибыль от основной деятельности, чистая прибыль) в отличие от потока свободных денежных средств не отражает инвестиционных потребностей компании: величины инвестиций в оборотный капитал и инвестиций в долгосрочные активы. Поэтому начисленная прибыль отнюдь не показывает свободных для изъятия собственником денежных средств. Невозможно окончательно судить о степени финансового риска (риска неплатежа) по показателям начисленных прибылей, а не действительных ликвидных потоков. Наконец, все бухгалтерские показатели прибыли высоко чувствительны к

изменениям в учетной политике компании и реагируют на «косметические меры» этой политики более явно, чем показатели потоков свободных денежных средств. Поэтому акцент на начисленной прибыли, присущий бухгалтерской традиции анализа, — это еще одно несоответствие этого подхода ключевым финансовым измерениям компании.

Для анализа долгосрочной цели развития компании бухгалтерская модель сформировала традицию применять показатель прибыли не только для оперативного управления, но и для выработки стратегических решений. Благодаря этой привычке показатель бухгалтерской прибыли активно используется для количественной характеристики цели развития компании и ее подразделений в форме годовой прибыли в абсолютном выражении, прибыли на одну долю в собственном капитале или нормы прибыли (бухгалтерской рентабельности капитала). Но эти показатели вызывают сомнения с точки зрения их пригодности для полноценного финансового анализа перспектив и для оценки стратегической эффективности компании. Постановка цели и задач управления в параметрах, вырванных из контекста риска и требований инвесторов к доходности, не может удовлетворять прежде всего самого собственника компании. Управление принадлежащими и подконтрольными ему активами в отрыве от шкалы рисков и необходимой для компенсации этих рисков «лестницы доходов», которые должна зарабатывать для него команда менеджеров, не приемлемо для современных рыночных условий, не отвечает задачам стратегического управления, где речь идет о размещении капитала, выборе его оптимальной структуры, где решения должны быть увязаны с показателями риска компании.

Поэтому создание в компании алгоритмов принятия стратегических решений советами директоров и управления исполнением стратегии, основанных на бухгалтерской аналитической традиции, следует рассматривать как процесс тиражирования устаревших систем аналитики компании.

1.3. Принципы современного финансового анализа компании

1.3.1. Принцип экономической прибыли

Задачи компании в рыночной среде не могут быть корректно решены без оценки альтернативных издержек — упущенной выгоды или прибылей, утраченных в возможных вариантах вложения капитала компании из-за ограниченности ее ресурсов. Поэтому корректная аналитическая модель компании учитывает альтернативные издержки, а следовательно, предусматривать неявный компонент расходов, «не заметный» в действующей системе бухгалтерского учета и требующий анализа дополнительных данных, выходящих далеко за пределы отчетности компании. Тем самым создается совершенно другая концептуальная основа оценки результатов деятельности: не на базе традиционной бухгалтерской прибыли, а на основе *принципа экономической прибыли*. Экономическую прибыль определяют как разность фактической выручки от реализации и суммы фактических (явных) и альтернативных (неявных) издержек. Главный принцип ее анализа заключается в учете альтернативных вариантов вложения капитала с определенным риском и соответствующим этому риску экономическим эффектом. Экономическую прибыль, или остаточную прибыль (*residual income*) в наиболее общей форме можно описать следующей формулой:

$$RI = (ROCE - r) \times CE, \quad (1-3)$$

где *RI* (*residual income*) — экономическая прибыль; *ROCE* (*return on capital employed*) — доходность инвестированного капитала; *r* — доходность альтернативных инвестиций, сопоставимых по риску; *CE* (*capital employed*) — инвестированный капитал.

Принцип экономической прибыли как база аналитической модели означает необходимость учесть утраченный инвестиционный доход и требует внимательного изучения риска инвестиций, поиска сопоставимых по риску альтернатив, анализа их результатов и сопоставления заработанной бухгалтерской прибыли с упущенными выгодами. Следовательно, необходимы иные подходы выявления и оценки результата, созданного в компании. Иначе говоря, констатация бухгалтерской прибыли, означающей превышение доходов над понесенными расходами в данной компании, не может рассматри-

ваться в качестве критерия ее успеха. Успешный результат — это как минимум бухгалтерская прибыль, адекватная альтернативным издержкам инвестора, или экономическая прибыль, равная нулю. Использование принципа экономической прибыли — это признак правильно выбранной аналитической модели, которая нужна для выполнения стратегической роли советами директоров на этапе разработки концепции стратегии компании и на этапе оценки ее исполнения. Оценивание эффективности исполнения стратегии компании в соответствии с критерием экономической прибыли является основополагающим принципом современной финансовой аналитической модели компании. Изучение неявных (альтернативных) издержек требует не просто дополнительной информации, но и предполагает последовательное проведение этого принципа через всю цепочку финансового анализа. Поэтому вторая ключевая особенность финансовой аналитической модели компании — **концентрация на анализе инвестиционных рисков** и поиск ставки доходности, отражающей альтернативные издержки инвесторов (r).

Для решения этой задачи, вытекающей из характера самих финансовых измерений компании на протяжении ее ЖЦО, применяются разные технологии определения *барьерной ставки* доходности (*hurdle rate*) вложенного с риском капитала, который используется для финансирования долгосрочного развития. Этот принцип требует, чтобы неотъемлемым элементом финансового анализа стала оценка требуемой инвесторами доходности. Взглянув на ситуацию глазами инвестора, мы увидим, что если фактическая доходность вложений в данную компанию окажется не на уровне этой планки, у него пропадает стимул и мотив продолжать инвестировать в нее капитал. Если же на нее смотреть глазами менеджера, то барьерная доходность представляет собой затраты на привлечение капитала (*cost of capital*) или минимальную доходность инвестиций, которую должна обеспечивать команда менеджеров компании. Прямая зависимость ставки доходности от инвестиционного риска, свойственного данной компании, — это важная характеристика требуемой доходности. Поэтому составная часть современного финансового анализа — это **оценка затрат на привлечение капитала**, что связано с тщательным изучением рыночных ставок доходности инвестиций. Необходимая для этого информация находится за пределами компании и отражает текущее состояние рынка капитала.

Затраты на капитал относятся к наиболее сложным вопросам современного анализа компании. Подытожим ключевые проблемы, возникающие в их оценке. Анализ экономической прибыли предполагает *оценку средневзвешенной ставки затрат на совокупный капитал* (weighted average cost of capital, WACC), поскольку сопоставляется прибыль на весь инвестированный капитал и ставка, требуемая в среднем всеми категориями инвесторов, сформировавших инвестированный в компанию капитал. Данную ставку принято описывать следующей формулой:

$$WACC = W_D \times K_D \times (1 - t) + W_E \times K_E. \quad (1-4)$$

При решении первой части этой задачи — оценке затрат на заемный капитал (K_D) — ключевая проблема заключается в подборе данных, характеризующих текущие рыночные ставки, по которым компания могла бы заимствовать капитал для целей долгосрочного развития в настоящее время. Наиболее достоверный способ решения этой задачи — использовать ставку доходности к погашению корпоративных облигаций данной компании или компании-аналога по кредитному рейтингу. В реальных условиях этот наилучший способ может оказаться невозможным, поскольку далеко не все компании имеют выпуски облигаций и установленные кредитные рейтинги. Поэтому для ситуаций, когда заемный капитал представляет собой банковские кредиты, и компания не имеет установленного кредитного рейтинга, сложилась традиция использования способов, замещающих идеальный вариант. Один из таких наиболее широко применяемых субститутов — это метод синтетического кредитного рейтинга, основанный на выявленной за длительный период наблюдения зависимости между кредитными рейтингами и ключевыми финансовыми коэффициентами, характеризующими уровень финансового рычага компании и степень обеспеченности, или покрытия ее обязательств, с одной стороны, а также рейтинга и доходности к погашению корпоративных облигаций — с другой. Данные взаимосвязи отслеживаются крупнейшими рейтинговыми агентствами — Standard & Poor's, Fitch IBCA и Moody's. Пример такой взаимосвязи по данным агентства Standard & Poor's приведен в табл. 1.1 на основе коэффициента покрытия расходов на выплату процентов по долгам прибылью. Данный коэффициент рассчитывается, как показано в формуле 1-5:

$$ICV = \frac{EBIT}{I / (1 - t)}, \quad (1-5)$$

где ICV (interest coverage ratio) — коэффициент покрытия расходов на выплату процентов; $EBIT$ (earnings before interest and tax) — прибыль до выплаты процентов по долгам и налогов на прибыль; t (tax rate) — ставка налога на прибыль.

Как видно из табл. 1.1, пограничные значения коэффициента ICV существенно различны у крупных и малых компаний. Это характерно как рейтингов инвестиционного типа, которые охватывают группы AAA-BBB, так и для рейтингов спекулятивного типа (ниже BBB).

Таблица 1.1

Кредитные рейтинги и коэффициент покрытия расходов на выплату процентов

Для крупных компаний		Для малых компаний		Сред доходности, %
Коэффициент покрытия расходов на выплату процентов	Рейтинг	Коэффициент покрытия расходов на выплату процентов	Рейтинг	
<0,20	D	<0,50	D	20,00
0,20—0,65	C	0,50—0,80	C	15,00
0,65—0,80	CC	0,80—1,25	CC	12,00
0,80—1,25	CCC	1,25—1,50	CCC	10,00
1,25—1,50	B-	1,50—2,00	B-	8,50
1,50—1,75	B	2,00—2,50	B	7,25
1,75—2,00	B+	2,50—3,00	B+	6,00
2,00—2,25	BB	3,00—3,50	BB	5,00
2,25—2,50	BB+	3,50—4,00	BB+	4,25
2,50—3,00	BBB	4,00—4,50	BBB	3,50
3,00—4,25	A-	4,50—6,00	A-	3,00
4,25—5,50	A	6,00—7,50	A	2,50
5,50—6,50	A+	7,50—9,50	A+	2,25
6,50—8,50	AA	9,50—12,50	AA	1,75
> 8,50	AAA	>12,50	AAA	1,25

Составлено по: Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

Подобные наблюдения за показателями финансового риска позволяют формировать таблицы соответствия кредитных рейтингов корпоративных облигаций с разными сроками до погашения и премий к безрисковой ставке, в качестве которой рассматривается доходность государственных долгосрочных облигаций (табл. 1.2).

Таблица 1.2

Взаимосвязи кредитных рейтингов и спреда доходности
в зависимости от срока до погашения долга (в базисных пунктах)

Рейтинг	Горизонт расчета, лет						
	1	2	3	5	7	10	30
Aaa/AAA	30	37	42	51	64	65	80
Aa1/AA+	37	42	52	59	74	78	92
Aa2/AA	42	47	57	69	81	87	101
Aa3/AA-	49	54	62	74	89	95	106
A1/A+	55	60	67	79	94	100	118
A2/A	61	66	72	89	104	110	128
A3/A-	66	71	77	99	114	120	138
Baa1/BBB+	85	95	102	116	137	148	166
Baa2/BBB	95	105	112	126	146	158	176
Baa3/BBB-	105	115	125	136	161	180	200
Ba1/BB+	170	200	225	250	275	295	350
Ba2/BB	200	225	250	275	300	350	425
Ba3/BB-	250	275	300	325	350	375	475
B1/B+	300	350	375	400	425	440	575
B2/B	375	400	425	475	500	575	675
B3/B-	425	475	525	550	575	625	775
Caa/CCC	500	550	600	650	675	725	925

Источник: Кессених Г. Стоимость долгового финансирования и структура капитала// Рынок ценных бумаг. 2000. No 5. С. 57—60.

Метод синтетического рейтинга означает определение потенциального рейтинга упрощенным способом на основе значений группы финансовых коэффициентов, типичных для каждой рейтинговой категории. Упрощение заключается в игнорировании второй составляющей рейтинговой оценки — анализа качественных данных о компании. Возможный вариант применения метода синтетического рейтинга — анализ конкретного вида зависимости рейтинга

от величины финансового рычага. В качестве аппроксимирующей функции может быть использована зависимость следующего вида, предложенная Г. Кессенихом.

$$K_D = R_F + A \times X \times \frac{D}{E}, \quad (2-6)$$

где K_D — ставка затрат на заемный капитал; R_F — ставка доходности безрискового актива; A — коэффициент рискованной премии (в процентах); X — коэффициент чувствительности; $\frac{D}{E}$ — коэффициент финансового рычага, выраженный как отношение заемного капитала к собственному.

Коэффициент рискованной премии A определяется для конкретной компании и зависит от уровня рискованности отрасли, деловых рисков самой компании и кредитной истории. Показатель чувствительности X фиксирует, насколько кредиторы компании чувствительны к дополнительному риску, возникающему при увеличении доли заемного капитала у компании, если ее остальные риски не изменны. Поэтому скорость роста ставки заимствования будет зависеть от состояния финансовых рынков в большей мере, чем от ситуации в самой компании.

Второй тип аналитических вопросов в определении затрат на капитал связан с использованием моделей затрат на собственный капитал (K_E) на растущих (развивающихся) рынках, со сложностями, вызванными несоответствием состояния этого типа рынка капитала по структуре и механизмам предпосылкам, необходимым для применения моделей. Поэтому выделяют несколько способов анализа ставки затрат на собственный капитал, основанных на модели ценообразования на долгосрочные активы компании (САРМ), но с учетом возможных предположений, касающихся специфики национального растущего рынка капитала и конкретной компании. Данное направление наиболее развернуто представлено в работах латиноамериканских экономистов. Модификации модели САРМ основаны на концепции интеграции отдельных национальных рынков в глобальные процессы на рынках капитала. Любой рынок капитала проходит развитие от состояния *полной сегментации* до состояния *полной интеграции*. В первом состоянии рынку присущи: ограниченный набор акций компаний, представляющих узкий спектр отраслей, результаты этих эмитентов, высоко чувствительные к изменениям ВВП, тонкий слой локальных инвесторов и, как следствие, ограниченный спрос.

Все это порождает высокую доходность и волатильность активов. По мере открытия барьеров для входа и снятия ограничений на движение капитала рынок переходит к стадии полной интеграции. Низкая, а порой и отрицательная корреляция с мировым индексом акций, наличие большого спроса, порождаемого крупными международными инвесторами, снижает доходность торгуемых активов. Сторонники теории полной интеграции национальных рынков капитала в мировое рыночное пространство предполагают, что глобализация финансовых рынков позволяет репрезентативному инвестору диверсифицировать свой портфель и совершать сделки на фондовом рынке любой страны с достаточной уверенностью в цене покупки и продажи акций. Напротив, сторонники теории сегментации полагают, что условия на развивающихся рынках капитала не позволяют в полной мере воспользоваться возможностями глобальной диверсификации инвестиций из-за сохраняющихся барьеров, и поэтому повышенный риск при покупке и продаже акций, при прочих равных условиях, требует более высокой доходности. Идентифицировать состояние сегментированности можно по ряду следующих ключевых характеристик, которые оказывают прямое влияние на стоимость компаний.

1. Ограниченная ликвидность. Основным признаком ограниченной ликвидности является малый размер фондового рынка в абсолютном выражении и относительно экономики страны.

2. Высокий уровень концентрации, выраженный через отношение капитализации десяти крупнейших компаний к совокупной капитализации всех торгуемых компаний. Высокий коэффициент означает ограниченные возможности инвесторов для диверсификации в рамках локальной экономики.

3. Низкий уровень корпоративного управления и требований к раскрытию информации. Требования к качеству финансовой отчетности на фондовых биржах развивающихся рынков, как правило, менее строгие, чем на биржах развитых рынков. Низкое качество бухгалтерской информации компаний с развивающихся рынков и отсутствие регламентированных стандартов корпоративного управления приводят к занижению стоимости и мультипликаторов большинства компаний по сравнению с американскими аналогами.

4. Ограниченная информация. Наличие длительных периодов высокой инфляции, изменений в законодательстве, кризисов, в сочетании с узким набором отраслевых компаний-аналогов ограни-

чивает возможность использования качественной исторической информации для оценки затрат на собственный капитал.

Состояние сегментированности приводит к подверженности страновым рискам и невозможности их диверсификации без высоких транзакционных издержек. Доходность акции намного больше зависит от волатильности локальной экономики, чем от колебаний и трендов соответствующей отрасли на международном уровне. Как показывают исследования, влияние подобного эффекта более выражено, чем отраслевая принадлежность компании.

Отмеченным процессам интеграции и сегментации национальных растущих рынков капитала соответствуют противоположные подходы к определению ставки затрат на собственный капитал. Если конкретный растущий национальный рынок капитала был бы в высокой степени интегрирован в мировые процессы движения инвестиций, данную ставку следовало бы определять исходя из *глобальной* версии модели CAPM, как это показано в формуле 1-7:

$$K_{E_i} = R_{FG} + \beta_{LG_i} \times (R_{MG} - R_{FG}), \quad (1-7)$$

где R_{FG} — безрисковая ставка доходности государственных облигаций страны-эталона; R_{MG} — доходность глобального рыночного портфеля акций; β_{LG_i} — бета акций i -й национальной компании, рассчитанная относительно глобального рыночного портфеля акций.

Применение данного подхода требует оценки не только глобальной безрисковой ставки доходности (R_{FG}) и премии за риск вложений в акции, включенных в глобальный инвестиционный портфель акций ($R_{MG} - R_{FG}$), но и расчетов фактора бета акций национальной компании (local) относительно именно этого глобального портфеля акций (β_{LG}). Такими расчетами занимаются транснациональные инвестиционные банки и компании, как, например, Morgan Stanley, Credit Suisse First Boston. В отдельных случаях этот подход применим к публичным крупным российским компаниям, имеющим акции в обращении на западных биржах и расширяющим такие выпуски.

Напротив, *национальная* версия CAPM более соответствует ситуации, когда национальному рынку капитала свойственна сегментированность, или относительная изолированность от мирового финансового рынка. Как показано в формуле 1-8, все переменные модели модифицируются:

$$K_E = R_{FL} + \beta_{LL_i} \times (R_{ML} - R_{FL}), \quad (1-8)$$

где R_{FL} — безрисковая ставка доходности государственных облигаций, обращающихся на национальном рынке; R_{ML} — ставка доходности рыночного портфеля акций на национальном рынке капитала; β_{LL_i} — бета акций i -й национальной компании, рассчитанный относительно доходности рыночного портфеля акций на национальном рынке капитала.

Но для применения данной модели необходимы дополнительные предпосылки: на национальном рынке должны быть в достаточной мере представлены содержательные данные, необходимые для выведения переменных модели CAPM. Это касается таких условий, как: наличие безрисковых активов, обращающихся на национальном рынке и возможности определить национальную безрисковую ставку (R_{FL}); наличие репрезентативного портфеля акций, котирующихся на национальной бирже, покрывающего полноценный спектр отраслей экономики, доходность которого будет рассматриваться как индикатор рыночного риска (R_{ML}); наконец, наличия рядов данных о доходности акций отдельных компаний и средней доходности портфеля акций, выполняющего роль рыночного, хорошо диверсифицированного портфеля (R_{ML}) для инвесторов данного локального рынка, которые нужны для расчета фактора систематического риска — бета акций конкретных компаний (β_{LL_i}), рассчитанных путем регрессии доходности акций компании относительно национального показателя средней рыночной доходности акций. Если же данные не отвечают требованиям полноценного анализа, то национальная версия модели CAPM не даст содержательной оценки затрат на собственный капитал.

Поэтому на растущих рынках капитала используются скорректированные, или *гибридные* версии модели CAPM. Гибридные модели CAPM — это попытка сочетать «импортируемые» с развитого рынка капитала компоненты модели ценообразования на долгосрочные активы, характеризующие безрисковую доходность и систематические риски, с данными национального рынка. В этой группе версий CAPM премия за рыночный риск должна учесть страновые риски, и он может включаться в расчеты разными методами. Наиболее распространенным является *метод странового (суверенного) спреда*. В этом случае модель требуемой доходности на собственный капитал имеет вид:

$$K_{E_i} = R_{FG} + Spread + \beta_{G_{adj, i}} \times (R_{MG} - R_{FG}), \quad (1-9)$$

где R_{FG} — безрисковая ставка доходности государственных облигаций страны-эталона; $Spread$ — разность доходности национальных государственных облигаций и государственных облигаций страны-эталона; R_{MG} — доходность глобального рыночного портфеля акций; $\beta_{G_{adj, i}}$ — бета акций i -й компаний с рынка-эталона, скорректированный с учетом финансового рычага национальной i -й компании.

Суверенный спред ($Spread$) возникает как устойчиво воспроизводящаяся разность доходности национальных государственных долговых ценных бумаг страны с сегментированным рынком капитала, эмитированных для продажи на зарубежных рынках, и доходности государственных бумаг страны-эталона (R_{FG}), под которым имеется ввиду рынок капитала, отвечающий критериям глобального. Наличие таких устойчивых спредов позволяет построить синтетическую ставку безрисковой доходности, охватывающую два первых слагаемых в формуле 1-9. Смысл метода заключается во введении фиксированной премии за страновые риски, известной из данных рейтинговых агентств, как надбавки над изменяющейся «чужой» ставкой безрисковой доходности. В модели используется премия за рыночный риск рынка-эталона ($R_{MG} - R_{FG}$) и средний фактор бета сопоставимых по деловым рискам компаний страны-эталона (beta global, β_G). Средний бета сопоставимых компаний, рассматриваемый без влияния их финансового рычага, корректируется с учетом структуры капитала национальной компании i по известной формуле соотношения бета с финансовым рычагом и бета, очищенного от влияния финансового рычага, Р. Хамады:

$$\beta_{G_{adj, i}} = \beta_{G_{unlevered}} \times [1 + (1 - t) \left(\frac{D}{E} \right)], \quad (1-10)$$

где $\beta_{G_{adj, i}}$ — скорректированный на финансовый рычаг фактор бета — субститут показателя систематического риска оцениваемой компании; $\beta_{G_{unlevered}}$ — средний фактор бета сопоставимых компаний без их финансового рычага; $\frac{D}{E}$ — структура капитала оцениваемой компании; t — ставка налога на прибыль оцениваемой компании.

Дискуссии по гибридным моделям оценки затрат на собственный капитал продолжают. По оценкам специалистов Morgan Stanley, изучавших модель, основанную на методе суверенного спреда, применительно к данным с 18 растущих рынков капитала, она

показывает низкую объясняющую способность в оценивании различий в коэффициентах «курс — прибыль на акцию» (P/E). Поэтому для инвестиционной аналитики ими предлагаются дополнительные приемы отражения страновых рисков в виде так называемого скорректированного спреда, в который дополнительно включают политические риски и риски корпоративного управления на базе методики балльной оценки. Однако для улучшения этой версии гибридной модели необходимы накопленные оценки этих видов рисков, и доступ к таким данным возможен только для сотрудников и клиентов крупных инвестиционных банков.

Второй возможный метод отражения странового риска при применении гибридной модели — это *метод волатильности*, основанный на соотношении стандартных отклонений средней доходности акций национального сегментированного рынка (σ_L) относительно средней доходности акций развитого рынка (σ_G), с которого «импортируются» данные о ставке безрисковой доходности, факторе бета аналогичных компаний и данные о премии за систематический рыночный риск.

$$K_{E_i} = R_{FG} + \beta_{G_{adj,i}} \times (R_{MG} - R_{FG}) \times \frac{\sigma_L}{\sigma_G}, \quad (1-11)$$

где σ_L — стандартное отклонение доходности рыночного портфеля акций на национальном рынке; σ_G — стандартное отклонение доходности рыночного портфеля акций на глобальном рынке.

По данным Morgan Stanley, этот подход ведет к существенно более высокой объясняющей способности гибридной модели. Возможны и иные, более сложные методы отражения страновых рисков при определении затрат на собственный капитал на растущих рынках для реализации гибридной модели CAPM.

Альтернативный подход к определению затрат на собственный капитал, который часто применяется в практике для компаний закрытого типа, основан на *кумулятивном*, или накопительном, построении ставки доходности. Кумулятивный подход относится к категории альтернативных, поскольку у него иные базовые принципы. Этот метод не основан на портфельной теории и исходит из упрощенной трактовки: ставка доходности безрисковых активов плюс некоторая премия за риск. Отдельные переменные для расчета ставки затрат на собственный капитал аналогичны используемым в модели оценки доходности активов компании (CAPM): например,

ставка безрисковых активов и премия за рыночный риск ($R_M - R_F$). Однако между данной концепцией и моделью оценки долгосрочных активов компании существует принципиальное отличие: доходность инвестиций в концепции кумулятивного (накопительного) построения рассматривается как вознаграждение за совокупные риски, свойственные данной компании, а не только за рыночные, систематические (неустрашимые).

Алгоритм расчетов ставки требуемой доходности на собственный капитал для i -й компании (K_E) методом накопительного построения показан на рис. 1.6. Первые два шага полностью аналогичны методу спреда в гибридной модели оценки доходности активов компании (САРМ).

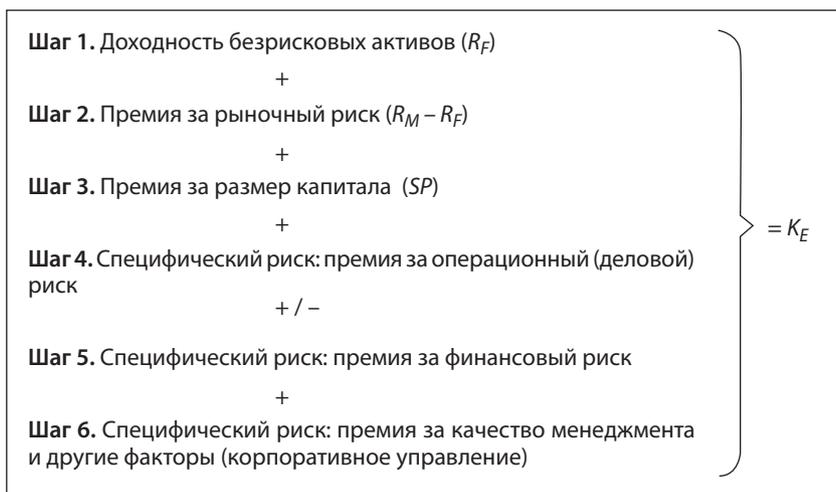


Рис. 1.6. Алгоритм метода накопительного построения ставки затрат на собственный капитал

Наибольшие трудности возникают на третьем шаге алгоритма кумулятивного метода, так как здесь требования к информации и ее качеству возрастают. Идеальным был бы вариант, позволяющий привлечь представительные статистические национальные данные для определения каждого элемента необходимых коррекций. А для воплощения такого идеала в жизнь понадобится сравнительная статистика показателей доходности акций компаний в нескольких разрезах: 1) компаний с крупной капитализацией по сравнению

с компаниями с малой капитализацией; 2) компаний с диверсифицированными операциями и продуктовым портфелем по сравнению с компаниями, не имеющими широкой диверсификации операций и продуктов т.д. Исторически кумулятивная методика основана на обобщении результатов исследований практически по всем видам премий, используемым для отражения рисков данной компании. К примеру, исследования премии за размер связаны с работами специалистов Ibbotson Associates, изучающих историю доходности акций по десяти портфелям, составленным из децильных групп акций, обращающихся на Нью-Йоркской бирже с 1926 г. Эти данные публикуются регулярно в аналитическом ежегоднике Ibbotson Associates. Премия за размер является одним из элементов трехфакторной модели оценки затрат на собственный капитал Ю. Фама (E. Fama) и К. Френча (K. French), поэтому ими накоплены данные о ее динамике и принципах использования в разработанной ими модели, отраженные на сайте К. Френча (см.: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french>). По их данным, средняя арифметическая величина премии за длинный период наблюдения 1927—2003 гг. составила 3,9%, а средняя геометрическая 2,9%, при этом премия за рыночный риск, по их оценкам, составляет соответственно 8,5 и 6,4%.

Исследования премий за размер расширены благодаря работам специалистов PricewaterhouseCoopers, изучающих уже не 10, а 25 групп компаний и формирующих портфели акций каждой из 25 групп, начиная с 1963 г. Разбивая акции и их эмитентов на группы, они ввели дополнительные критерии группировки, помимо рыночной стоимости акций: балансовая стоимость собственного капитала, средняя чистая прибыль за 5 лет, рыночная стоимость инвестированного (долгосрочного) капитала, балансовая стоимость инвестированного капитала, средняя EBITDA за 5 лет, выручка от реализации, количество занятых. По данным их исследований, результаты остаются устойчивыми для всех используемых измерений размера компании. Данные Ibbotson Associates показывают, что премия за рыночный риск (средние арифметические над безрисковой ставкой) составляет 5,07% для крупных компаний и 10,7% для малых компаний (9-я и 10-я группы). Соответствующие значения в методике PricewaterhouseCoopers колеблются от 4,64% (критерий группировки — балансовая стоимость инвестированного капита-

ла) до 6,4% (критерий группировки — выручка), а для малых (25-я группа) в аналогичных критериях группировки — 15,83 и 13,55%.

Вторая версия кумулятивного подхода разработана специалистами Американского общества оценщиков. В соответствии с ней все компании можно разделить на пять категорий по критерию их рисков. Премии, которые следовало бы добавлять к ставке безрисковой доходности, можно выбирать, опираясь на классификацию компаний по категориям (уровням риска). Популярна классификация Джеймса Шилца, который длительное время возглавлял официальное периодическое издание ассоциации — Business Valuation Review. В его классификации предусмотрены наборы характеристик компании, и каждой из них отвечает своя премия за риск: от 6—10% в первой категории риска до 26—30% в последней, пятой категории.

Барьерная ставка в виде затрат на капитал компании рассматривается в финансовой модели как важнейший нетрадиционный показатель деятельности компании. Результаты всей компании и выгоды от отдельных ее проектов — все это необходимо оценивать через призму этой ставки. Ведь такой барьер означает, что если бы капитал был вложен в альтернативные варианты, но с таким же риском, менеджмент компании должен добиться доходности, не ниже этой барьерной ставки. Поэтому для создания подлинного результата компания должна преодолеть такой барьер в своем бизнесе.

Определение барьерной ставки доходности помогает сформулировать критерий выявления результата деятельности более жестко, чем бухгалтерская традиция анализа. Если доходность, заработанная фактически на совокупный капитал, совпала с барьерной ставкой или средневзвешенной ставкой затрат на капитал, то такие результаты можно считать удовлетворительными, так как требования инвесторов данной компании выполняются. В этом случае экономическая прибыль компании равна нулю. Если же заработанная доходность выше барьерной ставки, экономическая прибыль компании положительна, что означает существенный успех команды.

1.3.2. Принцип добавленной стоимости

Использование экономической прибыли в качестве критерия выявления результата деятельности — это фундамент построения современного финансового анализа компании. Этот базовый принцип логично приводит ко второму ключевому принципу. Не-

обходимость создания положительной экономической прибыли в качестве годового результата означает, что в долгосрочном плане компании нужно стремиться создавать *потоки положительных экономических прибылей* в долгосрочном периоде. Экономическая прибыль как критерий количественно оценивает, достаточны ли создаваемые потоки свободных денежных средств для обеспечения нормального уровня доходности или барьерной ставки доходности капитала, вложенного в компанию. Поэтому принципам современной финансовой модели анализа компании отвечает более сложный, чем бухгалтерская прибыль показатель, в котором количественно выражается цель компании. Результирующий принцип финансовой аналитической модели компании, как показано на рис. 1.5, — *создание стоимости компании*. Постановка цели и задач управления в параметрах, вырванных из контекста риска и требований инвесторов к доходности, их альтернативных издержек вложения капитала, не может удовлетворять прежде всего самого собственника компании. Управление его активами в отрыве от шкалы рисков и соответствующей им «лестницы доходов», которые должны зарабатывать в процессе управления капиталом, не приемлемо для рыночных условий.

Существует прямая связь между критерием экономической прибыли в проведении анализа компании и итоговым показателем цели корпоративных стратегий — наращивания ее стоимости. Выше было показано, что стоимость компании рассматривается как поток свободных денежных средств, дисконтированных по ставке затрат на привлеченный в компанию капитал. Используя критерий экономической прибыли, можно выразить стоимость компании через потоки выгод, измеренных в форме годовых экономических прибылей, как показано в формуле 1-12:

$$V = CE_0 + \sum_{t=1}^n RI_t \times \frac{1}{(1 + WACC)^t} + \frac{1}{(1 + WACC)^n} \times \frac{RI_{terminal}}{WACC_{terminal} - g_{terminal}}, \quad (1-12)$$

где RI_t — годовая экономическая прибыль в периоде до горизонта прогнозирования; $RI_{terminal}$ — годовая экономическая прибыль в остаточном периоде; $g_{terminal}$ — темп роста в остаточном периоде; $WACC$ — средневзвешенная ставка на совокупный капитал для периода до горизонта прогнозирования; $WACC_{terminal}$ — средневзвешенная ставка затрат на совокупный капитал для остаточного периода; CE_0 — инвестированный капитал на момент оценки.

Стоимость компании в таком выражении представлена двумя ключевыми слагаемыми: стоимостью имеющихся активов и чистой приведенной стоимостью результатов деятельности от имеющихся и будущих инвестиций в материальные и нематериальные активы. Потоки экономической прибыли увеличивают стоимость вложенного в компанию капитала, если они преимущественно положительны в течение периода горизонта прогнозирования. Приведенная выше формула основана на допущении возможности получения положительных экономических прибылей и в остаточном периоде. Однако данное допущение не реалистично, если исходить из конкурентной, а не монопольной структуры отраслей, в которых компания ведет бизнес. В условиях конкуренции положительные растущие экономические прибыли, то есть прибыли сверх требуемой за инвестиционный риск величины потоков денежных средств, не возможны в остаточном периоде, когда деятельность компании и ее инвестиции стабилизируются.

В отличие от оценки стоимости компании путем дисконтирования потоков свободных денежных средств сценарий роста экономической прибыли постоянным темпом в течение бесконечного периода (в периоде, называемом остаточном) не возможен. Такая динамика означала бы возможность вне конкуренции бесконечно долго зарабатывать прибыли, выше требуемой за риск инвесторами компании. Поэтому для оценки стоимости компании через потоки экономических прибылей необходима поправка: вместо роста экономической прибыли в течение неограниченного периода следует обсуждать возможность получения стабильной экономической прибыли в течение *ограниченного* количества лет после горизонта прогнозирования. Иными словами, обсуждать различающуюся динамику: в периоде до горизонта прогнозирования экономическая прибыль может меняться с разным темпом, а в остаточном периоде необходим тщательный анализ возможности получения постоянной экономической прибыли в течение ограниченного количества лет (T лет). Данный подход получил название *модели T*, и в соответствии с ним максимальная величина капитализированного (суммарного) потока экономической прибыли в остаточном периоде может быть представлена как

$$RI_{terminal} = \frac{RI_{average}}{WACC_{terminal}} \times T. \quad 1-13$$

Второе допущение для оценки стоимости путем дисконтирования потоков экономических прибылей — это предположение о том, что инвестированный капитал (CE_0) отражает рыночную, а не бухгалтерскую стоимость активов¹. Несмотря на жесткость допущений, необходимых для оценки стоимости компании путем дисконтирования потока экономических прибылей, важно иметь в виду, что возникающие сложности не отменяют общий вывод: стоимость компании растет при условии достижения результатов в виде потоков положительных экономических прибылей, и напротив, снижается в случае создания потоков отрицательных экономических прибылей.

Подытоживая сказанное, отметим, что переход от бухгалтерской к финансовой модели анализа компании требует другого уровня аналитики, выходящей за рамки бухгалтерских данных, и вынуждает активно использовать данные с рынка капитала для выявления экономической прибыли и стоимости. Финансовые модели, применяемые с этой целью на развитом рынке, в наших условиях специальным образом корректируются. Однако считаю важным подчеркнуть, что несмотря на определенные сложности такого анализа уже сегодня экономические прибыли рассчитываются во многих российских подразделениях западных промышленных и финансовых компаний. Весьма характерный пример — Siemens. Новая аналитическая культура привносится западным собственником «вопреки» неразвитости рынка капитала. Характерный пример этого вида — Alianz, пришедший в РОСНО, и стремительно внедривший одну из моделей экономической прибыли — «экономическую добавленную стоимость» в российских условиях. Второй тип внедрения связан с деятельностью западных финансово-аналитических агентств и инвестиционных компаний, которые проводят анализ портфеля российских акций для своих клиентов, рассчитывая экономические прибыли по российским компаниям: яркий пример такого применения концепции управления стоимостью дает Credit Suisse First Boston, использующий модель CFROI™ по методике HOLT для анализа тенденций и разработки стратегии инвестирования в акции Газпрома, ЛУКОЙЛа, Норникеля, МТС, Мосэнерго, Сбербанка, Северстали, Сибнефти, Сургутнефтегаза, Вымпелкома, Аэрофлота.

1 Эта предпосылка рассматривается как ключевая в ряде моделей оценки компании путем капитализации ее экономических прибылей.

Таким образом, современный финансовый анализ компании сфокусирован на ее ключевых финансовых измерениях: ликвидности, риске и стоимости. Их анализ должен формировать стержень аналитической работы для реализации стратегической функции советами директоров.

1.4. Жизненный цикл компании в контексте ее подлинной стоимости

Рассмотрим, каким образом изменяются финансовые измерения компании на разных стадиях жизненного цикла. В работах, посвященных ЖЦО, доминируют организационный и предпринимательский срезы таких кризисов. Анализ компании на разных стадиях ЖЦО через призму финансовой составляющей позволит решить несколько задач: не только рассмотреть характерные изменения в каждом из выделенных выше финансовых измерений, но и внести новый срез в проблематику изучения движения компании от стадии к стадии. Обе задачи важны для развития финансовой аналитики компании и проблематики управления ее капиталом с помощью рычагов, которыми располагают эффективные советы директоров.

1.4.1. Финансовые кризисы компании на разных стадиях ее жизненного цикла

Как было показано выше, рассматривая первое финансовое измерение — ликвидность, с позиций движения компании по ЖЦО, важно анализировать не только недостаточную ликвидность бизнеса, но и ликвидность капитала собственника. Рассмотрим ключевые процессы, отражающие изменения в первом финансовом измерении компании — ликвидности — на базе укрупненной модели. В ней многочисленные стадии ЖЦО, соответствующие концепции И. Адизеса, использованной ранее для анализа движущих сил развития механизмов корпоративного управления, сгруппированы в укрупненные этапы ЖЦО.

На этапе зарождения, охватывающем выхаживание и младенчество в соответствии с моделью И. Адизеса, основная управленческая задача — доказать состоятельность бизнес-идеи. На протяжении этапа зарождения не удается создать поток денежных средств от основной деятельности (CF_{OP}), достаточный, чтобы подпитывать

рождающийся бизнес. Напротив, на этом этапе компании, как показано на рис. 1.7, свойственен отток денежных средств по каналам операционной деятельности, который должен перекрываться притоком денег по каналам деятельности по финансированию (CF_{FIN}). Отрицательный знак потока от операционной деятельности на этом этапе обязан своим появлением нескольким причинам. Первая связана с низкой эффективностью: пока еще прибыль не зарабатывается стабильно, бизнес может быть убыточным, объем сбыта мал, экономия на масштабе отсутствует. Вторая причина связана с тем, что несмотря на отсутствие устойчивости и прибыли, у бизнеса существует потребность в инвестициях в оборотный капитал, чтобы возобновлять израсходованные ресурсы и пытаться зафиксировать объем выпуска. Возможный прирост оборотных активов не может опираться на адекватный ему рост краткосрочных обязательств, состоящих преимущественно из кредиторской задолженности поставщикам. Новая, неустойчивая компания не может рассчитывать на доверие этих «естественных» кредиторов. Поэтому рост оборотных активов требует инвестиций от предпринимателя — владельца бизнеса для осуществления платежей, формирующих оттоки денежных средств по каналам основной деятельности. Компания испытывает трудности в продвижении по циклу оборотного капитала, который пока остается продолжительным: от расходования денежных средств на необходимые ресурсные компоненты до их возвращения в компанию в виде платежей от ее клиентов.

Поток денежных средств от инвестиционной деятельности (CF_{INV}), вызванный необходимостью иметь требуемые для бизнеса структуру и объем долгосрочных активов, формируется на этом этапе ЖЦО также с отрицательным знаком. При небольших масштабах выпуска и реализации продукции инвестиционный поток невелик, но тем не менее имеет знак «минус». Отрицательным этот поток остается еще долгое время: если «выходить» предпринимательскую идею удастся, будет происходить покупка дополнительных внеоборотных активов. На этапе зарождения организации положительный знак естественен только для потока от деятельности по финансированию (CF_{FIN}), но главный источник капитала — личные средства предпринимателя-собственника. Происходит ли приращение совокупного потока денежных средств? Становится ли он положительной величиной к концу каждого финансового года?

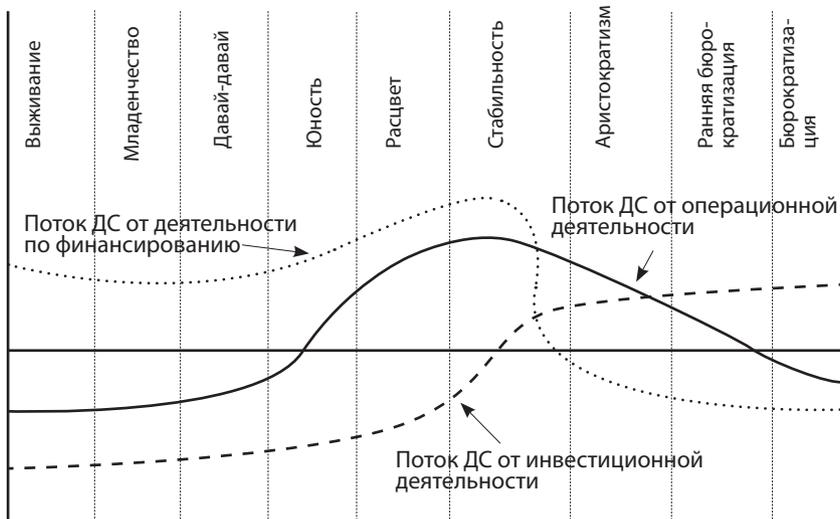


Рис. 1.7. Потоки денежных средств (ДС) компании на разных стадиях ЖЦО

Это зависит от интенсивности инвестиций в оборотный капитал и в основные средства с одной стороны и масштабов накоплений предпринимателя — с другой. Можно сделать вывод о том, что появление знака минус у совокупного потока денежных средств и его возобновление к концу стадии выхаживания совершенно реалистично, и это будет означать отток денег из компании.

Поэтому, на мой взгляд, на ранних стадиях ЖЦО формируется необычная ситуация, для которой характерно наличие *финансового кризиса*. Обычно кризис в компании рассматривается на заданном отрезке ее функционирования, в привязке к ее конкретным предыдущим решениям и их последствиям. Компания в кризисном состоянии развивается по определенной логике. Первая фаза составляет *кризис стратегии*, означающий существенные ошибки в решениях о продуктовом портфеле, неадекватном понимании отрасли и конкуренции и ошибочном позиционировании компании. Вторая фаза кризиса в компании выражается в *кризисе результатов*, означающем ошибки в инвестиционной деятельности и неадекватной отдаче на сделанные вложения капитала. Третья фаза кризиса — *кризис ликвидности*, состоящая в нехватке денежных средств для решения стоящих перед компанией задач. Первая и вторая фазы кризиса имеют стратегическую природу, связаны с управленческими

решениями в области стратегии, маркетинга, управления персоналом, технологий. Они могут также протекать одновременно с организационными кризисами, свойственными каждой из стадий ЖЦО. Однако движущие силы и спектр последствий организационных кризисов иные. Третья фаза кризисного состояния компании — кризис ликвидности — связана с ее финансовыми управленческими решениями. Развертывание кризиса в компании по приведенной выше логике — от первой фазы 1 до третьей — возможно на любой стадии ЖЦО, и в определенном смысле находится вне контекста концепции ЖЦО. Иными словами, кризис ликвидности может возникать из-за первоначальных стратегических ошибок и неудачных действия по их устранению на любых стадиях ЖЦО.

Однако если учесть специфику движения по траектории ЖЦО, то можно выделить особенности в формировании проблемы достаточности денежных средств на ее разных отрезках. Покажем, какие изменения возникают в первом финансовом измерении компании — ликвидности — по мере перехода к новым стадиям ЖЦО. Анализ этих изменений позволит дополнить концепцию ЖЦО *финансовыми кризисами* в компании, которые обобщены в табл. 1.3. Данный ракурс необходимо ввести, чтобы выделить те специфические причины (факторы), которые связаны с особенностями определенных этапов ЖЦО, а не конкретными стратегическими ошибками, и ведут к дисбалансу в ликвидности как важнейшей финансовой характеристике компании.

Ликвидность и финансовые кризисы компании на этапах ЖЦО

Вид кризиса	Этап зарождения	Этап роста	Этап зрелости	Этап умирания
Кризис ликвидности бизнеса	Устойчивый отрицательный поток ДС от основной деятельности	Периодически возникающий отрицательный поток ДС от основной деятельности	Не характерен	Периодически возникающий отрицательный поток ДС от основной деятельности
Кризис ликвидности капитала собственника	Устойчивый отрицательный поток свободных ДС для собственников	Периодически возникающий отрицательный поток свободных ДС для собственников	Не характерен	Периодически возникающий отрицательный поток свободных ДС для собственников
Кризис финансирования	Невозможность привлечения заемного капитала и снижения ставки затрат на капитал	Несбалансированное соотношение заемного и собственного капиталов		

Если анализировать финансовые кризисы в компании *в контексте ЖЦО*, то необходимо, на мой взгляд, выделить несколько видов таких кризисных ситуаций. На этапе зарождения такие финансовые кризисы, как показано в табл. 1.3, включают два вида ситуаций: *кризис ликвидности бизнеса* и *кризис ликвидности капитала собственника*. Первый вид кризиса связан с краткосрочными результатами компании и выражается в дисбалансе между оборотным капиталом в денежной форме и текущей потребностью нового бизнеса. Недостаточная ликвидность этого вида традиционно рассматривается в анализе финансовой отчетности и выявляется через комбинацию финансовых коэффициентов, характеризующих соотношение различных оборотных активов и текущих обязательств. Помимо данных соотношений необходимо, на мой взгляд, видеть и второй вид кризиса — ликвидности капитала собственника. Он состоит в создании отрицательного потока свободных денежных средств для собственника ($FCFE < 0$), и как следствие — в снижении

величины стоимости компании. Не возможность извлечения свободного потока денежных средств из компании ведет к стагнации или даже снижению капитала предпринимателя. Отрицательная величина потока свободных денежных средств для собственника объясняется несколькими причинами. Даже на стадии младенчества невозможно достичь устойчивости потоков денежных средств от основной деятельности (CF_{Op}) и выйти из полосы кризисов ликвидности, несмотря на то, что для этой стадии характерно завершение периода убыточности бизнеса. Однако этот перелом еще может быть не достаточен для превращения потока денежных средств от основной деятельности в положительную величину: отток денег по каналам основной деятельности может продолжаться из-за проблем, по-прежнему возникающих в движении оборотного капитала. Рост потребности в оборотных активах, с одной стороны, и невозможность удовлетворения этой потребности за счет прироста текущих беспроцентных обязательств, с другой, — все это будет означать, что и на стадии младенчества проблема отрицательного знака потока денежных средств от основной деятельности не решается. Следовательно, кризис ликвидности компании не преодолевается.

Для выхода из кризиса ликвидности первого вида нужны дополнительные усилия в управлении оборотным капиталом, нацеленные на синхронизацию приростов оборотных активов и приростов по обязательствам, снижение приростов отдельных категорий оборотных активов за счет увеличения эффективности их использования и оптимизации их объемов. Задача менеджмента всего этапа зарождения — вывести операционный поток компании в зону положительных значений или подтянуть его от отрицательных значений до нулевой отметки.

Таким образом, ключевой процесс в период предпринимательского развития бизнеса, как показано выше, заключается в *трансформации предпринимательской энергии в относительно устойчивый денежный поток от основной деятельности*. Основная задача бизнеса в течение всего периода предпринимательского развития — сформировать модель бизнеса как генератора потока денежных средств. Создание притоков денежных средств в компанию означает, что работоспособная модель бизнеса построена и начала действовать. Воплощение этой задачи в реальную жизнь должно состояться к началу стадии «давай-давай». Как отмечалось выше, появление прибыли произойдет раньше, чем поток от основной деятельности

устойчиво поменяет знак с «минуса» на «плюс». Но достижение рентабельности действует как положительный сигнал для потенциальных кредиторов. Поэтому в потоке от деятельности по финансированию появится новая струя — кредитные деньги. Поступления от кредиторов станут средством смягчения как кризиса ликвидности бизнеса, так и кризиса ликвидности капитала собственника: годовой поток свободных для владельца компании денежных средств (*FCFE*) может поменять знак с отрицательного на положительный. Однако надо иметь в виду, что на стадии «давай-давай» у многих компаний кредитные вливания преимущественно краткосрочны. Учитывая, что финансовые кризисы рассматриваемого типа свойственны всей полосе предпринимательского развития компании, включая и стадию «давай-давай», необходимо выдержать соответствие между капиталом предпринимателя и финансовым масштабом компании. Если предприниматель «замахнется» на бизнес, требующий крупного и длительного притока капитала, не имея подпитки достаточным собственным капиталом, то он, скорее всего, не сможет преодолеть кризис ликвидности капитала. Естественно, что основой выхода из финансовых кризисов являются не кредитные поступления как таковые, а крепнущая рыночная позиция компании.

Далее компания переходит ко второй стадии этапа роста — юности, где основной процесс, как отмечалось выше, состоит в *трансформации денежного потока в сформированную рыночную долю*. Весь этап роста насыщен управленческими кризисами компании: первая их серия приводит к отделению функции менеджмента от предпринимательской функции, а вторая серия сосредоточена на столкновении предпринимательской и собственнической ролей в бизнесе. Предприниматель встает перед дилеммой дележа собственнической функции с новыми инвесторами. Дилемма углубляется по мере прохождения этапа роста. Как отмечалось выше, предприниматель встает перед проблемой появления новых участников в капитале и в процессах принятия решений: для выполнения задач роста необходимо поделить контроль над компанией. Решение задач роста за счет активного привлечения заемного, а не дополнительного собственного капитала упирается прежде всего в границы кредитоспособности компании и качество покрытия платежей по существующим и возможным будущим кредитам. Помимо аргументов риска неплатежа это решение должно быть обусловлено

стратегическим характером структуры капитала как параметра, влияющего на положение компании в конкуренции. Стратегическая природа структуры капитала связана с рядом причин.

В отличие многих других финансовых пропорций, характеризующих компанию, структура капитала является источником стратегически значимых для нее явлений. Во-первых, она влияет на уровень средневзвешенной ставки затрат на совокупный капитал, применяемый для финансирования компании. Структура капитала с чрезмерно низкой долей заемного капитала ($D/(D+E)$) фактически означает недоиспользование потенциально более дешевого, чем собственный капитал, финансового ресурса. Это легко понять, если упрощенно представить затраты на собственный капитал (K_E) как результат сложения затрат на заемный капитал (K_D) и премии за риск обладания долей в собственности, т.е. премии, компенсирующей риски остаточного характера требований собственников к активам компании. Несбалансированная структура капитала означает, что у компании складываются более высокие затраты на капитал, чем могли бы быть. В движении по ЖЦО со структурой капитала, далекой от оптимума, компании необходимо преодолевать дистанцию с более высокими барьерами или требованиями к доходности капитала, а значит быть гораздо более жесткой и избирательной относительно инвестиций. Следовательно, далеко не все инвестиционные проекты, вытекающие из рыночных возможностей компании, будут для нее эффективными, а это сдерживает ее маневренность в конкуренции на товарных рынках.

Во-вторых, стратегическая природа структуры капитала связана и с тем, что попытка решить задачи роста путем заемного финансирования без привлечения новых инвесторов-собственников ведет к появлению специфических эффектов, вызванных высокой долей заемного капитала в структуре совокупного капитала компании. Проблема в том, что обозначенные эффекты представляют определенные препятствия для развития бизнеса.

Первый тип специфических эффектов — так называемые эгоистические инвестиционные решения менеджмента. Они являются отражением усугубляющегося конфликта интересов профессионального менеджера и собственника, или агентского конфликта. В условиях высокой доли заемного капитала у менеджмента нарастают стимулы отбирать инвестиционные проекты с повышен-

ным риском, чтобы обеспечить более крупные потоки денежных средств, необходимые для обслуживания возросшего долга, либо отказываться от инвестиций в проекты с аналогичным, типичным для компании уровнем риска. В первом случае возникает явление, которое в корпоративных финансах получило название замещения активов или смены профиля рисков активов, а во втором, напротив, речь идет об отказе от инвестиций или недостаточном инвестировании (*underinvestment*). Формулируя проблему недостаточных инвестиций и вводя ее в академическую дискуссию, С. Майерс показывает, что в условиях высокого финансового рычага выгоды от роста будут в значительной мере присваиваться кредиторами, так как увеличиваются объемы их требований к прибыли и активам фирмы относительно требований ее собственника. Рассматривая недостаточные инвестиции как характерное явление для компаний с высоким уровнем заемного капитала, в своих ранних работах С. Майерс для смягчения конфликта интересов кредиторов и собственника предлагает использовать такой инструмент, как сокращение срока до погашения долга, а также дополнительный инструмент в виде участия менеджмента в капитале компании. Однако сокращение сроков заимствования как регулятор проблемы близорукой политики инвестиций практически не доступно для фирм на ранних стадиях развития, поскольку такой подход к финансированию ведет к росту риска неплатежа. Нарращивание краткосрочных кредитных ресурсов возможно только для фирм с высокими кредитными рейтингами, в то время, как для фирмы со средними или тем более низкими кредитными рейтингами данный подход к финансированию ведет к возрастанию премии за риск ликвидности.

Оба явления — замещение риска активов и недостаточные инвестиции — традиционно рассматриваются в теории финансов как аргументы для объяснения уровня заемного капитала на основе агентских мотивов выбора структуры капитала. Помимо агентского аргумента надо иметь ввиду и мотивы других стейкхолдеров. Наиболее приверженными клиентами компании слишком высокая доля заемного капитала трактуется как тревожный симптом. Ведь у такой компании все более крупная доля потока денежных средств должна отвлекаться на обслуживание долга, а значит изыматься из области инвестиций в рост качества продукции, развитие послепродажного обслуживания, разработку новых продуктов. Рациональ-

ное поведение такого типа клиентуры компании означает, что ей пора искать других поставщиков, что может привести к ухудшению отношений и условий продаж для данной компании, к падению выручки и потоков денежных средств. Изменения возникают и в поведении наиболее высоко профессиональной части персонала, преследующего карьерные цели и вынужденного искать способы защиты собственных карьерных интересов. Наконец, нельзя не видеть, что с ростом финансового риска у компании ослабевает конкурентный иммунитет, так как у нее уменьшаются возможности маневра за счет ужесточения условий использования потока денежных средств. В таких ситуациях «наезды» конкурентов — в рекламных компаниях, в ценовой политике, в переманивании лучших работников — могут оказаться разрушительными, ведь быстрый адекватный ответ будет затруднен. Исследования реакции нефинансовых стейкхолдеров на рост доли заемного капитала в компании подтверждают роль структуры капитала как стратегического параметра. На основе результатов этих исследований в корпоративных финансах сложилось новое направление концепций, объясняющих выбор структуры капитала, — с позиций отношений со стейкхолдерами фирмы.

Таким образом, решение всех задач этапа роста только за счет заемного капитала представляется не реалистичным и не продуктивным. Как показано выше, на стадии юности, являющейся частью этапа роста в ЖЦО, возникает дилемма собственника, навязывающая определенные границы выбора решений. Финансовые кризисы на всем этапе роста и далее — на этапе зрелости, как показано в табл. 1.3, воспроизводятся на новой базе. В чем состоят их особенности?

Первая особенность вызвана изменениями *драйверов кризиса* ликвидности бизнеса. Рост высокими темпами может вновь привести к формированию отрицательного потока денежных средств от операционной деятельности, но не за счет убыточности бизнеса, а из-за необходимости периодических крупных вложений в оборотный капитал. Иными словами, кризис ликвидности бизнеса вновь может сформироваться в организации, но его природа меняется: теперь она связана со *скоростями* роста. Темп роста на этом этапе ЖЦО нельзя выводить из волевых решений и субъективного видения менеджмента. Он диктуется компании самим рынком, ведь отставание в темпах ведет к утрате стратегических позиций в конкуренции. Парадокс заключается в том, что отставание в темпах

позволяет устранить отрицательный знак потока денежных средств от операционной деятельности, что создает видимость успешности бизнеса. Ведь снижение темпа способствует сокращению инвестиций в оборотный капитал. Следовательно, отток денег на эти цели резко уменьшается. Иначе говоря, наличие прибыли, наличие положительного потока денежных средств от основной деятельности и наличие определенной динамики роста могут стать своего рода ловушками, если эта динамика не достаточна.

Вторая особенность финансовых кризисов на этапе роста в ЖЦО связана с тем, что компании нужно одновременно финансировать и рост масштаба, и качественные сдвиги для достижения необходимого ускорения. Задача масштаба немедленно ставит проблему инвестиций в оборотный капитал (рост запасов, расширение базы клиентов-дебиторов), а задача ускорения — долгосрочных капиталовложений в развитие (новое оборудование, технологии, консолидация бренда). Парадокс в том, что их сочетание создает барьер для инвестиций. Решение этих задач путем кредитных вливаний ухудшает структуру капитала, и собственники «чувствуют» накопившиеся риски и выдвигают повышенные требования к доходности. На этом этапе ЖЦО, как правило, формируется еще одна проблема. К моменту «созревания рынка» — завершению стадии быстрого роста рынка как такового — меняется сам характер конкуренции. На растущем рынке у всех фирм есть пространство для роста, и нужно лишь правильно расти. Когда темп рынка начинает замедляться, то расти можно лишь за счет «выталкивания» конкурентов из бизнеса. Такое выталкивание возможно только при построении эффективной бизнес-модели или роста за счет эффективности. Таким образом, возникает новый драйвер кризиса финансирования — финансирование роста эффективности (производительность, оборудование, бизнес-процессы и т.п.). Итак, на этапе роста, кризис ликвидности капитала предпринимателя (собственника) также приобретает новые «пружины» для развертывания и новые очертания: теперь он разворачивается в плоскости *оптимизации структуры капитала*.

К стадиям расцвета и стабильности компания должна пройти через новую серию управленческих кризисов, и при нормальном развитии событий на этих стадиях она получает дисперсную структуру собственного капитала по сравнению с предыдущими стадиями ЖЦО. Финансовые кризисы первого вида, сфокусированные во-

круг проблем ликвидности бизнеса, как показано в табл. 1.3, более не актуальны. Зрелая компания, наконец, становится, по меткому определению специалистов Бостон консалтинг групп, «дойной коровой». Тем не менее причины для возобновления финансовых кризисов в плоскости структуры капитала могут сохраняться.

Взаимосвязи финансовых показателей компаний со стадиями ЖЦО рассмотрены в ряде исследовательских работ, выполненных преимущественно по данным американских компаний. Первый тип полученных результатов связан с идентификацией расположения компании на кривой ЖЦО с помощью финансовых показателей. Один из простых методов такой идентификации заключается в составлении рейтинга из трех финансовых показателей, взятых как средние за пятилетний период: рост выручки, коэффициент выплат дивидендов (доля дивидендов в чистой прибыли), капиталовложения. На первом этапе компании из выборки ранжируются по каждому финансовому показателю отдельно, затем рассчитывается суммарный балл, а далее с учетом отраслевой специфики по суммарному баллу компании располагают по разным стадиям ЖЦО, среди которых выделяют: рост, стабилизацию роста, зрелость, начало стагнации, стагнацию. Далее анализируются отличия в комбинациях использованных трех финансовых показателей и связь между их совокупными рейтингами и возрастом компании (сведения о нем также собирались из баз данных).

Метод рейтингов основан на количественных характеристиках, однако он позволяет обрабатывать массивы данных и распределять выборку компании с достаточно высокой достоверностью по стадиям ЖЦО. Несмотря на приоритет качественного анализа совокупности процессов и управленческих кризисов в движении компаний по траектории ЖЦО для идентификации ее принадлежности к той или иной стадии, метод рейтинга позволил получить ряд важных фактических наблюдений об особенностях стадий ЖЦО в системе финансовых координат. Один из примеров таких результатов — исследование Э. Блэка, где метод рейтинга применен к данным публичных американских компаний из базы COMPUSTAT за 1977—1995 г. Автор выделил четыре этапа ЖЦО. К начальному этапу — зарождения бизнеса — были отнесены 75 компаний, в которых выручка создается не менее, чем в течение одного года, при этом компании, возникшие в результате слияний или реструктуризации, были исключены из выборки. Этап роста выделен на

основе двух типов критериев: к нему отнесены 2905 компаний, попавших в 20% наиболее высоких рейтингов по темпам выручки и капиталовложениям и, напротив, в 20% наиболее низких рейтингов по дивидендам и возрасту. Третий этап — зрелость — выделен по критериям средних рейтингов по темпам и капиталовложениям, наиболее высоких рейтингов по выплатам дивидендов и средним рейтингам по возрасту. К данному этапу отнесены 2384 компании. Четвертый этап — упадок — идентифицирован на основе 20% наиболее низких рейтингов по темпам и капиталовложениям, наиболее высоких рейтингов по возрасту, а по дивидендам — рейтингов выше среднего уровня по всей выборке. Такой комбинации показателей отвечали 3961 компания выборки.

Средние величины ключевых финансовых показателей компаний на каждой из четырех стадий ЖЦО по результатам данного исследования обобщены в табл. 1.4. Возраст компании рассчитан как разность между годом наблюдений и годом создания за исключением компаний на этапе зарождения, для которых вместо года создания вычитался самый ранний год получения годовой выручки от продаж.

Таблица 1.4

Финансовые показатели американских компаний на разных этапах ЖЦО

Показатели	Этап зарождения	Этап роста	Этап зрелости	Этап умирания	Средние
Темп роста продаж, %	142	38	8	-13	10
Финансовый рычаг, %	7	42	50	16	39
Чистая прибыль, млн долл.	-0,36	0,66	16,15	-0,54	1,90
Доходность собственного капитала, %	7	6	13	-12	7
Инвестиции к совокупному капиталу	1,76	0,14	0,07	0,02	0,06
Расходы на НИОКР, млн долл.	0,18	0,41	4,53	0,51	1,26
Возраст, лет	2,4	16,2	37,4	57,6	42,8

Показатели	Этап зарождения	Этап роста	Этап зрелости	Этап умирания	Средние
Дивиденды к прибыли, %	0	0	36	0	0
Рыночная капитализация собственного капитала, млн долл.	16,52	21,95	208,47	10,91	46,11

Составлено по: Black E.L. Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-relevance of Earnings and Cash Flow Measurers // Journal of Financial Statement Analysis. Fall 1998. Vol. 4. No. 1. P. 40—56.

Это прежде всего касается постановки проблемы финансовых кризисов и изменения их движущих сил на разных этапах ЖЦО. В-первых, необходимо отметить характерную динамику показателей, влияющих на формирование потока свободных денежных средств для собственника компании (*FCFE*), суммированных в табл. 1.4. На этапе зарождения компании выборки в среднем убыточны и тем не менее делают инвестиции в долгосрочные активы. Данные вложения финансируются практически исключительно за счет средств собственников, поэтому показатель финансового рычага чрезвычайно низок. Такая комбинация финансовых показателей не может не создавать отрицательного потока свободных денежных средств для собственников на данном этапе ЖЦО, что означает наличие финансового кризиса второго вида — кризиса ликвидности капитала собственника. Из табл. 1.4 видно, что ситуация кризиса ликвидности капитала собственника выравнивается постепенно на этапе роста, однако прибыли существенно ниже, чем на этапе зрелости, а инвестиции, напротив, выше. Такие сдвиги в соотношении финансовых показателей на этапе роста все-таки не дают оснований рассматривать данный этап как полосу стабильного положительного потока свободных денежных средств для собственника. Противоположная картина возникает у тех, кто находится на этапе зрелости: доходность собственного капитала выше, инвестиции существенно ниже. Падающие темпы роста продаж располагают к выводу о невысоких и не стабильных инвестициях в оборотный капитал. Такая комбинация показателей в среднем может рассматриваться

как основание для вывода о стабильном положительном потоке свободных денежных средств для собственника. В табл. 1.5 обобщена динамика показателей трех видов потоков денежных средств.

Таблица 1.5

Потоки денежных средств американских компаний на разных этапах жизненного цикла, млн долл.

Показатели	Этап зарождения	Этап роста	Этап зрелости	Этап умирания	Средние
Чистая прибыль	-0,36	0,66	16,15	-0,54	1,90
Поток ДС от основной деятельности	-0,66	0,89	22,06	-0,02	24,28
Поток ДС от инвестиционной деятельности	-1,16	-3,88	-19,37	-0,16	-4,02
Поток ДС от деятельности по финансированию	1,90	1,86	-1,57	0	0,02

Составлено по: Black E.L. Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-relevance of Earnings and Cash Flow Measurers // Journal of Financial Statement Analysis. Fall 1998. Vol. 4. No. 1. P. 40—56.

Из табл. 1.5 видно, что полученные средние показатели по исследованной выборке имеют предсказуемые и описанные выше знаки. Первые этапы в ЖЦО компании проходят за счет положительного потока денежных средств от финансирования, а на этапе зрелости расчеты с инвесторами, включая кредиторов, преобладают над новыми поступлениями финансовых ресурсов. Потоки от основной деятельности становятся положительными на этапе роста, но недостаточными для решения задач роста. Третья важная тенденция, рассмотренная выше и фактически подтверждающаяся данными, суммированными в табл. 1.5, — нарастание роли заемного капитала в решении стратегических задач. Очевиден скачок при переходе к этапу роста, наращивание финансового рычага в процессе решения задач роста и стабилизация уровня заемного капитала при достижении этапа зрелости.

1.4.2. Жизненный цикл в контексте инвестиционного риска

Движение по траектории ЖЦО в финансовой системе координат связано с изменениями факторов инвестиционных рисков компании. В табл. 1.6 обобщены ключевые комбинации ведущих факторов инвестиционного риска на этапах ЖЦО. В области делового риска факторы, фиксирующие устойчивость коммерческих взаимосвязей, существенно трансформируются. Например, если на этапе зарождения существенные колебания в финансовых результатах компании могут вызываться сильной зависимостью от узкого круга клиентуры, поставщиков, слабостью сбытовой сети, то с переходом к стадиям роста возникают опасности чрезмерной диверсификации фирмы. В анализе инвестиционного риска диверсификация компании не связывается исключительно с количеством позиций в продуктовом ассортименте, разнородностью типов клиентов или рынков, на которых представлена компания. Проблема избыточной диверсификации уходит корнями в распыление ключевых компетенций, выпадение отдельных новых продуктовых линий и сегментов бизнеса из-под «зонтика» профессионального опыта, умений и навыков команды. Кроме того, чрезмерная диверсификация бизнеса способствует усилению агентского конфликта, развитию его в логике эффекта мультипликатора и возникновению второго эшелона агентской проблемы: «агент — менеджер головного офиса против агента — менеджера бизнес-единицы». Такие ситуации создают почву для возникновения так называемых скидков за корпоративную диверсификацию, означающих снижение стоимости компании.

Таблица 1.6

Основные факторы инвестиционного риска на этапах ЖЦО

Факторы	Этап зарождения	Этап роста	Этап зрелости
Деловые риски: коммерческие факторы	Отсутствие диверсификации по продуктам, каналам товародвижения, клиентам	Несбалансированная диверсификация по продуктам, клиентам	Утрата лояльности клиентов и персонала

Факторы	Этап зарождения	Этап роста	Этап зрелости
	Слабость рыночной позиции Высокая зависимость от поставщиков Высокий операционный рычаг	Недостаточная диверсификация каналов товародвижения Высокая зависимость от поставщиков	
Деловые риски: качество управления	Ключевая фигура предпринимателя Отсутствие системы информации Непрозрачность	Ключевая фигура предпринимателя Ключевая фигура менеджера Непрозрачность Отставание финансовой аналитики Низкая эффективность советов директоров	Ключевая фигура менеджера Непрозрачность Отставание финансовой аналитики Бюрократизация
Финансовые риски	Низкая краткосрочная ликвидность Отрицательные потоки ДС от основной деятельности Ценовые риски	Несбалансированность структуры капитала Низкое покрытие долга Ценовые риски	Несбалансированность структуры капитала Ценовые риски

По мере усложнения задач компании происходят сдвиги и в группе факторов, отнесенных к качеству управления. Здесь постепенно расширяется «поле риска», возникают новые факторы неопределенности будущего финансового результата и одновременно изменяются формы проявления таких факторов риска качества управления, как ключевая фигура. Риски, связанные с фигурой предпринимателя, например, на раннем этапе цикла связаны с глубиной проработки предпринимательской идеи, его «управлен-

ческой энергетикой». Но на стадии «давай-давай», когда складываются условия для развития дилеммы профессионализма, значение фактора ключевой фигуры предпринимателя существенно иное. Задача этой стадии — успеть вписаться в темпы роста отрасли, создать возможности для движения темпом, выше отраслевого. Риск ключевой фигуры заключается теперь в отказе от полноценного перехода к профессиональному менеджменту или затягивании такого перехода путем половинчатых решений, что повлечет за собой утрату скорости движения компании в конкуренции и к потере эффективности. На более поздних стадиях ЖЦО этот фактор риска проявляется в подавлении уже созданного профессионального менеджмента, создании неоправданных ограничений для профессионального решения возникающих управленческих задач. Различия в качестве управления как разновидности деловых рисков на разных стадиях ЖЦО связаны и с прозрачностью фирмы. На ранних стадиях развития фирмам свойственна более выраженная асимметрия информации, чем на более поздних. Поэтому сохранение за предпринимателем, основавшим компанию и обладающим более полной информацией, значительной доли в собственном капитале по мере ее роста служит для ее кредиторов положительным сигналом для оценки ее кредитоспособности.

Комбинации факторов инвестиционного риска, выделенные в табл. 1.6, влияют на формирование требуемой за риск доходности или барьерной доходности компании (*hurdle rate*), которая колеблется в зависимости от восприятия всех факторов риска инвесторами. Нормальный процесс взаимодействия факторов инвестиционного риска по мере продвижения по траектории ЖЦО должен создавать тренд снижения затрат на капитал. Поэтому успех компании на разных этапах ЖЦО в координатах ее второго финансового измерения — инвестиционного риска — означает, на мой взгляд, появление у нее важнейшего свойства. Речь идет о создании и нарастании *финансовой гибкости*, в которой одновременно сочетаются два процесса. Первый процесс — это увеличение *инвестиционной устойчивости* компании. Данный процесс заключается в расширении ее инвестиционного диапазона за счет снижения пороговой планки требуемой доходности на капитал. Такое снижение требований к минимальной эффективности рассматриваемых проектов создает финансовые предпосылки для появления более разнообразного

набора инвестиционных проектов, которые могут быть реализованы в компании. Если внешние, рыночные возможности компании складываются благоприятно, приобретенная инвестиционная устойчивость облегчает процесс отбора проектов и формирования портфеля эффективных инвестиций благодаря снижению планки барьерной доходности. Напротив, при наличии возможностей роста отсутствие инвестиционной устойчивости, заключающееся в сохраняющейся высокой барьерной доходности на капитал, не позволит их использовать. Второй процесс, в котором выражается финансовая гибкость компании, — это рост *устойчивости финансирования*. Он проявляется в целом ряде новых для компании явлений: расширении спектра источников и инструментов финансирования, которые становятся допустимыми для компании; расширении возможностей дополнительно привлекать более крупные капиталы от инвесторов разного типа. В качестве примера таких изменений в спектре инструментов финансирования можно привести модель А. Бергера и Г. Уделла, в которой сопоставление малых и крупных компаний приводит к выводу, что и те и другие расширяют спектр инструментов финансирования по мере движения по ЖЦО. Это наблюдение стало основанием для выдвижения З. Флаком концепции политики финансирования в зависимости от стадии ЖЦО.

Наконец, гибкость финансирования по мере продвижения по ЖЦО проявляется в улучшении условий получения капитала от кредиторов и от новых собственников. Одно из фактических свидетельств таких изменений по мере движения фирмы по ЖЦО — это премия за малый размер компании в ставке требуемой доходности. Подобные премии детально исследованы по данным развитых рынков капитала. Одно из направлений исследований связано с разработкой многофакторных моделей ожидаемой доходности на акции, среди которых наиболее популярна трехфакторная модель Ю. Фама и К. Френча. Второе направление состоит в исследовании исторически наблюдаемых устойчивых спредов доходности по акциям компаний, разделенных на децильные группы. Как отмечают ряд авторов, размер капитала компании может рассматриваться как примерная величина, аппроксимирующая вероятность наступления ситуации неплатежа, которая находится в обратной зависимости от размера.

Наконец, еще одно фактическое свидетельство основано на кредитных рейтингах, методология присвоения которых преду-

смаатривает в том числе оценку коэффициентов покрытия долгов прибылью, потоком денежных средств от основной деятельности и потоком свободных денежных средств. По мере движения фирмы по ЖЦО эти пропорции улучшаются при отсутствии существенных стратегических ошибок. Различия финансовых коэффициентов, отражающих покрытие долгов, признаны устойчивыми между категориями кредитного рейтинга разными рейтинговыми агентствами, несмотря на определенные расхождения в применяемой ими методологии анализа.

Таким образом, приближаясь к стадиям зрелости в ЖЦО, компания достигает состояния, при котором ее инвестиционные риски снижаются и стремятся к средней рыночной величине. Это подтверждается и наблюдениями аналитических агентств, занимающихся расчетами коэффициентов систематического риска бета. На основе наблюдений за изменениями этого коэффициента построены методы корректирования бета путем поиска средневзвешенного показателя из подлинного бета компании, определяемого регрессионным способом, и бета отрасли, приравненному к единице.

1.5. Финансовая кривая жизненного цикла компании и приоритеты советов директоров

Успех компании в продвижении по траектории ЖЦО, как было показано выше, выражается в формировании тенденции снижения требуемой доходности на капитал. Это способствует образованию положительного *спреда доходности*, под которым в финансах понимается *разность двух ставок доходности на сопоставимые активы*. Если сравнить фактическую доходность, заработанную на капитал, и требуемую, которая выполняет роль барьерной ставки, мы можем выразить экономическую прибыль через спред доходности:

$$ROCE - WACC > 0 \quad , \quad (1-14)$$

где *ROCE* — фактически созданная за год доходность на инвестированный капитал; *WACC* — средневзвешенная ставка доходности, требуемая инвесторами на капитал.

Иными словами, рассмотренный в системе финансовых координат ЖЦО должен означать *перемещение компании в зону положительных экономических прибылей*. Появление положительного

спреда доходности — это индикатор роста стоимости компании. Помещая кривую ЖЦО в систему финансовых координат, мы получим новые грани ее интерпретации. В такой «финансовой форме» кривая ЖЦО показана на рис. 1.8.

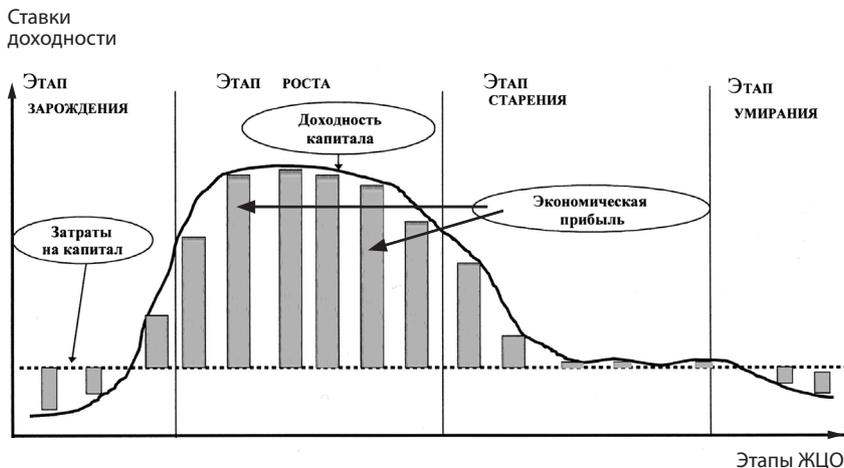


Рис. 1.8. Финансовая кривая ЖЦО

Двигаясь по ЖЦО, компания должна быть нацелена сначала на появление *нулевой величины экономической прибыли*, или спреда доходности, равного нулю. Выход из зоны отрицательных значений спреда — задача этапов зарождения и начальных стадий роста. Успех компании в координатах ее финансовых измерений должен затем выражаться в создании *положительной экономической прибыли*, или положительного спреда доходности. Превращение положительного спреда в устойчивое явление должно быть достигнуто на этапе роста. С исчерпанием скорости роста фактическая доходность снижается, но одновременно должна снижаться и барьерная доходность (затраты на капитал), поскольку в компании формируется и накапливается финансовая гибкость. Возникновение финансовой гибкости в свою очередь способствует стабилизации спреда доходности, или экономической прибыли, при переходе к стадиям расцвета и стабилизации (по И. Адизесу), формирующим этап зрелости. Тем не менее внутренние драйверы этой стадии жизненного цикла не могут постоянно и устойчиво воспроизводить положительный спред, так как теперь компании свойственно постепенное вымывание рыночных возможностей и, следовательно,

постепенное исчезновение причин для зарабатывания достаточно высокой доходности. Эта стадия относится к этапу зрелости компании, когда спред доходности постепенно снижается до нуля. С переходом компании на последний этап ЖЦО — этап умирания — спред доходности постепенно скатывается в зону отрицательных значений. Умирание бизнеса в финансовых координатах означает устойчивое и безвозвратное снижение экономической прибыли до отрицательных значений, а следовательно, невозможность в рамках данной бизнес-модели компании создать доходность, сопоставимую с альтернативами ее инвесторов. Втягивание компании в зону отрицательной экономической прибыли — сигнал для вывода капитала.

Таким образом, анализ ЖЦО в финансовой системе координат позволяет сделать ряд важных выводов. Во-первых, компания должна нацеливаться на рост не просто в терминах выручки (оборотов), активов, бухгалтерской прибыли и даже потоков свободных денежных средств, а *на рост капитала в терминах наращивания подлинной стоимости всего портфеля ее бизнесов*. Такой измеритель роста и успеха в движении по ЖЦО существенно сложнее. Прежде всего потому, что, как было показано выше, стоимость компании или ее отдельного бизнеса является результатом взаимодействия изменяющихся по мере движения по ЖЦО потоков свободных денежных средств и инвестиционного риска. Второй вывод вытекает из первого: наращивание стоимости портфеля бизнесов может происходить за счет комбинации разных компонент стоимости: *стоимости активов «как есть»*, или стоимости при отсутствии роста, и стоимости бизнеса, возникающей в результате формирующихся в компании *возможностей роста*. Использование этих компонент, их комбинирование должно учитывать ограничения, заданные особенностями стадий ЖЦО.

Стоимость компании как ее характеристика важна на каждой стадии ЖЦО, но тем не менее роль этого финансового измерения компании различается по мере продвижения по его траектории. Рассматривая компанию через призму концепции ЖЦО, необходимо ответить на несколько вопросов.

- На какой стадии возникает задача ориентации на стоимость бизнеса?
- При каких условиях и на какой стадии ЖЦО эту задачу нужно формализовать, превратив ее в основу управленческих процессов?

- Какими ключевыми факторами в большей мере определяется стоимость бизнеса (компании) на разных стадиях цикла?
- Как, какими средствами задача управления стоимостью решается на разных этапах ЖЦО?

Попробуем сформулировать ответы на некоторые из этих вопросов. На стадиях выхаживания и младенчества стоимость не может служить доминирующим ориентиром с точки зрения предпринимателя-собственника. Устойчивых финансовых выгод еще нет, так как нет не только положительного потока свободных денежных средств, но и истории устойчивых доходов в виде выручки и прибылей. Основа для оценки будущего и выстраивания ожиданий по поводу динамики потоков выгод для собственника в форме потоков свободных денежных средств (*FCFE*) еще достаточно зыбкая. На этих стадиях можно рассуждать лишь об ожиданиях самого предпринимателя, которому свойственна специфическая «энергетика»: сплав видения, интуиции и уверенности. Сказанное справедливо не только для предпринимательской по сути компании, но и для вновь созданной акционерной компании, проходящей эти стадии развития.

По мере продвижения по этапу роста — стадии «давай-давай» до «расцвета» — складываются условия для получения устойчивых потоков финансовых выгод и своего рода материализации стоимости компании. Это финансовое измерение становится одним из ключевых ориентиров в управлении. С переходом к активному росту у нормально развивающейся компании должна постепенно формироваться *культура взгляда на бизнес через призму стоимости*. Прежде всего, потому, что растущий с определенного момента в ЖЦО бизнес становится инвестиционно привлекательным, попадает в орбиту мишеней для приобретения. Проявления стоимостного видения процессов в бизнесе связано и с потенциальным привлечением новых инвесторов, поскольку, как отмечалось выше, решение задач роста ставит предпринимателя перед необходимостью поделить себя собственностью. Вторая причина связана с возникновением корпоративного управления, предполагающего создание механизмов балансирования конфликтов интересов профессионального менеджмента и собственника, отдельных групп собственников, наконец, конфликтов интересов собственников с другими заинтересованными в бизнесе компании группами. По-

явление корпоративного управления — органичное средство для «проживания» системы естественных кризисов ЖЦО.

Результаты эмпирических исследований взаимосвязи финансовых показателей на разных этапах ЖЦО показывают, что зависимость между рыночной стоимостью компании (капитализацией) и такими показателями, как прибыли и потоки денежных средств не одинакова на протяжении ЖЦО. Например, в упомянутом выше исследовании Э. Блэка, основанном на рейтинговой методологии идентификации этапа ЖЦО, показано, что на этапе зарождения чистая прибыль и потоки денежных средств от основной деятельности статистически не значимы для объяснения капитализации 75 компаний, отнесенных к данному этапу. Такая фактическая ситуация, полученная на выборке американских компаний, вполне соответствует рассмотренным выше тенденциям: компаниям этого этапа ЖЦО свойственны низкие прибыли или убытки и отрицательные потоки денежных средств от основной деятельности. В то же время значимы другие виды потоков денежных средств: наблюдается прямая зависимость капитализации от потоков от инвестиционной деятельности (на 5%-м уровне) и от финансирования (на 10%-м уровне). Как показывает исследование Э. Блэка, картина меняется на этапе роста: все три вида потоков денежных средств (от основной деятельности, от инвестиционной деятельности и от финансирования) значимы на 5%-м уровне, в то время как показатель чистой прибыли по-прежнему статистически не значим. При переходе к этапу зрелости прямая, значимая на 5%-м уровне зависимость от чистой прибыли и от потоков от основной деятельности сохраняется. Поток денежных средств от финансирования имеет отрицательный знак, поэтому наблюдается обратная зависимость рыночной стоимости компании от этого показателя. Наконец, на этапе упадка компании значимое влияние всех трех видов потоков денежных средств сохраняется (на 5%-м уровне), однако чистая прибыль более не является статистически значимой переменной.

Осознание важности стоимости как интегрального измерителя благосостояния предпринимателя и инвестора рано или поздно приводит их к пониманию особой роли новой управленческой парадигмы бизнеса: необходимости *управления процессом создания стоимости*. Управление стоимостью — это целенаправленная система управленческих мер, пронизывающая всю организацию, направленная на

каждом уровне управления на превращение создания стоимости в устойчивый процесс. Перевод управленческих алгоритмов на рельсы управления стоимостью — сложная процедура, требующая смены аналитической парадигмы, перемен во внутренних институтах компании, перехода на новые форматы коммуникаций с инвесторами и другими стейкхолдерами компании. Иначе говоря, надо различать «ощущение важности стоимости», складывающееся у предпринимателя и собственника, и формализацию ее роли в виде новых подходов к управлению компании. Следовательно, необходимо выделить еще один, третий срез роли стоимости компании в ЖЦО: она важна не только с предпринимательской и собственнической точек зрения, но и как *управленческая парадигма*. Достижение устойчивости компании в движении по ЖЦО должно вести к тому, что стоимость начинает рассматриваться как прямой параметр целеполагания и измерения результата управленческих усилий.

Все это подготавливает смену доминирующей цели компании: ключевым процессом ее движения по траектории ЖЦО становится *трансформация рыночных возможностей в наращивание подлинной стоимости бизнеса*. Такая трансформация вызревает постепенно, скорость движения в этом направлении индивидуальна для каждой компании. Обозначенные выше две группы причин продвигают компанию к переходу к формализации стоимости как финансового измерения компании, то есть к осознанию произошедшей смены ключевой цели. Эти процессы однокоренные, но, как показывает опыт многих компаний, могут не идти абсолютно «нога в ногу», одновременно. Их взаимосвязь складывается сложнее. От объективного превращения стоимости компании в ее доминирующую цель до момента *осознанной формализации* этого превращения в систему мер управления стоимостью может сложиться определенная дистанция.

Каковы приоритеты советов директоров для достижения задач роста капитала, понимаемого как наращивание подлинной стоимости всего портфеля бизнесов? Совмещая картину последовательных изменений всех трех финансовых измерений по траектории жизненного цикла, можно выявить специфику векторов прилагаемых ими усилий и затем — управленческих практик, требуемых в исполнительной ветви органов управления компанией для реализации стратегических усилий советов директоров. Воспользуемся

исходной системой координат и покажем конфигурацию векторов усилий, которые потребуются от советов директоров в соответствии с рассмотренной выше спецификой стадий.

На стадиях выхаживания и младенчества преобладает *рисковый профиль* ведения бизнеса. Жизнеспособность компании решающим образом зависит от успеха в поиске клиентов, соответствия бизнес-плана потребительским ожиданиям, правильной ориентации маркетинговых действий, а также соответствия ожиданиям инвесторов. Необходимость выживания вынуждает вести себя агрессивно, избирать ориентацию на рискованные решения и всячески избегать убытков. Если компания возникла как предпринимательская, то на этих стадиях в ней еще не создан совет директоров как центральный институт корпоративного управления. Если же компания была создана как акционерная, то совет директоров уже сформирован, и поэтому вопрос о векторе его стратегических усилий становится актуальным.

Картина векторов усилий советов директоров на этом этапе выглядит смещенной, несимметричной. Как показывает анализ финансовых кризисов, на стадиях выхаживания и младенчества ликвидность явно преобладает над двумя другими измерениями (см. рис. 1.9). Компания попадает в полосу кризиса ликвидности бизнеса (отрицательные значения потока денежных средств от операционной деятельности) и кризиса ликвидности капитала собственника (отрицательные значения потока свободных денежных средств). Внимание должно быть сфокусировано на создании адекватных потоков денежных средств от основной деятельности и потоков свободных для собственника денежных средств (*FCFE*). Совет директоров должен отслеживать проблему разрешения финансовых кризисов в большей мере, и эта задача становится приоритетной. Вклад в ключевую задачу — рост инвестиционной стоимости, которую обязан обеспечить совет директоров, на этих стадиях осуществляется по линии мониторинга создания положительного потока свободных для собственника денежных средств (*FCFE*). На этих стадиях, составляющих этап выживания, управленческие структуры компании должны выстраивать механизмы борьбы с операционными убытками, активно искать потребителя и внимания инвесторов.

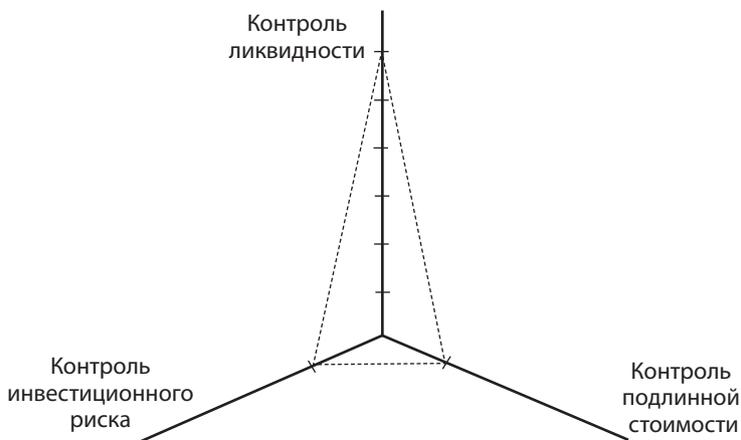


Рис. 1.9. Векторы управленческих усилий в координатах финансовых измерений компании на этапе зарождения

На этапе быстрого роста, начинающемся со стадии «давай-давай» до стадии «расцвета», рисковая полоса в развитии сменится на противоположную. Предприниматель и менеджмент начинают действовать в контексте *несклонности к риску* (относительно первого этапа), поскольку положение компании уже существенно стабильнее, и меняется характер возникающих в конкуренции вызовов. Задачи управленческих структур компании связаны с достижением экономии на масштабе и экономии на гибкости (*economy of scale*), чтобы конкурировать по ценам, с ростом качества продукции и завоеванием конкурентных позиций на основе качества, наконец, с формализацией профессионального менеджмента и с созданием эффективных управленческих структур и результативных систем вознаграждения персонала. На этапе роста открываются возможности диверсификации источников финансовых ресурсов. Рынок капитала воспринимает растущую компанию благоприятно в отличие от компании-младенца.

Картина трех финансовых измерений и нарисованная на ее основе «паутина» векторов управленческих усилий по-прежнему несимметрична (рис. 1.10), но теперь «паутина» смещена влево.

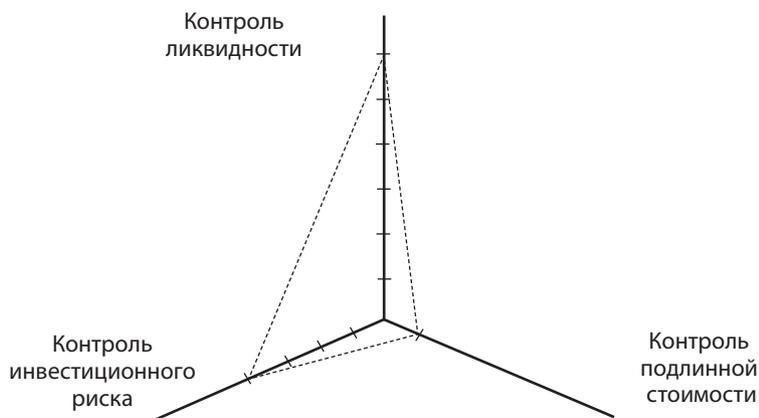


Рис. 1.10. Векторы управленческих усилий на этапе быстрого роста

Рост компании — это рост выручки, прибыли и потоков денежных средств. Приоритет совета директоров на стадиях данного этапа — это область **контроля инвестиционных рисков**. Вклад в ключевую задачу роста инвестиционной стоимости на этапе быстрого роста не может быть сделан без систематического контроля факторов инвестиционных рисков. Без этого не сформируется финансовая гибкость компании. Контроль над факторами инвестиционного риска необходим не только потому, что привлечение нового капитала на этапе быстрого роста — это жизненно важное условие решения свойственной ему задачи. Без сосредоточения усилий советов директоров на таком контроле процесс формирования барьерной ставки доходности или требуемой доходности инвестиций становится неуправляемым. Неуправляемый рост инвестиционного риска — это препятствие для роста стоимости портфеля бизнесов, несмотря на рост потоков свободных для собственника денежных средств, поскольку значительная их часть будет «съедаться» высокой или тем более растущей ставкой дисконтирования.

Переход от асимметрии к симметрии в «паутине» векторов усилий произойдет в результате перелома динамики от быстрого роста к его стабилизации у зрелой компании (см. рис. 1.11). Ключевые проблемы этапа зрелости, охватывающего стадии стабильности и аристократизма (по И. Адизесу), — постепенное вхождение в полосу исчезновения новых масштабных рыночных возможностей, удержание имиджа лидеров в бизнесе для сохранения инвестицион-

ной привлекательности, стимулирование персонала к поиску новых концепций развития и источников эффективности. Это последний этап ЖЦО, когда стоимость бизнеса, с одной стороны, еще может нарастать, а с другой — этот потенциал прироста еще может быть капитализирован, т.е. присвоен инвесторами с получением прироста капитала.

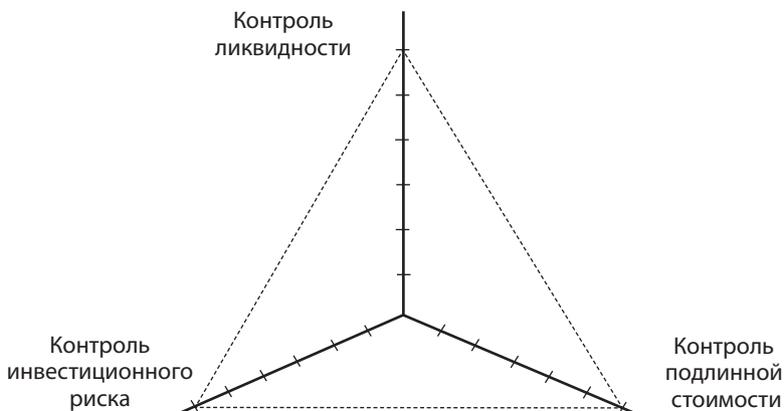


Рис. 1.11. Векторы управленческих усилий на этапе зрелости

Все три финансовые измерения в одинаковой мере важны. Сохранение инвестиционной привлекательности не возможно без устойчивости соиздания потоков денежных средств, свободных для изъятия инвесторами (*FCFE*), а их масса зависит от уровня рисков. Чем лучше контролируются инвестиционные риски, тем ниже барьерная планка минимальной доходности, тем выше возможный выигрыш инвесторов. Управление ликвидностью к этому этапу уже давно должно быть встроено в управленческие практики и в этом смысле стандартизировано (разработаны алгоритмы, инструменты). Аналогична и ситуация с контролем за рисками. Переход к этапу старения предполагает, что компания должна научиться *стандартизировать еще и инструментарий достижения прироста стоимости бизнеса*.

Таким образом, не только сами состояния каждого ключевого финансового измерения на протяжении ЖЦО, но и их комбинация относительно друг друга различаются. Без понимания различий этих комбинаций невозможно грамотно выстроить финансовые техники, то есть инструментальный и аналитический аппарат финансового менеджмента. Между тем эта функциональная ветвь ме-

менеджмента обеспечивает измерение результата деятельности всей компании и его оценку. Значит, построение «технологической составляющей» финансового менеджмента, адекватного особенностям ЖЦО, неизбежно становится залогом качественных стратегических и текущих управленческих решений как таковых.

Подытоживая, подчеркну, что в финансовых координатах кривая ЖЦО — это *линия жизни компании в мире экономической, а не традиционной бухгалтерской прибыли*. Не всякая рентабельность капитала — подлинная удача предпринимателя или работающих на него менеджеров. Успешная компания добивается правильного соотношения всех трех финансовых измерений. Показанные выше измерения в разрезе стадий ЖЦО (см. рис. 1.9—1.11) в более мелком «масштабе» — годовом выражении — представлены на рис. 1.12.

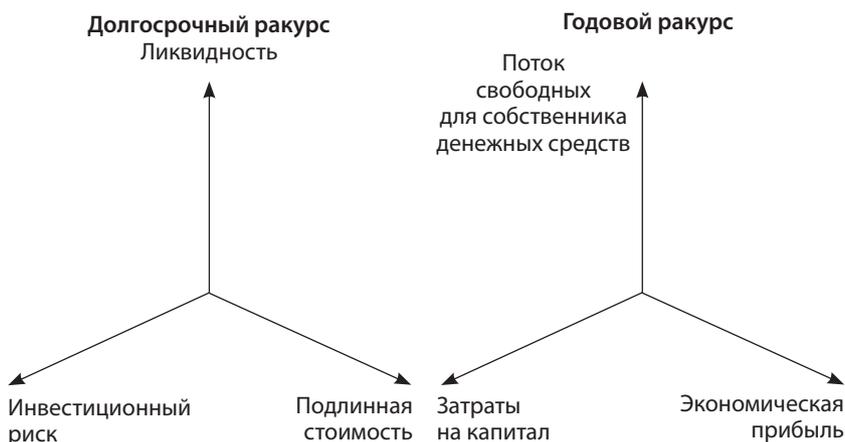


Рис. 1.12. Финансовые измерения компании: долгосрочный и краткосрочный ракурсы

В годовом разрезе финансовые измерения компании означают комбинацию следующих финансовых показателей: поток свободных для собственника денежных средств, затраты на капитал, экономическая прибыль. Поэтому необходимо обеспечить настройку управленческих процессов и системы корпоративного управления на выбор правильного соотношения показателей, адекватно выражающих объективно существующую специфику стадий цикла и свойственного им состояния рассмотренных выше финансовых измерений компаний. Ответственность за достижение точности такой настройки — за советами директоров.

Иными словами, грамотное движение по жизненному циклу означает *опережающую*, заблаговременную подготовку руководства и высшего управленческого персонала компании к осмыслению предстоящих переходов и освоению новых финансовых техник для решения новых управленческих задач. Необходима осознанная настройка не только на текущие задачи финансовой аналитики и практики, но и понимание логики общего движения по траектории ЖЦО и тех перемен, которые требуется вносить в будущем.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Поясните, чем экономическая прибыль отличается от бухгалтерской прибыли той же компании за один и тот же период.
2. Почему при применении критерия экономической прибыли результаты деятельности компании могут выглядеть хуже?
3. Чем поток свободных денежных средств отличается от потока денежных средств от основной деятельности компании? От совокупного потока денежных средств компании?
4. Почему поток денежных средств от основной деятельности компании может быть отрицательной величиной при положительной и даже растущей прибыли?
5. Поясните, что такое финансовые измерения компании на протяжении ее жизненного цикла и какую роль их изучение имеет для проведения финансового анализа компании.
6. Каковы ключевые факторы делового риска компании? Приведите примеры факторов делового риска компании, в которой вы работаете.
7. Почему для оценки требуемой за риск доходности не следует использовать данные финансовой отчетности компании?

ЗАДАНИЯ

1. Покажите на графике ЖЦО кривые трех потоков денежных средств компании и представьте ваше обоснование.
2. На примере публичной компании покажите какой стадии ЖЦО соответствует динамика ее потоков денежных средств.

ЛИТЕРАТУРА

Основная

Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

Ивашковская И., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. 2005. Т. 45. № 2. С. 34—38.

Ивашковская И.В. Корпоративные финансы в некорпоративной России // Управление компанией. 2004. № 4. С. 40—44.

Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009. Гл. 2. С. 46—110.

Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 2002.

Дополнительная

Кессених Г. Стоимость долгового финансирования и структура капитала // Рынок ценных бумаг. 2000. № 5. С. 57—60.

Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии. Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.

Anthony J., Ramesh K. An Association between Accounting Performance Measurer and Stock Prices // Journal of Accounting and Economics. 1992. Vol. 15. No. 3. P. 203—227.

Aretz K., Pope P.F. Common Factors in Default Risk Across Countries and Industries: Ljubljana Meetings Papers. EFA. 2007.

Berger A., Udell G. The Economics of Small Business Finance: The Role of Debt and Private Equity in the Financial Growth Cycle // Journal of Banking and Finance. 1998. Vol. 22. No. 6—8. P. 613—673.

Black E.L. Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-relevance of Earnings and Cash Flow Measurers // Journal of Financial Statement Analysis. Fall 1998. Vol. 4. No. 1. P. 40—56.

Copeland T., Weston F., Shastri K. Financial Theory and Corporate Finance. Addison Wesley, 2004.

Diamond D. The Debt Maturity Structure and Liquidity Risk // The Quarterly Journal of Economics. 1991. Vol. 106. No. 3. P. 709—737.

Fama E., French K. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds // *Journal of Financial Economics*. 1993. Vol. 33. No. 1. P. 3—56.

Fluck Z. *Capital Structure Decisions in Small and Large Firms: A Life-cycle Theory of Financing*. N.Y.: New York University, 1999. (Working Paper Mimeo Stern School of Business).

Galai D., Masulis R. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 1—2. P. 53—81.

Grant J.I., Abate J.A. *Focus on Value. A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation*. Wiley, 2001. (The Frank Fabozzi Series. Finance).

Harvey C. The Risk Exposure of Emerging Equity Markets // *World Bank Economic Review*. 1995. Vol. 9. No. 1. P. 19—50.

Harvey C.R. Country Risk Components, the Cost of Capital, and Returns in Emerging Markets // *Country and Political Risk: Practical Insights for Global Finance* / ed. by S. Wilkin. Risk Books, 2004. P. 71—102.

Heston S.L., Rouwenhorst K.G. Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification? // *Journal of Financial Economics*. 1994. Vol. 36. P. 3—27.

Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. No. 3. P. 305—360.

Maksimovic V., Titman S. Financial Policy and Reputation for Product Quality // *Review of Financial Studies*. 1991. Vol. 4. No. 1. P. 175—200.

Myers S. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions —Implications for Capital Budgeting // *Journal of Finance*. 1977. Vol. 29. No. 1. P. 1—25.

Myers S. Outside Equity // *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. No. 3. P. 1005—1037.

Opler T., Saron M., Titman S. Designing Capital Structure to Create Shareholder Value // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1997. Vol. 10. No. 1. P. 21—32.

Opler T.C., Titman S. Financial Distress and Corporate Performance // *Journal of Finance*. 1994. Vol. 49. No. 3. P. 1015—1040.

Pereiro L. The Valuation of Closely-held Companies in Latin America // *Emerging Markets Review*. 2001. Vol. 2. No. 4. P. 330—370.

Pereiro L. *Valuation of Companies in Emerging Markets. A Practical Approach*. N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 2002. P. 92—175.

Peterson M., Rajan R. Trade Credit: Theories and Evidence // *Review of Financial Studies*. 1997. Vol. 10. No. 3. P. 661—691.

Pratt S. The Cost of Capital. Estimations and applications. N.Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1998.

Rajan R., Zingales L. What Do You Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data // The Journal of Finance. 1995. Vol. 50. No. 5. P. 1421—1460.

Stewart G.B. The Quest for Value. A Guide for Senior Managers. N.Y.: Harper Business, 1991.

Stocks, Bonds, Bills & Inflation. Yearbook. Chicago: Ibbotson Associates, [разные годы].

Titman S., Wessel R. The Determinants of Capital Structure Choice // The Journal of Finance. 1988. Vol. 43. No. 1. P. 1—19.

2 тема **Управление, ориентированное на создание стоимости компании**

Управление стоимостью компании (value based management, VBM) как инновация в менеджменте сформировалось в 80-е гг. прошлого века. Его теоретические основы связаны с принципами корпоративных финансов, образующими ядро финансовой модели анализа компании, каждая была рассмотрена в теме 1. В чем заключаются новые подходы, которые привнесла данная концепция в анализ деятельности компании и в управленческие практики? Какую роль эти подходы могут сыграть в деятельности советов директоров?

2.1. Контур собственников

2.1.1. Модель управления стоимостью акционерного капитала как аналитическая инновация

Фактические корни модели управления стоимостью акционерного капитала в практике менеджмента связаны с опытом General Electric, руководители которой впервые аналогичные подходы разработали и применили во внутренних управленческих процедурах за 30 лет до широкого распространения концепции в других компаниях. Активное продвижение и внедрение в управленческие практики данной инновации относится к концу 1980-х — началу 1990-х гг., и оно сопровождалось интенсивным использованием ее принципов и методов в стратегическом и финансовом консалтинге. Новизну подхода, предложенного в данной концепции, отмечает целый ряд авторов. В одних работах подчеркивается, что управление стоимо-

стью акционерного капитала сконцентрировано на новой философии анализа и контроля. В других — выделяются комплексность подхода, необходимость увязывания стоимостного мышления с системой управленческих процедур.

Управление стоимостью акционерного капитала компании (value based management, VBM) следует рассматривать как инновацию в двух аспектах. Первый аспект — это *инновации в финансовом анализе*, означающие изменения в принципах и методах измерения финансовых результатов деятельности компании. Новые измерения, составляющие ядро модели управления стоимостью акционерного капитала, соответствуют смене парадигмы анализа компании, отходу от ограничений бухгалтерской интерпретации измерений результатов и выстраиванию аналитики в компании на принципах современной финансовой модели, рассмотренной в теме 1. Как аналитическая инновация концепция VBM означает внедрение новых критериев оценки успеха компании, последовательное введение новых аналитических алгоритмов, сфокусированных на рассмотренных выше финансовых измерениях компании: ликвидности, инвестиционном риске и стоимости. В ней воплощаются не только новые критерии определения результата, но и новые показатели его измерения, привязанные к изменениям в стоимости акционерного капитала. *Управление стоимостью компании — процесс последовательной реализации в стратегических и оперативных решениях менеджмента компании принципов экономической прибыли и приращения стоимости акционерного капитала.*

Подлинная стоимость акционерного капитала становится количественной интерпретацией целевой функции и траектории движения компании, критерием эффективности совокупности принимаемых управленческих решений. Это взгляд на проблему крупным планом. Постановка проблемы стоимостных координат крупным планом — начальный этап в использовании данной концепции. На более коротких, тактических отрезках необходимы «приборы навигации», обеспечивающие курс на экономическую прибыль. Переход к экономической прибыли как критерию оценивания и как набору показателей для фиксации результатов означает внедрение концепции подлинной стоимости в работу прежде финансовой службы компании, так как именно здесь проводится систематический анализ ее деятельности и составляются сводки данных, демонстрирующих

ее динамику в денежном измерении. Решение задачи новых измерений на основе экономической прибыли предполагает внедрение этого критерия в аналитику двух разных уровней. Первый уровень — это *уровень стратегического анализа компании*, выработки ее решений в области корпоративных стратегий. Разработка таких решений в условиях перехода на принципы управления на основе стоимости компании означает, что к набору возможных стратегических альтернатив предъявляются требования их положительного влияния на потоки экономических прибылей. Это можно показать с помощью рис. 2.1, где стоимость компании представлена в виде двухстадийной модели потока дисконтированных экономических прибылей. Положительные экономические прибыли на отрезке, соответствующем горизонту планирования, сменяются стадией создания нулевых экономических прибылей.

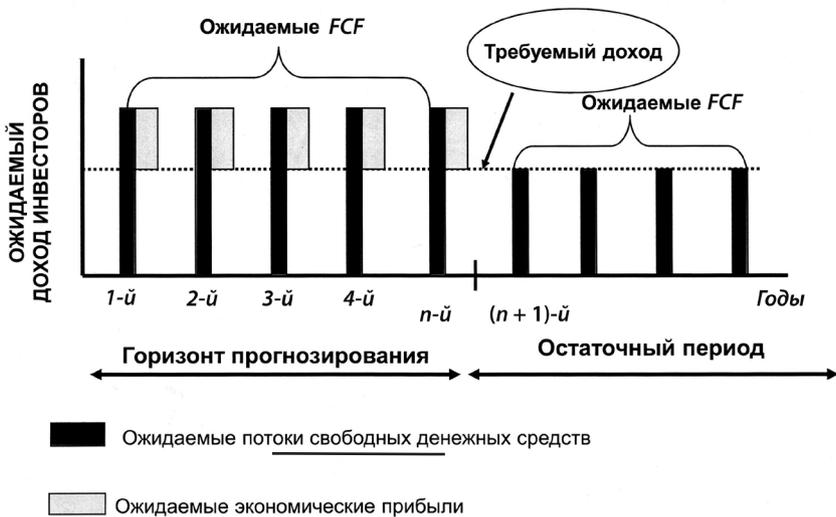


Рис. 2.1. Стоимость компании как поток экономических прибылей: двухстадийная модель

Принимаемые решения о корпоративных стратегиях в условиях управления на основе подлинной стоимости компании должны рассматриваться с точки зрения их способности генерировать на протяжении первой стадии преимущественно положительную экономическую прибыль, или доход, превышающий барьерную планку для вложения капитала собственников с таким же инвестиционным риском. Согласно современным концепциям оценки стоимости компании, горизонт планирования включает две характеристики: стратегическую основу и финансовое выражение. С точки зрения первой характеристики это период, в течение которого компания обладает *коренными конкурентными компетенциями* (core competencies), отличительными способностями, позволяющими ей успешно конкурировать с равными. Наличие таких особых компетентностей становится базой для формирования высоких результатов деятельности. Поэтому с точки зрения финансового выражения горизонт прогнозирования — это период, в течение которого в компании есть *потенциальная способность создавать положительную экономическую прибыль*. Как показано на рис. 2.1, начиная с года $n+1$ возможности получения положительной величины экономической прибыли исчезают, происходит перелом в ее динамике и в этом остаточном периоде экономическая прибыль равна нулю. Но тем не менее компания продолжает генерировать положительные потоки свободных денежных средств, однако их величина уже достаточна лишь для компенсации инвестиционного риска. Следовательно, стратегическое планирование должно быть увязано с анализом как самих компетенций, которые будут развиты в рамках реализации корпоративной стратегии, так и ее способности создать финансовые результаты в виде положительного потока экономических прибылей на протяжении периода владения этими корневыми компетенциями, обеспечивающими для нее конкурентные преимущества.

Таким образом, в аспекте аналитических инноваций управление стоимостью акционерного капитала — это система анализа компании, в которой предусмотрен *алгоритм оценки влияния корпоративных стратегий на создание положительных экономических прибылей на протяжении горизонта планирования и на саму продолжительность данного периода*. Первая часть анализа построена на соединении стратегической аналитики с процессом финансовых

измерений по критерию стоимости. Вторая часть анализа — продолжительность периода планирования — полностью относится к инструментарию стратегического анализа.

Инновации в области финансового анализа, которые являются органичной частью концепции управления стоимостью акционерного капитала, связаны с построением финансовой модели для оценивания эффекта корпоративной стратегии, ее потенциала в разрезе наращивания подлинной стоимости акционерного капитала. Это предъявляет качественно новые требования как к необходимой информации, так и к технологиям, которые должны помогать оценивать эффективность корпоративной стратегии. Понадобится не только выбрать качественные параметры, характеризующие привлекательные особенности стратегии, нарисовать картину использования компанией ее ключевых, корневых компетенций и описать бизнес-модель, но и разработать модель ключевых факторов стоимости. Таким образом, первый существенный шаг — введение критерия создания подлинной стоимости акционерного капитала в разработку стратегических альтернатив компании.

2.1.2. Модель управления стоимостью акционерного капитала как инновация в менеджменте

Второй аспект инноваций в концепции управления стоимостью акционерного капитала касается системы управленческих инструментов. Пентаграмма слагаемых управления стоимостью, представленная на рис. 2.2, суммирует основные направления разработки таких инструментов.

Первое слагаемое — стратегическое планирование, ориентированное на стоимость, как показано выше, означает использование подлинной стоимости акционерного капитала в обосновании решений о перспективных направлениях развития компании. Это ключевое слагаемое, без которого дальнейшее движение компании по пути осознанного наращивания стоимости невозможно. Перевод стратегического планирования на язык стоимости компании не может быть реализован без активного участия советов директоров, чья первостепенная задача заключается в обеспечении стратегического видения у команды исполнителей. Философия такого перевода — за советами директоров, они же должны предложить алгоритмы перевода. Технология же перевода разрабатывается менеджментом, и она

будет требовать выбора подходящих финансовых моделей анализа стратегии, ее прямых и косвенных последствий.



Рис. 2.2. Пентаграмма управления стоимостью акционерного капитала

Второе слагаемое — оперативное планирование стоимости акционерного капитала — предполагает разработку и внедрение комплекса специальных финансовых показателей, отражающих стоимость, созданную за год или более короткий период, для оценки результатов компании в ходе реализации ее стратегии. Внедрения таких новых аналитических моделей только на общекорпоративном уровне, где обсуждаются, вырабатываются и принимаются решения в области стратегического планирования, недостаточно. Необходимо их увязывание с нижними уровнями управления, с операционными задачами, нужна их конкретизация на «рабочих местах». В системе показателей оценки оперативной деятельности должны быть учтены распределение управленческой и финансовой ответственности, масштабы полномочий менеджеров разного уровня организационно-управленческой структуры. Такая система показателей, отталкиваясь от базовых принципов, единых для применяемой финансово-аналитической модели, безусловно обрастает индивидуальными параметрами, характерными как для отрасли, так и для компании.

Новая система показателей, привязанных к стоимости компании, может выполнять специфические функции, ведь она выстроена «от стоимости компании», и поэтому с ее помощью менеджеры могут оценивать влияние тех или иных оперативных решений, которые предполагается осуществлять внутри данного этажа управления, на стоимость акционерного капитала. Эти показатели привязываются к инвестиционной стоимости капитала владельцев и представляют собой систему, доведенную до разбивки задачи приращения инвестиционной стоимости капитала на компоненты и превращения их в прямые адресные показатели оперативной деятельности всех подразделений компании. Преимущество такого углубления стоимостного мышления — распространение этого способа видения среди сотрудников, увязывание их профессиональных задач с итоговим, интегрирующим показателем стоимости. Однако это трудоемкий процесс, в котором требуется кропотливая работа по перестраиванию привычных процедур бизнес-планирования, изменению приемов бюджетирования. Поэтому третья слагаемая управления стоимостью — мониторинг ведущих факторов стоимости, система обратных связей для своевременного реагирования на намечающиеся разрушительные для инвестиционной стоимости процессы. Речь идет, по сути, о выявлении процессов — «разрушителей стоимости». С этим связаны программы факторов стоимости, или мер воздействия на ведущие, ключевые факторы, определяющие подлинную стоимость именно этой компании. Рассматриваются негативные процессы, влияющие на факторы стоимости. Программы целесообразно разрабатывать одновременно с самой системой мер реализации стратегии, они должны быть интегрированы в оперативную деятельность и находиться под постоянным наблюдением менеджеров разного уровня, в зависимости от типа самих факторов стоимости. Инициаторами, «заказчиками» и потребителями конечных результатов разработанной программы мониторинга факторов стоимости являются советы директоров, а непосредственными исполнителями — менеджмент.

Таким образом, инновации в управленческом процессе охватывают несколько систем. Первая — это *система финансовой ответственности*, предполагающая структурирование взаимосвязей между центрами ответственности, влияющая на механизмы внутреннего ценообразования на их продукты и услуги. Выделение центров финансовой ответственности — это своего рода «финан-

совый конструктор»: обозначая полномочия и ответственность всех звеньев, корпоративная штаб-квартира использует создаваемые центры в качестве инструмента конструирования плановых заданий и отслеживания их реализации, планирования перемещения потоков денежных средств и оборота капитала. Как показывает мировой опыт внедрения управления стоимостью акционерного капитала, компании перестраивают свой «финансовый конструктор» и создают в нем центры стоимости. Такие центры создаются для детализации текущего анализа создания необходимых потоков денежных средств и контроля инвестиционного риска, требуемых для обеспечения положительных экономических прибылей. Основные отличия и характеристики центров стоимости показаны в схеме на рис. 2.3.



Рис. 3.3. Центры стоимости

Располагая полномочиями по инвестированию капитала, центры стоимости организуют процесс оперативного управления центрами ответственности более низкого уровня. На рис. 2.4 приведена схема взаимосвязей центров стоимости с центрами прибыли, составляющими подсистему в рамках структуры финансовой ответ-

ственности. Бюджетные задания устанавливаются от необходимой планки приращения стоимости акционерного капитала, что в годовом выражении означает их увязку с экономической прибылью. Таким образом, управление стоимостью компании предполагает *создание системы планирования на основе заданий по приращению стоимости*. Новые показатели призваны выявлять вклад всех структурных единиц компании в движение по заданной траектории роста стоимости капитала собственников. Эта часть задачи приращения стоимости компании в большей мере имеет технологическую природу, прорабатывается менеджментом и предполагает выстраивание целого «здания измерителей» приращения стоимости. Определяя и измеряя влияние этих решений на стоимость компании, т.е. оценивая наиболее «чувствительные зоны стоимости», команда менеджеров получает инструмент для обоснования выбора из имеющихся вариантов и определения приоритетов. Формулирование задач и заданий оперативного характера для внутренних подразделений в компании должно осуществляться именно по результатам такого анализа «чувствительности».

Вторая управленческая система, которая будет затронута инновациями, — *мотивация и вознаграждение персонала*. Перевод системы мотивации и вознаграждения персонала на язык приращения

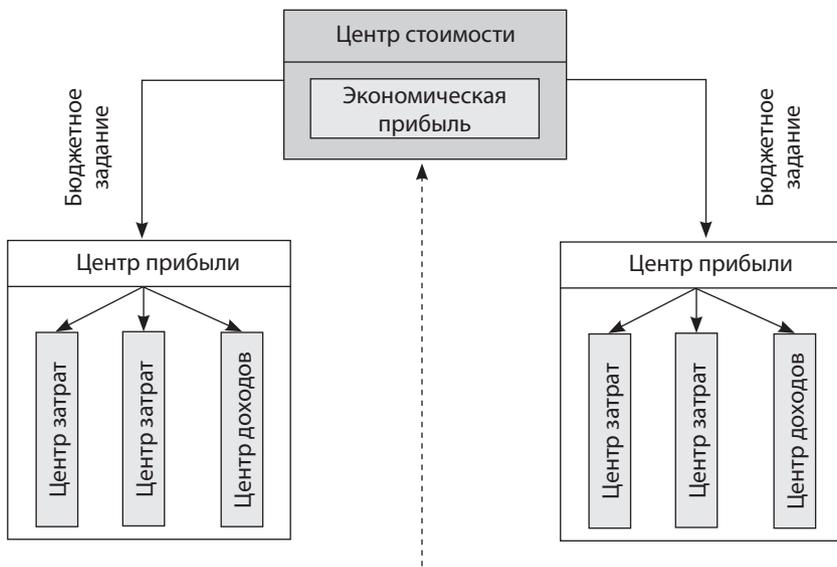


Рис. 2.4. Система взаимосвязей центров стоимости

стоимости компании обеспечивает увязку систем вознаграждения, прежде всего, управленческого персонала с выбранными показателями экономической прибыли для руководства центров стоимости, а далее — каскадирование доли вознаграждения за экономическую прибыль на более низкие уровни центров. Приоритетная роль советов директоров здесь неоспорима, поскольку их комитетам предстоит предложить новую концепцию оценки результативности ключевых управляющих. Выполнение этой задачи — за комитетам советов директоров.

Наконец, еще одна система, в которой понадобятся инновации, — это *информация и коммуникации с акционерами*. Как показано в пентаграмме слагаемых управления стоимостью (см. рис. 2.2), такие специфические коммуникации с инвесторами составляют пятое слагаемое управления стоимостью акционерного капитала. Это направление изменений предполагает создание системы информации о политике, используемой для управления стоимостью акционерного капитала.

2.1.3. Цикл управления стоимостью акционерного капитала

Внедрение управления стоимостью как любая инновация в ее деятельности предполагает реализацию разработанной в компании программы мер. Алгоритм перехода к управлению стоимостью состоит из двух ключевых шагов. Начальный этап алгоритма — прорыв в концептуальном плане, перелом в осмыслении принципов анализа компании, выявление факторов стоимости и «зон чувствительности». На следующем этапе усилия должны быть сфокусированы на переводе нового концептуального видения в практическую плоскость. Это означает изменения в оперативном управлении и в бизнес-процессах, их адаптацию к новому видению и новым подходам к анализу и принятию решений. Таким образом, модель управления стоимостью акционерного капитала включает своеобразный цикл: алгоритм внедрения, алгоритм применения и алгоритм анализа конечных результатов.

Однако для существенного продвижения в рамках задач каждого этапа невозможно обойтись без институциональных изменений, которые будут касаться организационной структуры компании, инноваций в системах вознаграждения руководства компании, ее персонала и членов советов директоров. Компаниям, ставящим цель освоения всех инноваций, которые составляют эту модель,

потребуются новые результаты во внутрикорпоративных отношениях. Это прежде всего, понимание роли управления стоимостью разными категориями персонала, осознание ими возможного эффекта от использования управления стоимостью для положения компании сегодня и в будущем, идентификация своего места в этом процессе перемен. В конечном счете необходимы лояльность и мотивированность сотрудников, для достижения которых и будут осуществляться программы изменений в корпоративной культуре.

Обширный мировой опыт перехода к управлению стоимостью компании показывает, что он отнюдь не имеет линейного характера и требует постепенной, адекватной перестройки многих корпоративных процессов. Исследования результатов внедрения этого типа аналитики и управления позволяют достаточно четко очертить границу между успешными и неуспешными действиями при таком переходе. На рис. 2.5 суммированы результаты эмпирического исследования, проведенного Гарвардской школой бизнеса на материале 1862 крупных компаний Америки, Европы, Азии с выручкой 2 млрд долл. [Haspelagh, Noda, Boulos, 2001]. Успешные компании в данном исследовании выявлены методом анкетирования и одновременно — анализа финансовых результатов. Результативность перехода на принципы управления стоимостью оценивалась на основе показателя *доходности инвестиций акционеров* (total shareholder return, TSR) и изучения ее динамики за три года до начала перехода и после. Вместе с тем в анализируемых компаниях был проведен опрос и выяснено мнение об итогах внедрения: в успешных компаниях управленческие команды считают, что внедряемые меры достигли цели, завершились существенными результатами. Таким образом, выявление компаний, добившихся результатов во внедрении концепции управления стоимостью, было осуществлено путем обобщения объективных и субъективных оценок.

Ключевые результаты исследования приведены на рис. 2.5. Успешным компаниям оказалось присуще первое общее качество: здесь были выстроены новые взаимоотношения между центром и подразделениями. Это выражается в коренных сдвигах в планировании, выделении ресурсов и увязывании стратегического планирования с инвестиционными программами. Как показано на рис. 2.5, капиталовложения оказались вписанными в долгосрочные стратегические планы, штаб-квартиры компаний развернули про-

Успешно внедрившиеся

Не добившиеся успеха

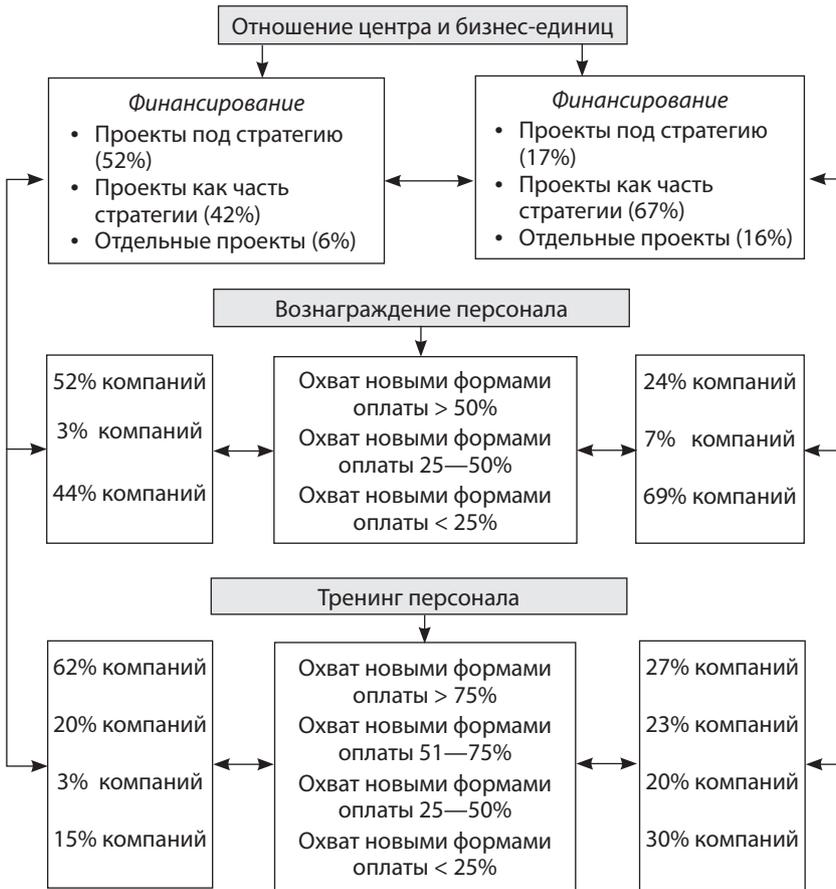


Рис. 2.5. Отличия во внедрении управления стоимостью

цессы бюджетирования «под стратегию». «Неудачники» не внесли в процессы внутрифирменного планирования глубоких перемен, продолжали финансировать отдельно взятые проекты, не вплели их в общую «стратегическую ткань». Второе общее качество успешных компаний, как видно из рис. 2.5, — существенные сдвиги в системах вознаграждения, высокий процент охвата прежде всего управленческого персонала новыми бонусными схемами, привязанными к зарработанной в подразделении и в компании в целом экономической

прибыли. Характерно и то, что увязка вознаграждения с ростом стоимости компании внедряется в таких успешных компаниях и для неуправленческих категорий персонала. Третье яркое общее условие успеха, как следует из рис. 2.5, — специально разработанные тренинговые программы для персонала, адаптированные к задачам конкретных категорий сотрудников и к уровню профессиональных требований, предъявляемых к ним в новой системе стоимостных координат. Помимо организации обучения, многие компании из числа успешных в этих начинаниях, столкнулись с необходимостью разработки персональных планов профессионального развития менеджеров, нацеленных на укрепление личностных качеств, которыми должен обладать менеджер для достижения успеха в выявлении рычагов роста стоимости компании на своем участке профессиональной деятельности.

Таким образом, внедрение концепции управления стоимостью, как и внедрение других инноваций, не может не столкнуться с трудностями и не создать каких-то противоречий. К новому вектору видения успешные компании присоединили продуманные программы изменений, разумного движения по циклу внедрения самой концепции, коррекции своих действий адекватно с изменяющейся динамичной ситуацией в деловой среде и в компании.

Как аналитическая и управленческая инновация концепция управления стоимостью позволяет создать подход и алгоритмы обсуждения стратегических решений, которые позволяют добиться повышения их качества. Это связано с несколькими обстоятельствами. Прежде всего, в отличие от других подходов, она предлагает систему показателей и моделей анализа, интегрирующих разные, часто конфликтующие аспекты деятельности компании в единую технологию решения возникающих проблем. В подлинной стоимости как результате объединены и финансовые, и нефинансовые стороны деятельности компании. Наличие такого интегрального показателя упрощает процедуры подбора и оценки данных, поскольку многочисленные грани деятельности и соответственно информации о них теперь объединены в одном процессе анализа факторов, влияющих на подлинную стоимость компании. Поэтому использование данной концепции помогает правильно организовать и фокусировать аналитические усилия. Балансирование противоречащих параметров, встроенное в сам процесс анализа стоимости компании, дает возможность не только более отчетливо сформули-

ровать критерии принятия ключевых решений, но и осуществить наблюдение за их обсуждением, а затем и реализацией.

Понятно, что нельзя не видеть и сложности, имеющие внешний для компании характер, связанные со спецификой российского рынка капитала. Однако готовность к внедрению концепции управления стоимостью в российских условиях прежде всего зависит от внутреннего климата компании.

2.2. Контур нефинансовых стейкхолдеров: формирование архитектуры капитала компании

В условиях становления инновационной экономики проблема места и роли нефинансовых стейкхолдеров в компании, независимо от ее организационно-правовой формы, приобретает новое значение. Анализ компании, необходимый для выбора ее стратегии, включая ее финансовое обоснование, должен быть адаптирован к формированию специфического контура интересов множества нефинансовых стейкхолдеров. Остановимся более подробно на новых подходах к анализу капитала компании.

2.2.1. Стратегические нефинансовые стейкхолдеры компании

В соответствии с общепринятым определением Р. Фримана к стейкхолдерам компании относят заинтересованные группы или лица, которые могут влиять на достижение компанией ее целей или сами находятся под воздействием этого процесса. В определении М. Кларксона, подчеркнуто, что стейкхолдеры не только имеют требования, права собственности или иные формы интересов в компании в данный момент, но и обязательно в будущем. Интересно отметить, что хотя термин «стейкхолдеры» связывают с именем Р. Фримана, близкая концепция была введена в академический оборот еще в 1918 г., а собственно подход к управлению компанией с позиций стейкхолдеров появился в годы восстановления после Великой депрессии. Он был связан с действиями компании General Electric, выделившей четыре группы стейкхолдеров: акционеры, персонал, клиенты и общественность.

Влияние стейкхолдеров на компанию объясняется прежде всего *критерием ресурсов*, которые они предоставляют для компании и которые являются критическими для ее успеха в бизнесе. Одна из наиболее полных классификаций исходит из деления этих ресурсов на три вида:

- инвестиционные ресурсы (объекты вложений) — финансовые активы, реальные активы и природные ресурсы, человеческие ресурсы;
- репутационные ресурсы (ресурсы отношений) — признание (лояльность) потребителей, общественности, персонала;
- интеллектуальные (трансформационные) ресурсы — знания и информация.

Однако ресурсный аспект не является единственным. Так, Т. Кочан и Р. Рубенштейн предлагают три критерия для выделения стейкхолдеров компании, и ресурсный критерий — всего лишь один из них. Второй критерий связан с рисками: как финансовые, так и нефинансовые стейкхолдеры подвержены риску и делят с компанией риски, поскольку зависят от результатов ее деятельности. Таким образом, к ресурсной зависимости добавляется совместная подверженность рискам и вытекающий из нее *критерий разделения рисков*. В-третьих, выдвигается *критерий силы влияния*. Стейкхолдеры компании обладают достаточной силой воздействия на ее результаты в благоприятном, либо неблагоприятном для нее направлении. Близкие признаки идентификации стейкхолдеров предложены Р. Митчел, Б. Эглом и Д. Вудом, выделившими следующие характеристики: власть или сила влияния, право требования к компании и срочность удовлетворения требований. Задача идентификации решается путем определения наличия или отсутствия указанных признаков у заинтересованных лиц, с которыми взаимодействует компания. По мнению авторов, наличие хотя бы одного признака является достаточным условием выделения данных лиц как стейкхолдеров. В то же время отмеченные признаки можно применить для ранжирования стейкхолдеров: их приоритетные для компании виды выявляются в зависимости от набора признаков.

А. Каппелен предлагает два фундаментально различных подхода к идентификации стейкхолдеров. Первый подход основан на *взаимозависимости* (relationship approach) и подразумевает, что особые обязательства возникают между сторонами тогда и только тогда, когда между ними существует определенный вид взаимосвязи и взаимозависимости. При этом компания должна руководствоваться прагматическими критериями при определении политики по отношению к стейкхолдерам, т.е. инвестировать средства в определенную группу стейкхолдеров только тогда, когда это повы-

сит стоимость компании и позволит достичь устойчивого развития. В основе второго подхода — *распределение ответственности* (assignment approach). В соответствии с ним обязательства перед конкретными стейкхолдерами возникают у тех организаций, которые максимально эффективно могут удовлетворить потребности данных стейкхолдеров. Данный подход позволяет наиболее точно идентифицировать стейкхолдеров, не упустив ни одну из групп. К финансовым стейкхолдерам относят: владельцев обыкновенных и голосующих акций, опционов на акции, кредиторов, включая владельцев не обеспеченных корпоративных облигаций. К нефинансовым стейкхолдерам относят: персонал, включая носителей специфических знаний и экспертизы, клиентов и поставщиков, местные сообщества, государство, особенно в роли получателя налогов, а также скрытых (латентных) стейкхолдеров (ассоциации по охране окружающей среды и т.д.).

Лояльность стейкхолдеров относительно компании основана на зависимости их собственных интересов и бизнес-целей от ее результатов. До тех пор, пока эти интересы реализуются благодаря взаимосвязям с компанией и приносят выгоды, стейкхолдеры выступают источниками ресурсов для компании. Поэтому для защиты собственных интересов стейкхолдеры компании стремятся выстраивать отношения с менеджментом как представителем компании или другими стейкхолдерами. Принято выделять, прежде всего, первичный круг или *первичные категории* стейкхолдеров: их выделяют среди инвесторов, персонала, клиентов, поставщиков, сообществ. К ним относят наиболее приверженных или ключевых заинтересованных в деятельности компании физических и юридических лиц, без которых компания не может рассматриваться как продолжающая операции в будущем. В отличие от данной категории *вторичные категории* стейкхолдеров могут не поддерживать политику компании и не разделять ее программы, формирующие основы взаимоотношений с первичными категориями. С точки зрения разнообразия охвата можно говорить о расширительной трактовке стейкхолдеров. Кроме названных выше пяти групп, в этом случае относят дополнительные группы, выступающие за охрану окружающей среды, будущих поколений, редких видов живого мира.

Множество интересов стейкхолдеров надо классифицировать в соответствии с их интересами как подсистем (кластеров) поставщиков финансового, интеллектуального и социального капиталов.

Несовпадения и противоречия интересов существуют как в подсистеме интересов финансовых стейкхолдеров компании, так и в подсистемах интеллектуального и социального капиталов. Первая подсистема охватывает интересы финансовых стейкхолдеров — поставщиков *финансового капитала*, привлекаемого в компанию в разных формах. Горизонт инвестиций у портфельного, миноритарного инвестора и спектр его задач существенно иные, чем у стратегического, мажоритарного. Портфельный инвестор сориентирован на быстрый рост своего дохода в виде прироста стоимости акций, в то время как для стратегического нужен долгосрочный тренд их роста. Несмотря на внутренние разногласия внутри группы собственников компании, интересы и миноритарных, и мажоритарных инвесторов могут противостоять целям и понимаю выгод кредиторами компании. Ущемление интересов последних за счет перетока стоимости в пользу собственников (*wealth transfer*) — одна из популярных тем в теории корпоративных финансов.

Вторую подсистему формируют интересы стейкхолдеров, являющихся носителями *интеллектуального и социального капиталов*. Формально в их составе могут быть разные категории стейкхолдеров: менеджмент, персонал, клиенты, поставщики, корпоративные директора. Например, первые создают особые знания, разрабатывая систему стратегических решений, выстраивая бизнес-процессы и управленческие рутины, приспособленные к специфике компании. Последние создают стратегическое видение, или собственно будущую специфику компании, процедуры контроля его реализации. Отличительная особенность интересов носителей интеллектуального капитала состоит в том, что эти группы стейкхолдеров заинтересованы не только в вознаграждении за вклад в формирование интеллектуального капитала и в результаты деятельности компании, но и мотивированы накапливать знания и опыт для достижения и воспроизведения *профессионального личного лидерства*. Следовательно, реализация такого сочетания интересов направлена на капитализацию ими знаний и в краткосрочном, и в долгосрочном периодах.

В то же время необходимо отметить, что состав нефинансовых стейкхолдеров компании не является однородным. В каждой из групп — персонал, менеджмент, клиенты, поставщики, сообщества — существует слой так называемых коллективных действующих лиц, активно вовлеченных в формирование интеллекту-

ального или социального капиталов, и, напротив, выпадающих из этого процесса. И те, и другие будут реагировать на принимаемые в компании стратегические решения, и соответственно — влиять на процесс создания стоимости. Это влияние будет различаться не только степенью интенсивности, но и направлением воздействия — созидание или разрушение.

В условиях перехода к инновационной экономике необходимо учесть выдвигание на первый план новых групп конкурентных преимуществ, которые требуют адекватного отражения в управленческих и особенно — в финансовых концепциях. Часть новых преимуществ базируется на *социальном капитале*, охватывающем совокупность норм, ценностей, умений достичь договоренности и способности к самоорганизации и сотрудничеству. Работы Р. Путнама и Ф. Фукуямы провоцировали обсуждение взаимосвязей уровня развития социального капитала с ростом экономического и социального благосостояния в обществе. Последовавшая серия исследований эмпирически доказывает наличие следующих связей:

- высокой корреляции доверия как характеристики условий бизнеса и присутствия в стране крупных компаний;
- уровня доверия и темпа роста национальной экономики даже при условии контроля за качеством исполнения законов;
- уровня доверия и интенсивности участия в операциях с ценными бумагами на рынке капитала.

Авторы еще одного исследования на примере Италии показали также, что уровень доверия прямо, статистически значимо связан с такими индикаторами финансового развития страны, как: доля совокупной капитализации компаний в ВВП; число компаний с акциями, торгующимися на бирже, и количество IPO на 1 млн населения; степень распыленности собственности в акционерных компаниях. Причем влияние уровня развития социального капитала на условия достижения успеха и благосостояния особенно важно в развивающихся странах.

Изучение социального капитала постепенно все более развивается от общественного плана в ракурс бизнеса и компании, чтобы отразить роль факторов качества отношений и достижения взаимного доверия участников процессов для развития современного бизнеса, а не только общества в целом.

В академической литературе существуют многообразные определения социального капитала. В социологии его определяют как преимущества и возможности, которые могут использовать люди как члены определенных сообществ. Этот же аспект выделяет и Дж. Коулман, подчеркивая, что социальный капитал — это ресурс индивида, извлекаемый им из социальных связей. Интересен подход, предложенный Д. Коэном и Л. Прусакком. В их трактовке социальный капитал состоит в накопленных активных взаимосвязях между людьми — доверии, взаимном понимании, разделенных ценностях и стилях поведения, — которые связывают членов живых сетей и объединений и тем самым создают возможность для сотрудничества. Роль социальных факторов в контексте целей современной компании, нужно, на мой взгляд, анализировать в ракурсе наличия у компании *активов качества отношений* (relational assets). Значение социального капитала для понимания контекста развития современной компании схематично суммировано на рис. 2.6. Как показано на рисунке, к активам качества отношений относят внутрифирменные и внешние корпоративные отношения: между корпорацией и ее персоналом, внутри разных групп персонала, отношения компании с инвесторами, поставщиками, партнерами, клиентами (потребителями), регулирующими органами.

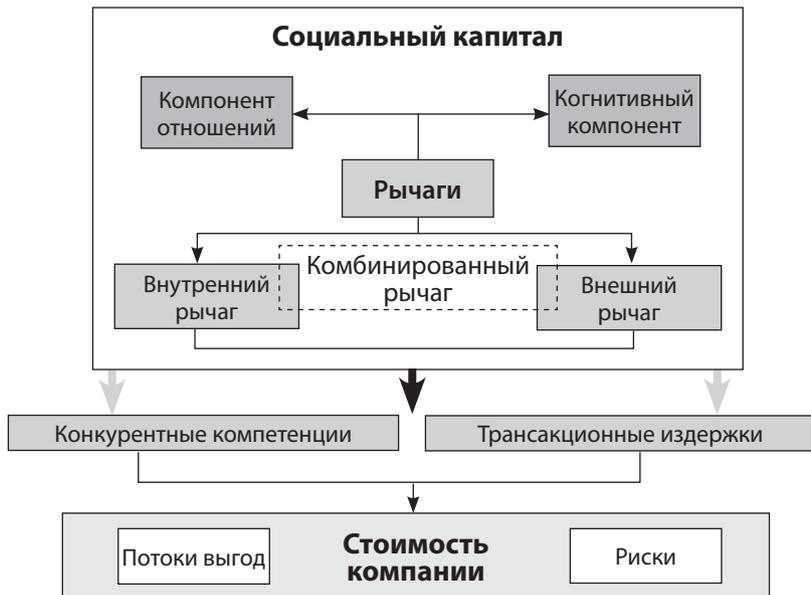


Рис. 2.6. Социальный капитал в компании

Важнейший признак высокого уровня развития социального капитала в компании — доверие между сторонами — участниками комплекса отношений, что многими исследователями признается неотъемлемой характеристикой социального капитала и начинает изучаться не только с позиций качественных характеристик, но и в ракурсе поиска измерителей (индикаторов) уровня доверия и уровня развития социального капитала. При этом важно, что особое внимание этим вопросам уделено в академических работах именно в области стратегического менеджмента, где и изучаются условия создания и применения конкурентных преимуществ.

Второй компонент социального капитала, как показано на рис. 2.6, — когнитивные качества, или *способности осознания разделяемых целей, степень общности ценностей и представлений*. Соединение указанных компонентов может осуществляться разными способами, и изучение типов их взаимодействий привело к появлению в академической литературе представления о специфическом рычаге. В соответствии с ним, социальный капитал способен выполнять роль *внутреннего рычага*, обозначаемого понятием «*bonding social capital*» и *внешнего рычага*, называемого «*bridging social capital*». В первом случае, когда срабатывает внутренний рычаг, упор делается на индивидуальные инициативы членов коллектива, поддержку и создание благоприятного климата для их реализации. Во втором случае — в большей мере на внешние связи стейкхолдеров, взаимное сотрудничество, встречные инициативные действия. Способность гибко использовать внутренний и внешний рычаги может быть выделена в самостоятельное свойство, называемое в соответствующей академической литературе силой проникновения (*boundary-spanning*). Таким образом, корневая характеристика социального капитала в компании — возникновение взаимодействий, которые пересекают и внутренние, и межорганизационные уровни. Подобное свойство компании получило также альтернативное название «сообщество взаимодействия».

В корпоративном контексте социальный капитал способен создавать стоимость компании по нескольким направлениям. Как показано на рис. 2.6, параметры социального капитала через отношения доверия и общность ценностей способны прямо влиять на снижение транзакционных издержек с клиентурой, партнерами, на набор персонала. Однако наиболее существенно, что эти параме-

тры ведут к повышению качества персонала, росту корпоративной культуры и поэтому способствуют ускорению бизнес-процессов.

Второй новый источник конкурентных преимуществ современной компании, активно обсуждаемых в академической литературе, связан с интеллектуальным капиталом.

Интеллектуальный капитал включает как накопленные знания, так и способности их трансформации и создания новых знаний. В нем выделяют два типа знания. Первый — *неформализованное знание* — получен из опыта, имеет субъективный и аналоговый характер, опирающийся на конкретную практику, осуществляемую здесь и сейчас. Второй тип — это *формализованное знание*, полученное из рассуждения, путем теоретического анализа. Интеллектуальный капитал предполагает трансформацию знания, которая основана на создании формализованного и неформализованного знания и его распространении посредством социального взаимодействия. Иными словами, он основан не просто на фиксированном наборе двух типов знаний, но на *трансформационных компетенциях персонала компании, его способности создавать новые знания*. С помощью трансформации происходит приращение двух типов знаний (формализованного и неформализованного) «как качественно, так и количественно».

Интерпретация интеллектуального капитала и его структурных компонентов пока остается дискуссионной. Наиболее распространенные трактовки принадлежат Т. Стюарту и Б. Леву. В них в составе интеллектуального капитала выделяются три компонента: человеческий, клиентский и организационный, в который, в свою очередь, включают интеллектуальную собственность и инфраструктуру создания знания. Л. Эдвинсон и М. Мелоун рассматривают четыре компонента первого уровня — человеческий капитал, партнерский капитал, клиентский капитал, структурный капитал, и компоненты второго уровня — организационный капитал, инновационный капитал и процессный капитал, которые в свою очередь входят в структурный капитал.

Российскими авторами преимущественно применяется классификация, в которой выделяются четыре компонента: человеческий капитал, клиентский капитал, называемый в ряде работ рыночными активами, интеллектуальная собственность, инфраструктурный капитал. В исследовании, проведенном нами в рамках проекта ла-

боратории корпоративных финансов Высшей школы экономики, выделены *компоненты первого уровня*, представленные в нашей модели человеческим, организационным (который подразделяется на процессный и инновационный), клиентским и сетевым капиталами. Выделение сетевого капитала в эмпирической работе предпринято, чтобы учесть растущую роль *качества отношений* компаний с ее контрагентами, и основанных на этом факторе сетевых механизмов ведения бизнеса как самостоятельного ресурса, охватывающего накопленные взаимоотношения (с поставщиками, подрядчиками и т.д.). При этом накопленные взаимоотношения с клиентами компании образуют клиентский капитал. Для целей эмпирических оценок влияния интеллектуального капитала на процессы в компании целесообразно выделять компоненты второго уровня, или *субкомпоненты*. *Человеческий капитал* рассматривается как совокупность компетенций и способностей персонала компании, поэтому он формирует основу для инновационного и стратегического обновления компании, и, следовательно, фундамент роста ее стоимости. В человеческом капитале выделяют такие составные части, как компетенции, креативность и отношение работников к организации, а также коучинг персонала. Поддерживая такую классификацию, мы рассматриваем отмеченные составляющие в качестве *субкомпонентов человеческого капитала*. *Клиентский капитал* представляет собой ценность, заключенную в отношениях с индивидуальными и институциональными клиентами. Только контролируя всю совокупность отношений с клиентами, менеджмент компании способен трансформировать цепочку ценности продукта в алгоритм создания стоимости компании. В ряду *субкомпонентов клиентского капитала*, мы выделяем следующие: концепцию управления отношениями с клиентами, исследования интенсивности конкуренции на рынке, лояльность клиентов, инвестиции в поддержание клиентского капитала. В составе организационного капитала выделяют *инновационный капитал* (инновационную составляющую), включающую совокупность прав интеллектуальной собственности, а также не формализованных в праве инноваций: технологические и организационные ноу-хау, новые предпринимательские концепции. Рассматривая его, мы выделяем четыре *субкомпонента второго уровня*: инновационные достижения, инновационные механизмы, инновационную культуру, инновационный коучинг менеджеров. Наличие последнего вызвано необходимостью

аккумуляции, наращивания и передачи знания путем выстраивания специального механизма наставничества. Второй субкомпонент организационного капитала — это *процессный капитал*, под которым обычно имеется в виду инфраструктура компании (информационные технологии, рабочие процессы и т.д.). Это так называемые бизнес-рутины, которые представляют собой уже отлаженные образцы внутрифирменного взаимодействия. Компании с устойчивым процессным субкомпонентом интеллектуального капитала, как правило, создают благоприятные условия для использования человеческого капитала. Мы выделяем в процессном капитале *субкомпоненты второго уровня*: корпоративную культуру, организационную структуру, операционные процессы, информационные системы.

Пятый компонент — *сетевой капитал* — представляет собой ценность, состоящую в качестве и устойчивости отношений с контрагентами, поставщиками, подрядчиками, конкурентами и необходимыми контрагентами смежных отраслей. *Субкомпоненты сетевого капитала* представлены такими элементами, как: концепция управления отношениями с поставщиками, подрядчиками и другими контрагентами, исследования интенсивности конкуренции в отрасли, лояльность контрагентов, инвестиции в поддержание сетевого капитала. Вопрос об отнесении данного компонента — *сетевого капитала* — в состав интеллектуального капитала остается дискуссионным, поскольку охватываемая им сфера взаимосвязей переплетается с проблематикой социального капитала. При построении моделей исследования нефинансовых форм капитала эти смежные области понадобится разграничить.

Формирование интеллектуального капитала, накопление соответствующих компетенций в компании зависит от характеристик стейкхолдеров как носителей знаний и от качества связей с ними. Знание как таковое создается конкретными людьми, а компания может либо поддерживать этот творческий процесс, либо разрушать его. Как отмечают И. Нонака и Х. Такеучи — авторы динамической модели создания знания, поддерживая процесс его генерирования и креативность персонала, компания лишь развивает организационными методами знания, созданные индивидуумами. Таким образом, соединение социальных взаимодействий и формализованных и неформализованных знаний необходимо для трансформации знаний, что ускоряет получение новых знаний.

Превращение стейкхолдеров из потенциального носителя в фактического носителя таких трансформационных компетенций ускоряется в случае *формирования сети стейкхолдеров* данной компании, с которой связано достижение возобновляемости этих компетентностей, гибкости их применения на основе таких способностей их носителей и успеха их продуктивного вовлечения с бизнес-процессы компании. Этим, на мой взгляд, объясняется растущий интерес к концепции динамических способностей компании как особой компетенции, активно обсуждаемой в академической литературе. По определению Д. Тиса, эти способности состоят в *интегрировании, создании и реконфигурации* внутренних и внешних компетенций для достижения фирмой соответствия динамичной среде.

2.2.2. Архитектура капитала компании как особый тип структуры капитала

Учитывая важность проблематики роли стейкхолдеров компании, западные исследовательские центры в конце 1990-х гг. инициировали проекты, направленные на изучение происходящих изменений. Первый ракурс дискуссий связан с формированием нового видения сути корпоративной формы организации бизнеса как таковой.

Переосмысление сути корпорации XXI в. основано не только на растущих размерах таких компаний, глобализации их операций и масштабе их влияния на целые отрасли экономики, но и главное — на новом понимании *корпоративных отношений собственности*. Сложилась трактовка, основанная на аргументах в пользу существенной эволюции сути позиции акционеров как субъектов отношений собственности и корпорации (акционерной компании) как объекта, вызванной самим характером экономики и ключевых сил конкуренции. В специальном обобщающем выпуске, посвященном 75-летию журнала «Harvard Business Review», выдвинута точка зрения о том, что понимание корпорации как объекта собственности держателей акций неполно и неверно, так как не определяет, кому же принадлежит власть. Корпорацию следует рассматривать не как элемент имущественных прав, а скорее как сообщество, созданное для достижения общих целей.

В акционерном законодательстве, как отмечают зарубежные исследователи в области права, корпоративного управления и роли советов директоров, не удастся найти прямые свидетельства того, что акционеры имеют безусловный приоритет и что они являются собственниками компании как таковой. Владение акцией не означает, что акционер является собственником конкретной группы активов.

В британском корпоративном праве и законодательстве других стран, базирующихся на его принципах, показано, что фидуциарные обязанности членов советов директоров существует перед компанией, а не непосредственно перед ее акционерами. Акционерам не предписано прямое право вовлекаться в управление компанией. Организация управления и контроль за ним — это функции совета директоров. Наиболее отчетливо эти акценты расставлены в корпоративном праве штата Делавер (США). В начале XXI в. в британское законодательство внесены поправки, которые расширяют представления о задачах советов директоров в направлении достижения интересов всех стейкхолдеров и предписывают директорам соответствующий набор функций.

Примером инициативных проектов «переосмысления корпорации» является ряд исследований, выполненных на основе гранта Фонда А. Слоуна, в рамках которых были выдвинуты некоторые существенные положения, отразившие суть переосмысления корпорации как явления в изменившейся экономике. Как отмечают авторы Слоуновского проекта «Пересмотр корпоративной формы», реализованного в университете Стэнфорд, существующая точка зрения о том, что акционеры владеют корпорацией, не корректна. Акционеры являются собственниками ценных бумаг, но они не владеют корпорацией как юридическим лицом ни в каком из имеющихся значений и не составляют единственной группы, чьи интересы жизненно необходимо соблюдать для достижения ее успеха. Второе важное положение заключается в том, что корпорация представляет собой центр сетевых взаимодействий взаимосвязанных интересов и участников, каждый из которых добровольно или вынужденно вносит вклад в ее результативность, получая выгоды (или по крайней мере не нанося ущерба своим интересам) от деятельности корпорации. Успех корпораций в новом веке и в новых экономических и конкурентных условиях базируется в значительной степени

на регулярном отслеживании этой системы интересов. Одно из определений модели компании, ориентированной на стейкхолдеров, дано по результатам проектов Фонда А. Слоуна, специально инициированных для изучения проблемы новой роли стейкхолдеров: корпорация — это организация, занимающаяся мобилизацией ресурсов для их производительного применения, чтобы создавать благосостояние и другие формы выгод для разнообразных заинтересованных групп, или стейкхолдеров, не позволяя намеренно разрушать их благосостояние, увеличивать риск и наносить им ущерб. Суть нового видения корпоративной формы организации фирмы состоит в *необходимости оценки ее деятельности с точки зрения всех групп стейкхолдеров*, а не только собственников. Таким образом, оценка результатов критериями собственников является одним из элементов подхода, но не единственным. Представленная в проекте Фонда А. Слоуна трактовка согласуется с принципами, обсуждаемыми Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в связи с необходимостью анализа новых процессов в корпоративном управлении.

Второй ракурс обоснований связан с аргументами новых постановок в контрактной теории фирмы, разрабатываемых после выхода работ О. Харта и Дж. Мура, П. Аюна и П. Болтона, где отличие от традиционной контрактной теории была в явной форме введена *предпосылка неполных контрактов*. В соответствии с вариантом контрактной теории, формирующимся на этой основе, фирма рассматривается как совокупность не только явных (*explicit*), как в случае традиционной трактовки, но и неявных (*implicit*) контрактов. Неявные контракты рассматриваются в связи со следующими аргументами. Во-первых, сами акционеры не являются полностью защищенными явными контрактами, что подрывает теоретическую предпосылку, господствовавшую до сих пор, об абсолютном *приоритете акционеров* в области остаточных прав контроля над ресурсами фирмы. Во-вторых, не только акционеры, но и нефинансовые стейкхолдеры находятся в состоянии незащищенности явными контрактами и вытекающей отсюда экспроприации их благосостояния. Если придерживаться точки зрения о фирме как пучке полных явных контрактов, это будет означать узость взгляда на суть контрактов и игнорирование реальных факторов, говорящих

о существенном влиянии права акционеров на принятие решений на потоки экономических выгод для остальных стейкхолдеров.

Третий ракурс представлен близкими к принципам новой контрактной теории аргументами сторонников *концепции прав собственности* (property rights), выдвигающих ее как основу обновления теории фирмы. С их точки зрения необходимо *переосмысление ресурсной трактовки фирмы*, которое предлагается реализовать путем интеграции этих двух подходов. Во-первых, отмечается, не решенными остаются вопросы прав собственности акционеров на такие нематериальные ресурсы, как интеллектуальные (разные формы знаний), организационные (разные виды практик). Современные правовые системы эффективно решают проблемы собственности на материальные ресурсы, но в них сохраняются противоречия и не решенные вопросы относительно нематериальных ресурсов, используемых в компании. Во-вторых, не изучены пока фундаментальные изменения в оптимальных формах организации фирмы, отвечающих необходимости применения специфических нематериальных ресурсов. Поэтому в работах этого направления отмечается проблема прав контроля над специфическими ресурсами, механизмов такого контроля и места в этом процессе советов директоров компании. Учитывая эти противоречия, авторы утверждают, что решение отмеченной проблемы не возможно в рамках парадигмы приоритета интересов акционеров.

Уникальность ресурсов, предоставляемых нефинансовыми стейкхолдерами, и разделение рисков с финансовыми стейкхолдерами служат основанием для того, чтобы рассматривать нефинансовых стейкхолдеров как *специфических инвесторов*. Специфика инвестиций связана с тем, что ресурсы стейкхолдеров относятся, как правило, к категории *не передаваемых и уникальных*, не воспроизводимых. Данные особенности означают, что нефинансовые стейкхолдеры должны рассматриваться как обладатели *остаточных требований* к компании и участвовать в принятии корпоративных решений, как и финансовые инвесторы. Аналогичные выводы о включении ключевых нефинансовых стейкхолдеров в состав группы, определяющей решения о правилах использования ресурсов и о регламентах их изменения, делаются в известных работах, формирующих ядро дискуссии в стейкхолдерском подходе. Рассматривая специфические инвестиции стейкхолдеров в компанию, М. Блэр подчеркивает, что в области корпоративного права необходимо

ставить проблему «принятия решения командой» (team production) как адекватного изменившимся условиям механизма принятия решений. В состав такой команды, наделенной правами принятия решения, должны включаться стейкхолдеры, осуществившие специфические инвестиции. Результаты таких специфических инвестиций зависят от совокупных результатов фирмы, и это создает основания для права на участие в принятии решений. В ситуациях специфических инвестиций рыночные механизмы не эффективны и не могут использоваться как инструменты распределения создаваемых экономических рент. Поэтому права на принятия решений передаются советам директоров от имени всех инвесторов, сделавших такие специфические инвестиции. В связи с отмеченным выше интеграция новых точек зрения в праве с подходами в стратегическом менеджменте, где была поставлена проблема стейкхолдерского взгляда на концепцию фирмы, продуктивна именно на почве концепций прав собственника и поиска мест стейкхолдеров в этих трактовках.

Сведение процесса создания стоимости в условиях перехода к экономике знаний к проблеме остаточного характера прав акционеров как поставщиков финансового капитала — финансовых стейкхолдеров — и к обоснованию необходимости создания для них экономической ренты не дает правильной интерпретации всего процесса создания стоимости. Дело не просто в том, что решения, принимаемые в фирме, затрагивают интересы нефинансовых категорий стейкхолдеров. Этот аргумент отмечается практически во всех работах, где рассматривается проблематика стейкхолдерского подхода. Однако его не достаточно. Существенно, что фирма более не может рассматриваться как сумма компонентов, имеющих по отдельности на разных видах рынков, привлеченных контрактными механизмами. Важным свойством фирмы становится комбинация специализированных и комплементарных активов, которая формируется внутри фирмы, ведет к созданию нового знания, не может объясняться наличием явных контрактов. Конкурентные преимущества в фирме создаются именно как результат трансформации имеющегося знания или создания нового знания. Этот аргумент наиболее отчетливо сформулирован в концепциях динамических способностей К. Прахалада и К. Коннера и трансформационных способностей Д. Тиса с соавторами. Нельзя не видеть, что это означает смещение коренных конкурентных преимуществ в зону практически не воспроизводимых ресурсов. Целевая функция производства

здесь характеризует не количество произведенных экземпляров, а количество «разных сущностей», или качественно различных экономических благ. В этом заключается суть смены «репликационной», по выражению Г. Клейнера, экономики на инновационную. Уникальность необходимых ресурсов связывается с целым рядом характеристик. Прежде всего, это начальные способности, таланты персонала и накапливаемый в компании опыт. Затем исключительное значение приобретает сама *комбинация* имеющихся внешних, доступных многим знаний и внутреннего опыта, не достижимая для конкурентов. Наконец, особую роль выполняет *процесс формирования* внутренних корпоративных рутин, позволяющих осуществлять трансформацию знаний, вырабатывать недостающие элементы, фиксировать их и вновь использовать в компании и в конечном счете — реагировать быстрее конкурентов.

Представляется, что наличие таких специфических ресурсов имеет действительно ключевое значение для понимания не только условий успеха в конкуренции, но и создания требуемого финансового результата от воплощения корпоративной стратегии. Механизм его создания смещается *от присвоения ресурса к созиданию самого ресурса* в виде особых способностей, от его наличия *до начала производства* к процессам и рутинам *в самом производстве*.

Для достижения конкурентоспособности и эффективности в инновационной экономике наряду с финансовым нужны интеллектуальный и социальный капиталы, носителями которых преимущественно являются именно нефинансовые стейкхолдеры. Рассматривая их как всего лишь как поставщика таких ресурсов, мы остаемся в поле аргументации контрактной теории и ее аргумента об остаточных правах владельцев акционерного капитала на доход и на контроль за всеми ресурсами компании в соответствии с заключенными ею контрактами. Нефинансовых стейкхолдеров необходимо рассматривать как *владельцев специфических видов капитала*. При этом проблема собственности на такие виды капитала как таковая не решена. Отработаны концепции прав интеллектуальной собственности, но этой группой объектов отнюдь не исчерпывается понятие интеллектуального капитала. Не развита и трактовка социального капитала. Анализ фирмы как социально-экономической системы потребует более полного изучения состава стейкхолдеров и включение в него значительно более широкого кру-

га инвесторов в подсистемы фирмы: интеллектуальных инвесторов (сфера вложения — ментальная подсистема), культурных доноров (сфера вложения — культурная подсистема), институциональных инвесторов (сфера вложения — институциональная подсистема), когнитивных инвесторов (сфера вложения — когнитивная подсистема), имитационных доноров (сфера вложения — имитационная подсистема).

Однако отсутствие единства мнений и фундаментальных теоретических трудов с решениями этих вопросов не снимают с повестки дня самих явлений. Перспектива развития новых теорий фирмы не может не быть связанной с разработками именно в области собственности на интеллектуальный и социальный капиталы. Корень проблемы состоит в том, что в условиях перехода к инновационной экономике успешная бизнес-модель компании не может быть построена без двух дополнительных типов капитала — интеллектуального и социального. Стейкхолдеры как собственники этих типов капитала более не могут рассматриваться как лишь участники контрактов, получающих вознаграждение в соответствии с его условиями.

Образование *контура нефинансовых стейкхолдеров* означает, что взгляд на фирму с позиций финансовой формы капитала и финансовых инвесторов (кредиторов и собственников) не достаточен при переходе к инновационной экономике. Образованию такого контура соответствует и формирование контура нефинансовых форм капитала — интеллектуального и социального. Поэтому в конечном счете образование контура нефинансовых стейкхолдеров ведет к формированию нового типа структуры капитала — *архитектуры капитала*¹. Вводимое нами понятие «архитектура капитала» в противоположность понятию «структуры капитала» необходимо для отражения соотношения всех форм капитала — финансового, социального и интеллектуального. В архитектуре капитала фиксируется совокупность их корневых структурных характеристик таких, как:

- собственность на каждую из трех форм капитала;
- мотивация стратегических финансовых и нефинансовых стейкхолдеров и способы достижения их стратегических намерений в рамках бизнес-модели компании;

1 Истоки понятия связаны с работами С. Майерса, предложившего термин «финансовая архитектура фирмы».

- структура корпоративного контроля над распределением рисков между финансовыми и нефинансовыми стратегическими стейкхолдерами.

Архитектура капитала как особая системная конструкция позволит продвинуться вперед от так называемых стилизованных моделей понимания финансовых решений компании о привлечении капитала и формировании его структуры (соотношения заемного и собственного компонентов инвестированного капитала), выплатах инвесторам в условиях перехода к инновационной экономике и учесть влияние нефинансовых форм капитала на эти ключевые решения компании. Архитектура капитала формирует новый срез анализа фирмы не только в части комплекса ее финансовых решений, но и подходов к корпоративному управлению как механизму решения задачи гармонизации интересов стейкхолдеров.

Таким образом, возникновение и развитие контура нефинансовых стейкхолдеров в условиях трансформации типа экономики и формирование на его основе архитектуры капитала компании — это новые рамки для анализа компании и финансовых измерений ее стратегии.

2.3. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на создание стоимости компании

Стейкхолдерская парадигма предполагает, что оценка деятельности компании должна быть осуществлена с точки зрения *всех групп стейкхолдеров*, а не только финансовых стейкхолдеров (инвесторов, владеющих первичными ценными бумагами и опционами на акции компании) или их узкой группы — собственников бизнеса. Это предполагает иной взгляд на процессы и на результаты в компании по сравнению с устоявшейся концепцией максимизации стоимости капитала акционеров (shareholder value, SHV).

Дискуссии в рамках стейкхолдерского подхода привели к выдвиганию нескольких постановок проблемы стоимости как целевой функции фирмы. Первый вариант может быть представлен позицией М. Дженсена, который выдвинул тезис о необходимости *«расширенной трактовки максимизации стоимости»* (enlightened value maximization). Расширение заключается, по сути, в двух аспектах. Во-первых, в акценте на необходимость учесть интересы нефинансовых стейкхолдеров и признать этот аспект существенным для

прояснения путей движения к реализации целевой функции фирмы, заключающейся в максимизации стоимости акционерного капитала. Во-вторых, в уточнении роли максимизации рыночной стоимости фирмы в долгосрочном периоде в качестве критерия для выбора в возникающих противоречиях между стейкхолдерами. Таким образом, стейкхолдерский подход интерпретируется как *средство максимизации стоимости акционерного капитала*.

Второй вариант исходит из принципа соединения задачи максимизации стоимости акционерного капитала и социальной ответственности. Он может быть представлен работами в области социальной ответственности, которые делают акцент на достижениях соответствия задачи максимизации стоимости акционерного капитала принципам корпоративной социальной ответственности. Для соответствия социальным ценностям и принципам социальной ответственности, как отмечают авторы, в процессе максимизации стоимости акционерного капитала должны быть решены две фундаментальные проблемы. Прежде всего, максимизация стоимости акционерного капитала должна вести одновременно к максимизации стоимости совокупного капитала фирмы. Решение этой задачи должно в свою очередь вести к максимизации социального благополучия (social welfare). Однако эти условия вовсе не обязательно выполняются в процессе максимизации стоимости акционерного капитала, и стейкхолдеры не защищены от экспроприации части выгод, причитающихся им. С такими несоответствиями авторы связывают растущее внимание к проблеме социальной ответственности и социального гражданства корпораций. Поэтому авторами сформулирован комбинированный подход, названный ими *основанным на ценностях* (value(s)-based). В нем соединены целевая функция максимизации стоимости акционерного капитала и функция социальной ответственности.

Третий вариант точек зрения существенно отличается и опирается на аргумент *максимизации совокупной стоимости фирмы* с позиций интересов стейкхолдеров. Такой подход формулируется с помощью понятий *совокупной (всеобъемлющей) стоимости фирмы* (total value creation), стоимости с учетом отношений со стейкхолдерами (business value of stakeholder relationships), полной экономической стоимости (entire economic value) или стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value). Его рассматривают как альтернативу трактовкам первого типа.

Обобщая новые векторы в финансовом анализе фирмы, подчеркнем, что задача максимизации стоимости акционерного капитала, которой придерживаются по-прежнему сторонники первой группы точек зрения, и задача получения совокупной стоимости, или стоимости для стейкхолдеров, которая выдвигается во второй группе, совпадают *только при выполнении определенных условий*. При наличии совершенного рынка трансакционные издержки, вызванные составлением полных контрактов со стейкхолдерами и мониторингом их исполнения, не существенны. В таких условиях индивидуальные особенности собственника — является ли он одновременно нефинансовым стейкхолдером или выступает только как акционер — не имеют значения, поскольку все возможные дополнительные выгоды для собственника, являющегося одновременно нефинансовым стейкхолдером компании, могут быть включены в полный контракт его как стейкхолдера с компанией. Противоположная ситуация возникает, если не возможно заключить такой полный контракт, отражающий все выгоды, причитающиеся нефинансовому стейкхолдеру данной компании. Такие выгоды могут быть связаны с разными факторами: специфические знания и навыки, индивидуальные способности трансформации имеющегося знания и создания нового, стартовое качество информации, которой располагает стейкхолдер, устойчивые сетевые взаимосвязи. Влияние факторов такого типа может быть рассмотрено по аналогии с эффектами синергии. Учитывая такой спектр факторов, можно сделать вывод о том, что в случае несовершенств рынка максимизация стоимости компании с учетом *факторов на стороне стейкхолдеров* и создания для них возможности *реализации выгод, основанных на данных факторах*, дает более высокий результат, чем максимизация стоимости акционерного капитала. Таким образом, *утрата части стоимости компании* возможна при наличии несовершенств рынка капитала, отсутствии условий для заключения полного контракта и не возможности создания для нефинансовых стейкхолдеров устойчивой ситуации реализации их выгод.

Эти выводы сохраняют силу и для компаний, в которых нефинансовые стейкхолдеры (например, менеджеры, работники, поставщики) являются или могут являться одними из ее собственников (путем покупки контроля над компанией). Тогда задача достижения максимума при наличии нескольких критериев, описывающих множество интересов нефинансовых стейкхолдеров, сводится вновь к

задаче максимизации стоимости акционерного капитала, если все контракты с нефинансовыми стейкхолдерами учитывают полностью их интересы и, кроме того, сами стейкхолдеры включены в процесс принятия решений по максимизации стоимости. В условиях совершенного рынка стейкхолдеры вступают в отношения с компанией, только если они имеют возможность заключить контракт на взаимовыгодных условиях. Однако данные предпосылки далеко не всегда существуют. Экстерналии, высокие транзакционные издержки противоречат данным предпосылкам.

В условиях формирования экономики знаний при проведении анализа фирмы необходима оценка *приращения (изменения) стоимости, созданной для всех стейкхолдеров* (stakeholder value added, STVA). Появление этого нового вектора потребует разработки целого ряда проблем и прежде всего — теоретического объяснения процесса создания стоимости, соответствующего новым реалиям, кардинально иной роли социального и интеллектуального ресурсов для получения эффективного результата. Потребуется переосмысление оценки стоимости, чтобы отразить новый измеритель (показатель) — стоимость для всех стейкхолдеров (stakeholder value, STV). Предстоит разработать инструменты выявления вклада разных категорий стейкхолдеров в создание стоимости фирмы как необходимого условия ее максимизации в долгосрочном периоде и достижения устойчивости приращения стоимости фирмы. Кроме того, еще одно направление приложения усилий — оценивание меры удовлетворения интересов носителей интеллектуального и социального капиталов, накапливаемых в фирме. А это требует развития анализа ценности, создаваемой для них в процессе реализации бизнес-модели и корпоративной стратегии.

Создание стоимости для стейкхолдеров (STV) необходимо увязывать с принципом экономической прибыли. Экономическая прибыль в этом случае определяется непосредственно на основе сопоставления созданной бухгалтерской прибыли и затрат на собственный капитал в форме требуемой доходности собственника компании. Представляя ее в виде спреда доходности, мы получаем разность явной ставки доходности и неявной (альтернативной) требуемой ставки доходности на вложенный с данным риском капитал. Применительно к нефинансовым стейкхолдерам критерий экономической прибыли также опирается на принцип эффективной реализации ими своих интересов в виде получаемых выгод по срав-

нению с альтернативными издержками. Как носители материальных ресурсов, интеллектуального и социального капиталов они претендуют на получение от конкретной компании вознаграждения за них, компенсирующего их собственные альтернативные издержки, которые вытекают из их рыночных возможностей. Нефинансовые стейкхолдеры, как и финансовые, рассчитывают на получение экономической прибыли не ниже нуля. Она может быть рассмотрена в форме положительного спреда ставок (в процентном выражении) или положительной разности (в абсолютном выражении) между полученной ими выгодой и требуемой ими (альтернативной) величиной.

Стоимость для стейкхолдеров, созданная в компании (STV), в конечном счете представляет разность альтернативных издержек клиента (конечное звено цепочки ценности, создаваемой в компании) и суммы альтернативных издержек остальных стейкхолдеров, участвовавших в создании и продвижении продукта (начальное и срединные звенья цепочки ценности в компании).

Альтернативные издержки стейкхолдеров можно определять двумя способами. Первый из них основывается на конкурентных ценах. Сопоставление осуществляется с рыночными ценами, которые может получить тот или иной стейкхолдер за свой ресурс, в которых уже учтены дополнительные *издержки входа* (entry cost) в коммуникации с компанией. Второй способ определения альтернативных издержек учитывает *издержки выхода* из коммуникаций с компанией (exit cost). Издержки выхода зависят от условий использования ресурсов, которые создает компания, способствующих, например, в случае персонала наращиванию мастерства и специфических знаний. Такие издержки выхода ведут к снижению альтернативных издержек стейкхолдера и как следствие — потере части стоимости для него.

С точки зрения нефинансового стейкхолдера фактическая компенсация может быть прямой и немедленной в виде определенных выплат в сравнении с имеющимися на рынке альтернативами. Выгоды также могут быть отложенными на некоторое время и косвенными. Так например, в случае персонала, соглашающегося на выполнение работы за оплату, которая на момент заключения контракта с компанией ниже альтернативных издержек на рынке труда, но позволяет войти в компанию, в которой стейкхолдер имеет благо-

приятную возможность достаточно быстро нарастить собственную квалификацию и тем самым получить возможность увеличить в будущем оценку своего ресурса. В случае с клиентами компании выгоды могут охватывать как непосредственные последствия заключаемой сделки (соотношение цены и качества продукции, например), так и те результаты, которые данная сделка может принести для цепочки последующих сделок (скорость поиска, накопление опыта и переговорной силы, даже влияние на цены следующих сделок).

Таким образом, критерий экономической прибыли на теоретическом уровне определяет создание результата, ожидаемого всеми категориями стейкхолдеров — финансовыми и нефинансовыми, и является *единым* для всех. Применение этого критерия помогает выделять разные ситуации создания стоимости для стейкхолдеров компании. Во-первых, ситуации создания положительной экономической прибыли для всех групп финансовых и нефинансовых стратегических стейкхолдеров:

$$\Delta SHV > 0, \Delta STVA_{NON - FIN}, \quad (2-1)$$

где SHV (shareholder value) — стоимость акционерного капитала; (stakeholder value non-financial); $STVA_{NON - FIN}$ — стоимость для нефинансовых стейкхолдеров.

Во-вторых, ситуации, которые ведут к созданию положительной экономической прибыли для акционеров, но экономическая прибыль для отдельных категорий стратегических нефинансовых стейкхолдеров при этом достигает отрицательных значений. Создания стоимости для данного вида стратегических нефинансовых стейкхолдеров не происходит, и соответственно:

$$\Delta SHV > 0, \Delta STVA_{NON - FIN} < 0, \quad (2-2)$$

В-третьих, ситуации, в которых экономическая прибыль не создается для финансовых стейкхолдеров, но создается для некоторых категорий стратегических нефинансовых стейкхолдеров:

$$\Delta SHV < 0, \Delta STVA_{NON - FIN} > 0, \quad (2-3)$$

Наконец, ситуации, в которых экономическая прибыль не создается вообще.

Подход к стоимости для стейкхолдеров ($STVA$) с позиций потоков экономической прибыли позволяет создать концептуальный формат анализа, способствующий продвижению в инструменталь-

ном плане к разработке систем показателей и других инструментов выражения *STVA*.

Принцип стоимости для стейкхолдеров (*STVA*) предполагает выполнение условия достижения *сбалансированной архитектуры капитала*. Такая постановка проблемы означает необходимость оценивания комбинации, с одной стороны, специфических инвестиций, представленных в интеллектуальном и социальном капиталах, и с другой — традиционных инвестиций в форме финансового капитала, не являющегося специфической, не воспроизводимой инвестицией, необходимой для достижения устойчивости бизнеса. В рамках данной комбинации не может быть приоритета финансового капитала в смысле создания конкурентных преимуществ. А это означает, что ситуации, в которых достижение положительной экономической прибыли для нефинансовых стратегических стейкхолдеров может требовать решений, при которых экономическая прибыль для финансовых стейкхолдеров не только не увеличится, но и может снижаться на краткосрочном горизонте. Принцип «*не-разрушения потока экономической прибыли*» должен быть распространен на нефинансовых стратегических стейкхолдеров. Поэтому, как показано выше, учет интересов нефинансовых стейкхолдеров предполагает работу с негативными и позитивными экстерналиями *до принятия* решений. Нарушение баланса ведет к нарастанию стейкхолдерского риска, что в свою очередь ведет к росту затрат на совокупный финансовый капитал и снижению экономической прибыли акционеров.

Таким образом, рассмотренные принципы анализа стоимости для стейкхолдеров позволяют сформулировать задачу обоснования выбора стратегий компании, основанного на интеграции двух контуров — финансовых и нефинансовых стейкхолдеров. Это в свою очередь ставит проблему концепции такого интегрирования, отражения ее в самом алгоритме и в методах обоснования.

Таким образом, новые векторы развития финансового анализа компании связаны с задачей оценки *изменения стоимости для стейкхолдеров* ($\Delta STVA$). Развитие таких оценок возможно путем анализа потоков экономической прибыли для стратегических стейкхолдеров, охватывающих два контура капитала — его финансовую и нефинансовую составляющие. При переходе к инновационной экономике формируется новый *контур нефинансового капитала* в

фирме, включающий интеллектуальный и социальный капиталы. Ему свойственны нефинансовая форма, особый характер взаимосвязей между его составными элементами, и он образует фундамент конкурентоспособности в условиях смены характера экономики. Это вносит существенные отличия в понимание характера взаимоотношений со стейкхолдерами — носителями данных форм капитала, цели фирмы. Образование контура нефинансового капитала не только ведет к *расширению поля* финансового анализа компании, но и выступает катализатором смены представлений о его содержании и инструментарию, обуславливает трансформацию самого финансового анализа.

Контур нефинансовых форм капитала — интеллектуальный и социальный капиталы — охватывает комбинации специфических ресурсов, создающих уникальные и невозпроизводимые эффекты в самом процессе производства и продвижения продукта и формируют коренные конкурентные преимущества компании. Выделение контура нефинансового капитала означает существенные сдвиги в понимании механизмов создания стоимости компании, связанные со смещением усилий *от присвоения ресурса* до процесса создания продукта *к созданию самого ресурса* в виде интеллектуального и социального капиталов в самом процессе создания продукта. Такое смещение создает барьеры для заключения полного и явного контракта со стейкхолдерами — носителями интеллектуального и социального капиталов, способного выполнять роль инструмента компенсации за ресурсы и риски стейкхолдерам.

Основу теоретической схемы (свода принципов) интеграции двух контуров в анализе и обосновании решений, ведущих к изменению подлинной (инвестиционной) стоимости компании, образует концепция гармоничной компании. Гармонизация интересов направлена на создание приращения стоимости для всех стейкхолдеров (STVA), в основе которого лежит критерий экономической прибыли. Экономические прибыли для нефинансовых стейкхолдеров могут возникать в разных звеньях цепочки ценности компании. Стоимость для стейкхолдеров, созданная в компании, представляет разность альтернативных издержек клиента (конечное звено цепочки ценности, создаваемой в компании) и альтернативных издержек стейкхолдеров — поставщиков ресурсов (начальное и срединные звенья цепочки ценности в компании).

В условиях перехода к инновационной экономике, сопровождающегося формированием контура нефинансового капитала в компании, необходимо в общей задаче максимизации ее стоимости различать *самостоятельные* задачи. Задача максимизации стоимости акционерного капитала и задача максимизации стоимости для стейкхолдеров в условиях регулирования отношений со стейкхолдерами контрактными механизмами могут совпадать только при наличии совершенных рынков. Приращение стоимости для всех стейкхолдеров (STVA) как многокритериальная задача предусматривает более сложный процесс согласования интересов. В основе возможного прироста стоимости компании — потоки выгод, которые связаны с разными факторами на стороне нефинансовых стейкхолдеров: специфическими знаниями и навыками, индивидуальными способностями трансформации имеющегося знания и создания нового, качеством информации, которой располагает стейкхолдер, устойчивыми сетевыми взаимосвязями и т.д. Влияние факторов такого типа может быть рассмотрено по аналогии с эффектами синергии. В случае несовершенств рынка максимизация стоимости компании с учетом факторов на стороне стейкхолдеров и создания для них возможности реализации выгод, основанных на данных факторах, дает более высокий результат, чем максимизация стоимости акционерного капитала. Новая концепция управления стоимостью компании должна быть направлена на предотвращение утраты части стоимости компании, которая возможна при отсутствии достаточных механизмов и инструментов для согласования интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Поясните, почему концепция управления, ориентированного на создание стоимости компании, является аналитической инновацией. Какие изменения в аналитической работе компании необходимы при переходе к данной концепции?
2. Какие элементы охватывает цикл управления, ориентированного на создание стоимости компании? Какие изменения в управленческих практиках компании необходимы при переходе к данной концепции?
3. Каковы критерия выделения стратегических нефинансовых стейкхолдеров в компании?

4. Какую роль в наращивании стоимости компании может играть социальный капитал?
5. Какие элементы включают в интеллектуальный капитал?
6. Что такое архитектура капитала компании? В чем ее отличия от структуры капитала?
7. В чем заключается стейкхолдерский подход к управлению компанией?
8. Каковы условия формирования положительной добавленной стоимости для стейкхолдеров?

ЛИТЕРАТУРА

Основная

Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009. Гл. 3. С. 111—124.

Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С.113—132.

Ивашковская И.В. Управляемая стоимость // Секрет фирмы. 2003. № 4. С. 48—52.

Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий: стейкхолдерский подход. М.: ИНФРА-М, 2008. Гл. 3. С. 71—89; Гл. 4. С. 90—110.

Ивашковская И.В. Центры стоимости // Управление компанией. 2005. № 9. С. 38—42.

Дополнительная

Байбурина Э.Р., Ивашковская И.В. Роль интеллектуального капитала в создании стоимости крупных российских компаний: опыт эмпирического исследования // Вестник Финансовой академии. 2007. № 4. С. 53—62.

Ивлиева Н.Н. Оценка интеллектуального капитала предприятия. М.: Маркет ДС, 2008.

Козырев А.Н., Макаров В.Л. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. М.: Интерреклама, 2003.

Корпоративная социальная ответственность: управленческий аспект / под ред. И.Ю. Беляевой, М.А. Эскиндарова. М.: Кнорус, 2008.

Нонака И., Такеучи Х. Компания — создатель знания : пер. с англ. М.: Олимп-бизнес, 2003.

- Управление знаниями в корпорациях / под ред. Б.З. Мильнера. М.: Дело, 2006.
- Aghion P., Bolton P. An Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting // *Review of Economic Studies*. 1992. Vol. 59. No. 3. P. 473—494.
- Aguilera R.V., Cuervo-Cazurra A. Codes of Good Governance World-Wide: What is the Trigger? // *Organization Studies*. 2004. Vol. 25. No. 3. P. 415—443.
- Aguilera R.V., Jackson G. The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants // *Academy of Management Review*. 2003. Vol. 28. No. 3. P. 447—465.
- Arnold G. *Corporate Financial Management*. L.: Pitman Publishing, 1998.
- Asher C.C., Mahoney J.M., Mahoney J.T. Towards a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm // *Journal of Management and Governance*. 2005. Vol. 9. No. 1. P. 5—32.
- Baker G., Gibbons R., Murphy K.J. Bringing the Market Inside the Firm? // *American Economic Review*. 2001. Vol. 91. No. 2. P. 212—218.
- Bercera M., Gupta A.K. Trust within the Organization: Integrating the Trust Literature with Agency Theory and Transaction Cost Economics // *Public Administration Quarterly*. 1999. Vol. 23. No. 2. P. 177—204.
- Blair M.M. *Wealth Creation and Wealth Sharing*. Washington, DC: Brookings institution, 1996.
- Bourdieu P. The Forms of Capital // *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education* / ed. by J.G. Richardson N.Y.: Greenwood Press, 1986.
- Bromwich M., Walker M. Residual Income Past and Future // *Management Accounting Research*. 1998. Vol. 9. No. 4. P. 357—513.
- Brown J.S., Duguid P. Organizational Learning and Communities-of-practice: Towards a Unified View of Working, Learning and Innovation // *Organizational Science*. 1991. Vol. 2. No. 1. P. 40—57.
- Brown J.S., Duguid P. Organizational Learning and Communities-of-practice: Towards a Unified View of Working, Learning and Innovation // *Organizational Science*. 1991. Vol. 2. No. 1. P. 40—57.
- Buchholz R.A., Rosenthal S.B. Stakeholder Theory and Public Policy: How Governments Matter // *Journal of Business Ethics*. 2004. Vol. 51. No. 2. P. 143—153.
- Byusse K., Verbecke A. Proactive Environmental Strategies: A Stakeholder Management Perspective // *Strategic Management Journal*. 2003. Vol. 24. No. 5. P. 453—470.
- Cappelen A.W. Two Approaches to Stakeholder Identification // *Ethics and Economics*. 2004. Vol. 2. No. 2.
- Charreaux G., Desbrieres P. *Corporate Governance: Stakeholder Value Versus*

- Shareholder Value // *Journal of Management and Governance*. 2001. Vol. 5. No. 2. P. 107—128.
- Chen J., Zhu Z. Measuring Intellectual Capital: A New Model and Empirical Study // *Journal of Intellectual Capital*. 2004. Vol. 5. No. 1. P. 195—212.
- Child J., Rodrigues S.B. Repairing the Breach of Trust in corporate governance // *Corporate Governance*. 2004. Vol. 12. No. 2. P. 143—152.
- Clarkson M. A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance // *The Academy of Management Journal*. 1995. Vol. 20. No. 1. P. 92—117.
- Cohen D., Prusak L. In *Good Company: How Social Capital Makes Organizations Work*. Harvard, MA: Harvard Business School Press, 2000.
- Coleman J. *Foundations of Social Theory*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990.
- Conner K., Prahalad C. A Resource-based Theory of the Firm // *The Strategic Management of Intellectual Capital and Organizational Knowledge* / ed. by G. Choo, N. Bontis. N.Y.: Oxford University Press, 2002. P. 103—131.
- Deakin S. The Coming Transformation of Shareholder Value // *Corporate Governance*. 1995. Vol. 13. No. 1. P. 11—18.
- Donaldson T., Preston L.E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, Implications // *Academy of Management Review*. 1995. Vol. 20. No. 1. P. 85—91.
- Driscoll C., Starik M. The Primordial Stakeholder: Advancing the Conceptual Consideration of Stakeholder Status for Natural Environment // *Journal of Business Ethics*. 2004. Vol. 49. No. 1. P. 55—73.
- Edvinsson L., Malone M. *Intellectual Capital: Realizing your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower*. N.Y.: Harper Collins, 1997.
- Figge F., Schaltegger S. What is «Stakeholder Value»? Developing Catchphrase into a Benchmarking Tool. Lüneburg: Universität Lüneburg in Association of UNEP : PICTET, 2000.
- Freeman R.E. *Strategic Management: a Stakeholder Approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1984.
- Freeman R.E., Evan W.M. Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation // *Journal of Behavioral Economics*. 1990. Vol. 19. No. 4. P. 337—359.
- Freeman R.E., Liedka J. Stakeholder Capitalism and the Value Chain // *European Management Journal*. 1997. Vol. 15. No. 3. P. 286—296.
- Frooman J. Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth:

- A Meta-Analysis of Event Studies // *Business and Society*. 1997. Vol. 36. No. 3. P. 221—249.
- Fukuyama F. *The Great Disruption: Human Nature and the reconstitution of Social Order*. N.Y.: The Free Press, 1999.
- Guiso L., Sapenska P., Zingales L. Social Capital in Financial Development // *The American Economic Review*. 2004. Vol. 94. No. 3. P. 526—556.
- Handy C. The Citizen Corporation // *Harvard Business Review*. 1997. Vol. 75. No. 5. P. 7—8.
- Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of the Firm // *Journal of Political Economy*. 1990. Vol. 98. No. 6. P. 1119—1158.
- Haspelagh P., Noda T., Boulos F. Managing for Value: It's not just about the Numbers // *Harvard Business Review*. 2001. July—August. P. 65—73.
- Hong H., Kubik J.D., Stein J.C. Social Integration and Stock Market Participation // *Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. No. 1. P.137—163.
- Jensen M. Value Maximization, Stakeholders Theory, and the Corporate Objective Function // *Journal of Applied Corporate Finance*. 2001. Vol. 14. No. 3. P. 8—21.
- Kay J., Silbersohn A. Corporate governance // *National Institute Economic Review*. 1995. Vol.84. August. P. 84—97.
- Knack S., Keefer P. Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross Country Investigation // *Economic Journal*. 1997. Vol. 111. No. 470. P. 295—321.
- Kochan T.A., Rubenstein S.A. Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership // *Organizational Science*. 2000. Vol. 11. No. 4. P. 367—386.
- Kogut B., Zander U. Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology // *Organization Science*. 1992. Vol. 3. No. 3. P. 383—397.
- Krogh G. (von), Grand S. From Economic Theory Towards a Knowledge-based Theory of the Firm // *The Strategic Management of Intellectual Capital and Organizational Knowledge* / ed. by G. Choo, N. Bontis. N.Y.: Oxford University Press, 2002. P. 163—185.
- Legal Determinants of External Finance / La Porta R., Lopez de Silanes F., Schleifer A., Vishny R. // *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. No. 3. P. 1131—1150.
- Lev B. *Intangibles, Management, Measurement, and Reporting*. Washington, DC: Brookings Institution Press, 2001.
- Lock L.L. Social Capital Measurement as a Proxy for Intellectual Capital Measures // *Knowledge Management Tools and Techniques: Practitioners and Experts Evaluate KM Solutions* / ed. by M. Rao. Butterworth-Heinemann, 2004.
- Luoma P., Goodstein J. Stakeholders and Corporate Boards: Institutional Influ-

- ence on Board Composition and Structure // *The Academy of Management Journal*. 1999. Vol. 42. No. 5. P. 553—563.
- Marsh D.G. Making or Breaking Value // *New Zealand Management*. 1999. March. P. 58—69.
- Martin J.D., Petty J.W. Value Based Management — The Corporate response to Shareholder Revolution. Harvard Business School Press, 2000.
- McTaggart J.M., Kontes P.W., Mankins M. The Value Imperative. N.Y.: The Free Press, 1994.
- Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships / Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D. Part 1. Toronto: The Center of Innovation in Management, 2001.
- Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. Towards the Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts // *The Academy of Management Review*. 1997. Vol. 22. No. 4. P. 853—896.
- Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing Framework. L.: DTI, 2002.
- Myers S. Financial Architecture // *European Financial Management*. 1999. Vol. 5. No. 2. P. 133—141.
- Parino R., Weisbach M.S. Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-Bondholder Conflicts // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 53. No. 1. P. 3—42.
- Preston L.E. Stakeholder Management and Corporate Performance // *Journal of Behavioral Economics*. 1990. Vol. 19. No. 4. P. 361—375.
- Principles of Stakeholders Management / Clarkson Center of Business Ethics. University of Toronto, 1999.
- Putnam R. Bowing Alone: the Collapse and Revival of American Community. N.Y.: Simon & Schuster, 2000.
- Putnam R.D. Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1993.
- Relational Wealth: The Advantages of Stability in a Changing Economy / ed. by C. Leana, D.M. Rousseau. N.Y.: Oxford University Press, 2000.
- Schilling M. Decades Ahead of Her Time: Advancing Stakeholder Theory Through the Ideas of Mary Parker Follet // *Journal of Management History*. 2000. Vol. 6. No. 5. P. 224—242.
- Senge P. The Fifth Discipline: The Art and Practice of the Learning Organization. N.Y.: Currency Doubleday, 1994.

- Stakeholder Capitalism / ed. by G. Kelly, D. Kelly, A. Gamble. L.: Macmillan, 1997.
- Stewart T.A. Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations. N.Y.: Doubleday, 1997.
- Sveiby K. A Knowledge-based Theory of the Firm to Guide in Strategy Formulation // Journal of Intellectual Capital. 2001. Vol. 2. No. 4. P. 334—358.
- The Corporation and Its Stakeholders / ed. by M.B.E. Clarkson. University of Toronto Press, 1998.
- Tsai W., Ghoshal S. Social Capital and Value Creation. The Role in Intrafirm Networks // Academy of Management Review. 1998. Vol. 41. No. 4. P. 464—476.
- Wallace J. Value Maximization and Stakeholder Theory: Compatible or Not? // Journal of Applied Corporate Finance. 2003. Vol.15. No. 3. P. 120—127.
- Wheeler D., Sillanpää M. Including the Stakeholders: the Business Case // Long Range Planning. 1998. Vol. 31. No. 2. P. 201—210.
- Winter S., Szulanski G. Replication of Organizational Routines: Conceptualizing the Exploitation of Knowledge Assets // The Strategic Management of Intellectual Capital and Organizational Knowledge / ed. by G. Choo, N. Bontis. N.Y.: Oxford University Press, 2002. P. 207—221.
- Zack M. Developing a Knowledge Strategy // The Strategic Management of Intellectual Capital and Organizational Knowledge / ed. by G. Choo, N. Bontis. N.Y.: Oxford University Press, 2002. P. 255—276.
- Zingales L. In search of new foundations // The Journal of Finance. 2000. Vol. 55. No. 4. P. 1623—1653.

Оценка корпоративных стратегий

В условиях смены парадигмы теоретического и прикладного финансового анализа компании обоснование выбора ее стратегий должны учитывать приращения в стоимости для стейкхолдеров (STVA). Анализ создаваемой стоимости основан на интеграции двух контуров – финансовых и нефинансовых стейкхолдеров — и формировании архитектуры капитала компании. Каким образом необходимый инструментарий для финансовых измерений корпоративных стратегий может быть адаптирован к решению задачи выявления изменений в стоимости для стейкхолдеров?

3.1. Архитектура капитала и измерения инвестированного капитала для целей стратегического анализа

Накопление интеллектуального и социального капиталов в компании означает возникновение *нового качества взаимозависимости всех ее ресурсов*, формирующих основу ее бизнес-модели. Базовые материальные активы и специфические, или комплементарные материальные активы в компании образуют инфраструктуру для реализации *трансформационной функции* интеллектуального капитала. В отличие от первых двух типов активов интеллектуальный капитал охватывает уникальные и практически невозпроизводимые ресурсы. Принцип фундамента стоимости требует, чтобы в анализе капитала для целей отбора стратегических альтернатив компании была осуществлена дополнительная оценка ресурсов, формирующих компоненты и субкомпоненты интеллектуального и социального

капиталов. Применение принципа фундамента стоимости в стратегической финансовой аналитике, на мой взгляд, также предполагает новый критерий разграничения ресурсов на расходуемые или, напротив, инвестируемые, образующие компоненты капитала. Такой критерий основан на *воздействии на стоимость для стейкхолдеров компании (STVA)*.

Применение принципа фундамента стоимости для стейкхолдеров компании (STV) направлено на решение двух задач в процессе анализа капитала для стратегических целей. Первая задача связана с расширением трактовки инвестированного капитала и введением в него компонентов (субкомпонентов) интеллектуального капитала и социального капитала. Вторая — с уточнениями метода анализа результатов уже осуществленных в прошлом инвестиций в материальные и идентифицируемые нематериальные активы.

Решение первой задачи основано на идентификации и выделении инвестиционной части из расходов, понесенных на создание компонентов (субкомпонентов) в нефинансовом контуре капитала. Это предполагает разделение всех затрат данной направленности на *стратегические затраты (strategic costs, SC)* и поддерживающие (*maintenance cost, MC*). Под *стратегическими* понимаются затраты компании для реализации решений, направленных на создание *прироста* стоимости для стейкхолдеров (STVA). Такие затраты предлагается рассматривать как инвестиции, и они составят дополнительные элементы инвестированного капитала в анализе корпоративных стратегий. Остальные затраты, связанные с нефинансовыми формами капитала, рассматриваются как *поддерживающие затраты (maintenance cost, MC)*. В этом случае их трактовка не расходится с оценками, применяемыми в бухгалтерском учете, где их относят к расходам данного периода, уменьшающим стоимость активов.

Несоответствия между бухгалтерскими трактовками затрат на создание компонентов и субкомпонентов социального и интеллектуального капиталов в компании и задачами стратегического анализа стали предметом эмпирических исследований, выполненных на материалах публичных компаний развитых стран. Основная часть этих исследований направлена на изучение влияния информации о подобных расходах, которые компании осуществляют на повторяющейся основе, на оценки инвесторами курсов акций и рыночной стоимости компаний. Особенности российского учетного стандарта не позволяют проводить подобные исследования применительно к

российским компаниям, поскольку внешнему пользователю не предлагается информация о величине, составе таких расходов и их динамике по годам. Эмпирические исследования по данным западных компаний показывают, что инвесторы часто интерпретируют такого рода затраты как долгосрочные инвестиции и поэтому учитывают их потенциальные результаты в курсах акций, как бы капитализируя их самостоятельно. Например, в анализе одной из категорий таких расходов — на исследования и разработки (*research and development expense*) — и их влияния на курсы акций выявлена значимая высокая зависимость курсов акций от подобных расходов. Обнаружена *положительная* корреляция между данными статьями расходов и курсами акций компаний, включенных в выборки. Это означает, что инвесторы не рассматривают их как традиционные расходы, не считают их вычетом из активов и капитала компании. Более того, эмпирические исследования показали, что инвесторы на западных рынках научились различать стадии исследований и разработок и по-разному реагируют на эту информацию. Курсы акций компаний в высокотехнологичных отраслях росли в большей мере, когда речь шла о расходах на исследования на завершающих этапах нежели на фундаментальных, начальных этапах исследований. Важно также, что курсы акций более крупных компаний демонстрировали более высокий рост по сравнению с курсами акций более мелких компаний в ответ на объявления о периодических расходах на исследования и разработки. Похожие выводы получены в ряде исследований относительно расходов, которые несут компании для продвижения продуктов и рекламы.

Реакция инвесторов на информацию о систематических исследованиях объясняется особой ролью таких затрат. Поэтому второй тип эмпирических исследований, изучающих интерпретацию роли затрат на формирование компонентов нефинансового контура капитала, направлен на изучение их вклада в рост доходности капитала компании и в рост компании вообще. За период 1980—1999 гг. было выявлено, что годовая доходность вложений в исследования и разработки составила примерно 27% до налогов на прибыль и около 17% после налогов, в то время, как материальные активы этих компаний приносят доходность в 8—10%, по сути, равную затратам на капитал. Иными словами, вложения в материальные активы в компаниях, включенных в выборки, *не создают экономи-*

ческой прибыли в отличие от затрат на формирование компонентов интеллектуального капитала.

Для целей стратегической аналитики и выявления экономической прибыли компании необходим более гибкий подход. Главным признаком, выражающим инвестиционную природу расходов на компоненты нефинансового контура капитала, является *стратегическая направленность* таких расходов. Ее наличие позволяет оценивать их потенциальный вклад в стоимость компании. Если такие расходы направлены на создание *повторяющихся потоков* долгосрочных выгод в конкуренции в будущем, то их целесообразно рассматривать как инвестиции в стратегической финансовой аналитике. Этот вывод можно обосновать следующими аргументами. Принцип успешности в бухгалтерском учете усилий вносит в анализ доходности капитала искажения, так как ведет к завышению этого показателя за счет неполной оценки используемых активов. Недооценка активов связана с признанием использования ресурсов, направленных на создание интеллектуального и социального капитала, как их расходования, следовательно, уменьшения активов и увеличения расходов периода. Итогом становится снижение величины капитала и прибыли, что ведет к завышению показателей доходности. Искусственное завышение доходности в свою очередь создает неверный стимул для принятия решений о стратегических альтернативах. В то же время на рынке капитала инвесторы в своих решениях руководствуются подходами, близкими по сути к учетному принципу полных затрат, то есть, несмотря на показатели отчетности, видят величину капитала через призму капитализации таких ресурсов. Таким образом, для целей стратегической аналитики необходима трактовка, вытекающая скорее из принципа полных издержек (*full cost accounting*), позволяющая определять доходность инвестированного капитала с точки зрения требований финансовой модели компании.

Применение принципа фундамента создания стоимости для стейкхолдеров к анализу затрат на создание компонентов капитала в нефинансовом контуре капитала ставит проблему *способа их капитализации*. Первый шаг в алгоритме капитализации стратегических затрат — это выбор технологии капитализации. Теоретически оценка ожидаемых результатов таких расходов должна полностью учитывать стратегические планы использования этих ресурсов. Технологии капитализации стратегических расходов можно рассматривать с точки

зрения двух подходов. Один из них базируется на методиках оценки стоимости активов доходным подходом. Первая ключевая задача, возникающая в применении таких методик, состоит в вычленении дополнительных потоков денежных средств (differential cash flows) или избыточных прибылей (excess earnings), которые зарабатываются компанией по сравнению с ситуацией, когда она не имеет соответствующих компонентов нефинансового капитала. Вторая ключевая задача методик — определение ставки капитализации избыточных прибылей либо ставки дисконтирования для дополнительных потоков денежных средств.

Алгоритм доходного подхода можно упростить, если применить подход, аналогичный методу капитализации «прибылей от знаний» (knowledge earnings), предложенный Б. Левом. Прибыли от знаний — это избыточная прибыль, определяемая в сравнении с прибылью от материальных и финансовых активов. Типичные ставки доходности по ним, как показано выше, выявляются в эмпирических исследованиях и используются для определения нормальной прибыли. Этот подход показан в формуле 3-1:

$$I_{KN} = I_C - (TA \times r_{TA} + FA \times r_{FA}), \quad (3-1)$$

где I_{KN} (knowledge income) — прибыль от знаний; I_C (current income) — фактическая прибыль; r_{TA} (return on tangible assets) — доходность материальных активов; r_{FA} (return on financial assets) — доходность финансовых активов; FA (financial assets) — финансовые активы; TA (tangible assets) — материальные активы.

Полученная избыточная прибыль должна быть капитализирована (формула 3-2), и в качестве ставки капитализации в методе прибыли от знаний рекомендуется использовать типичную доходность интеллектуального капитала:

$$V_{IC} = \frac{I_{KN}}{r_{IC}}, \quad (3-2)$$

где V_{IC} (value of intellectual capital) — стоимость интеллектуального капитала; I_{KN} (knowledge income) — прибыль от знаний; r_{IC} (return on intellectual capital) — доходность интеллектуального капитала.

Таким образом, в случае капитализации прибылей от знаний необходимы исследования типичных ставок доходности разных видов активов на основе изучения национальных результатов. Такие исследования предполагают формирование национальных выборок, объединяющих компании с похожими принципами построения

бизнес-моделей, когда каждая конкретная выборка будет отличаться именно доминирующими в бизнес-модели типами ресурсов. Такие исследования весьма трудоемки и по российским данным пока не проводились.

Второй подход к капитализации стратегических затрат возможен на основе упрощенного решения. Предлагаемое упрощенное решение базируется на следующем допущении: у компании, *регулярно* прибегающей к целенаправленным расходам на создание компонентов интеллектуального и социального капиталов, ожидаемые выгоды не могут быть ниже, чем расходы, если компания стремится оставаться эффективной. Исходя из данного допущения, упрощенная технология капитализации стратегических затрат опирается на принципы затратного подхода к оценке стоимости. Капитализация затрат, имеющих стратегическую природу, может рассматриваться как процедура *суммирования инвестиционной части расходов прошлых периодов, направляемых на цели создания интеллектуального и социального капиталов компании*. Выделение инвестиционной части расходов осуществляется экспертным путем на базе анализа регулярности и повторяемости таких видов расходов, их масштаба и их результатов. Сумма выделенных инвестиционных затрат составит стоимость определенного компонента (субкомпонента) интеллектуального и социального капитала.

Независимо от способа капитализации второй шаг в алгоритме — это оценка *годовой амортизации* соответствующего компонента (субкомпонента) интеллектуального и социального капиталов. В расчете прибыли конкретного года в составе расходов периода надо учесть годовую амортизацию этого актива и, напротив, исключить из их состава часть расходов, отнесенных к категории инвестиционных в результате экспертной оценки. Любые амортизационные отчисления по долгосрочным активам, применяемые в учете, являются результатами экспертных суждений. Для определения амортизации компонента (субкомпонента) интеллектуального капитала также требуется два таких суждения: о периоде извлечения выгод от использования актива и о методе расчета амортизации. Первое суждение — о продолжительности периода для расчетов амортизации — может быть вынесено на основе экономического срока использования активов. Например, по таким категориям расходов, как исследования и разработки этого можно добиться,

если использовать *средний период*, в течение которого компания в состоянии защищать конкурентоспособность своих продуктов, созданных на базе результатов исследований и разработок. В финансовой литературе обсуждается и решение, в соответствии с которым срок амортизации данного субкомпонента интеллектуального капитала может быть рассчитан как сумма средней из полезных экономических сроков жизни самих новых продуктов и средней продолжительности времени, которое требуется для превращения результатов деятельности по исследованиям и разработкам в патент. Для разработок в таких отраслях, как фармацевтика, применяются сроки в 7—10 лет, в традиционных отраслях промышленности — 5—6 лет, для высокотехнологичных компаний — 3—4 года. В случае капитализации инвестиционной части затрат на укрепление рыночной позиции компании рекомендуемые периоды для оценки сроков полезного использования можно суммировать следующим образом: по расходам на рекламу минимум 3 года, по другим маркетинговым расходам 3—5 лет.

Второе суждение касается *метода амортизации*. Если исходить из цели упрощения всей технологии капитализации стратегических затрат, можно применить метод *равномерных списаний* стоимости актива. Однако надо иметь в виду, что метод равномерных списаний влияет на показатель доходности совокупного капитала компании (return on assets, ROA) таким образом, что показатель доходности капитала нарастает постепенно (при прочих равных условиях), а это не является правдоподобным в реальной компании. Если в компании есть крупный интеллектуальный капитал, то применение метода равномерных списаний, по-видимому, следует считать недостатком такой технологии амортизации. Для устранения этого недостатка нужно применить другой метод амортизации, основанный на принципе накопления аннуитета.

Таким образом, стратегический подход к анализу инвестированного капитала предполагает решение двух типов задач. Это прежде всего анализ расходов, имеющих стратегическую природу, выбор технологии капитализации их инвестированной части и внесение соответствующих поправок в показатель инвестированного капитала и в показатель бухгалтерской прибыли. При решении этого типа задач в зоне финансовых измерений оказываются компоненты интеллектуального и социального капиталов. Анализ инвестированно-

го капитала и прибыли на основе принципа фундамента стоимости, в котором интегрированы контуры финансового и нефинансовых стейкхолдеров, предваряет оценки эффектов от разрабатываемых в компании стратегических альтернатив. В случае применения критерия создания стоимости для стейкхолдеров для стратегического анализа совокупный инвестиционный капитал существенно изменяется по структуре и величине. Принцип фундамента создания стоимости не совпадает с бухгалтерскими принципами отражения активов в финансовом учете. В финансовом учете, имеющем транзакционную природу, отражаются *осуществляемые* операции компании. В стратегическом подходе к анализу инвестиционного капитала приоритетным является стратегический мотив, намерения и действия, нацеленные на достижение ожидаемого результата стратегической программы. Такой подход отвечает природе стратегического анализа и позволяет вносить более полные оценки осуществляемых инвестиций в традиционном смысле и инвестиций в интеллектуальный и социальный капиталы.

Рассмотренный выше алгоритм капитализации стратегических затрат суммирован на рис. 3.1. Первый этап — введение нефинансового контура капитала в область финансовых измерений — охватывает шаги 1—3.

Капитализируя часть стратегических затрат, финансовый аналитик уточняет состав и величину инвестированного в компанию капитала. Наиболее простой способ реализации этой задачи — использовать принципы затратного подхода для оценивания компонентов и субкомпонентов интеллектуального и социального капиталов. Таким образом, инвестированный капитал компании будет увеличен на величину стратегических капитализированных затрат за вычетом накопленной по данному активу амортизации.

Второй этап нацелен на внесение изменений в расчеты показателей доходности инвестированного капитала. С этой целью вносятся поправки в показатель бухгалтерской прибыли, и влияние этих изменений будет разнонаправленным. Во-первых, годовая прибыль увеличится за счет исключения из состава расходов их инвестиционной части. Во-вторых, рассчитывается годовая амортизация на долгосрочный актив — капитализированные стратегические затраты — исходя из выбранного срока его полезного использования. В результате про-

исходит снижение показателя годовой прибыли на величину годовой амортизации капитализированных стратегических затрат.

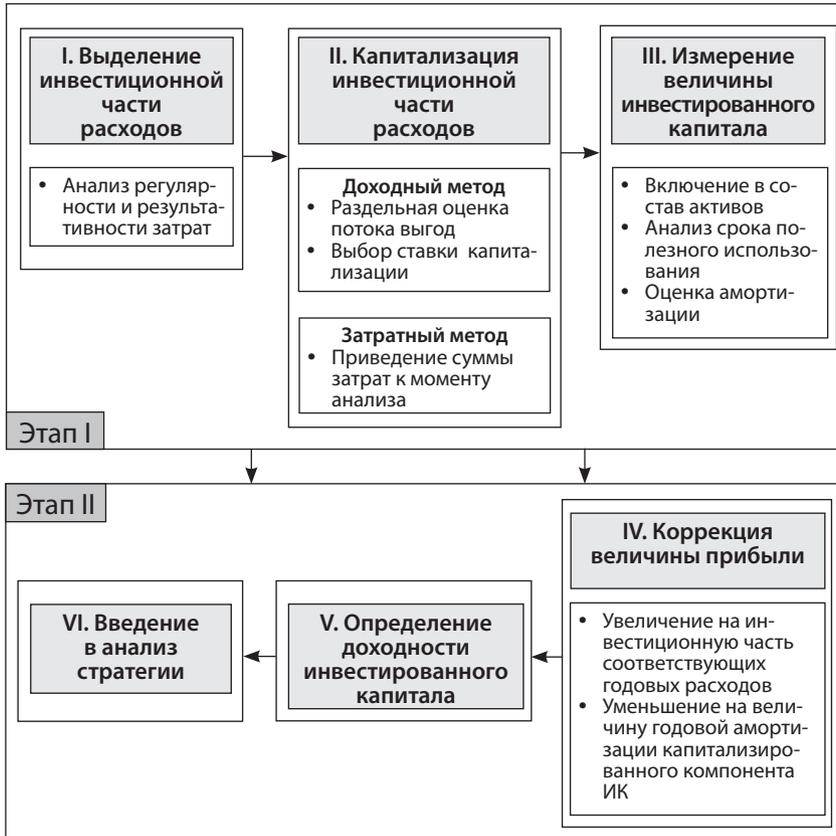


Рис. 3.1. Алгоритм анализа инвестированного капитала для стратегических целей

Решение второй задачи стратегического подхода к анализу инвестированного капитала на основе принципа фундамента стоимости для стейкхолдеров компании (*STV*) предполагает распространение принципа фундамента создания *STVA* *дополнительно на инвестиции в другие активы*, осуществляемые в компании в рамках периода анализа. Применительно к уже сделанным инвестициям целесообразен подход, аналогичный предложенному в модели добавленной стоимости потока денежных средств (*cash value added*,

CVA®). Во-первых, выделяется часть инвестиций — *стратегические инвестиции* в материальные активы (Strategic investments, *SI*), которые определяются как направленные на создание приращения стоимости для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров ($\Delta STVA > 0$). Во-вторых, выделяются *поддерживающие* (не стратегические) инвестиции (maintenance investments, *MI*), которые нацелены на сохранение уже созданной стоимости. Поддерживающие инвестиции приравниваются к традиционным операционными расходам, не капитализируются, и инвестированный капитал уменьшается на их величину.

Таким образом, для реализации финансового среза стратегического анализа необходимы специфические данные, формирующие стратегическую отчетность. Преимущества такого подхода можно суммировать следующим образом. Во-первых, несмотря на дополнительные усилия, необходимые для трансформации исходных данных учета, полученные оценки инвестированного капитала создают более реалистичное отражение ресурсов, образующих базу бизнес-модели компании. Во-вторых, выделение инвестиционной части затрат на компоненты нефинансового капитала позволяет более полно отразить специфику рассматриваемой стратегической альтернативы по линии использования ресурсов компании. Поэтому возникает более правдоподобное отражение процесса создания результата деятельности компании. В-третьих, показатель доходности инвестированного капитала становится более аккуратным с точки зрения задач стратегической аналитики.

В случае применения принципа фундамента стоимости для стейкхолдеров в стратегическом анализе, основанном на мотивах, намерениях и действиях для достижения ожидаемого результата, совокупный инвестированный капитал существенно изменяется по составу и величине в компаниях, нацеленных на наращивание компонентов интеллектуального и социального капитала на регулярной основе. Несмотря на дополнительные усилия, необходимые для трансформации исходных данных учета, полученные оценки инвестированного капитала создают более реалистичное отражение ресурсов, образующих базу бизнес-модели таких компаний, вносят уточнения в оценки эффективности деятельности для управленческих нужд и стратегического анализа компании.

3.2. Точки стратегического разрушения стоимости: анализ в двух контурах

Важный шаг финансовых замеров в анализе стратегических альтернатив — это выявление граничных, пороговых значений ключевых финансовых показателей и нефинансовых индикаторов компании, которые отвечают приведенному выше правилу неубывания стоимости, созданной для стейкхолдеров. Существуют своего рода «точки перелома» в создании стоимости для стейкхолдеров, которые означают такую комбинацию ключевых стратегических характеристик компании, когда изменение стоимости для стейкхолдеров, становится равным нулю. Эта нулевая отметка может быть использована для выведения критических уровней показателей. Таким образом, стратегический анализ с позиций *STVA* — предполагает *новый тип анализа безубыточности* компании. Ключевая задача — покрытие совокупных издержек, явных и альтернативных, включающих затраты на капитал. Следовательно, возникает иная точка отсчета: *нулевая экономическая прибыль*.

Ставя проблему в плоскость сопоставления «стоимости как есть» и «стоимости с учетом стратегии», мы получаем возможность вводить анализ точки *стратегического разрушения стоимости* (*value breakeven*). Такой анализ целесообразно проводить в двух временных ракурсах: долгосрочном и годовом.

Долгосрочный ракурс анализа точки стратегического разрушения стоимости можно в целом представить следующим образом. Если исходить из рамок, которые создает для финансовых оценок стратегии методология дисконтируемого потока денежных средств, то, во-первых, надо определить минимально допустимую границу доходности капитала (совокупного либо собственного), и, во-вторых, пороговое или критическое значение потоков свободных денежных средств ($FCF_{breakeven}$)¹. При этом в случае анализа подлинной стоимости совокупного капитала, необходима финансовая модель основанная на показателях потоков свободных для всех инвесторов денежных средств (*FCFF*) и средневзвешенной ставки затрат на капитал (*WACC*). Напротив, для оценки точки разрушения стоимости

1 Может быть определено либо в форме потока свободных денежных средств для всех инвесторов (*free cash flow to firm, FCFF*), либо в форме потока свободных денежных средств для собственников (*free cash flow to equity, FCFE*).

для собственников компании, финансовая модель должна быть изменена: потоку свободных для собственников денежных средств будет соответствовать ставка затрат на собственный капитал.

Собственно, решение первой задачи аналогично поиску затрат на совокупный капитал либо затрат на собственный капитал, в зависимости от модели, принимаемой для расчетов: потока свободных денежных средств на совокупный капитал ($FCFF$) и отвечающей ему конструкции ставки затрат на капитала в форме средневзвешенной ставки ($WACC$) либо потока свободных денежных средств для собственников ($FCFE$) и соответственно — ставки затрат на собственный капитал (KE). Пороговые величины потоков свободных денежных средств, соответствующих выбранной модели ($FCF_{breakeven}$), можно вычислить, если исходить из предположения о равномерности поступления и примерном равенстве минимальной границы будущих потоков. Иными словами, их можно представить как аннуитеты, обеспечивающие нулевое изменение подлинной стоимости компании при введении рассматриваемой стратегической альтернативы. Вычисление порогового значения потоков свободных денежных средств ($FCF_{breakeven}$) основано на предварительном анализе не только ставки затрат на капитал, но и горизонта прогнозирования. Таким образом, эти параметры являются входными для расчета пороговой величины. При этом необходимо учитывать, что ставка дисконтирования для потоков свободных денежных средств зависит от предполагаемого уровня инвестиционного риска, вытекающего из сути самой стратегической альтернативы. Поэтому возможны ситуации, в которых эта ставка может возрасти, что внесет дополнительные требования к минимально допустимой величине потоков свободных денежных средств. Такие ситуации вытекают из стратегических альтернатив, направленных на существенную диверсификацию продуктового портфеля компании, освоение новых технологий, выход в новые для компании отрасли, стратегические сделки приобретений бизнесов или разукрупнения компании.

Переходя к годовому ракурсу анализа точки стратегического разрушения стоимости, целесообразно начинать с предположения о нулевой экономической прибыли ($RI = 0$). Из этого допущения вытекает возможность выстроить два набора критических уровней показателей в зависимости от способа расчета самой экономической прибыли. Это можно сделать для варианта определения эко-

номической прибыли на весь инвестированный капитал (residual income on capital employed, RI_{CE}) и для варианта ее расчета только на собственный капитал (residual income on equity, RI_E).

На годовом уровне оценок безубыточности важнейший показатель — *пороговое значение рентабельности продаж*. Пороговую рентабельность можно рассчитать как на ожидаемый *прирост* объемов продаж (формула 3-3), так и на весь прогнозируемый годовой объем продаж (формула 3-4):

$$TPM_{INC} = \frac{(IFAIR + WCIR)(WACC)}{(1 + WACC)(1 - t)} ; \quad (3-3)$$

$$TPM = \frac{(OI_{t-1}) + TPM_{INC}(\Delta S_t)}{S_t + \Delta S_t} , \quad (3-4)$$

где TPM_{INC} (threshold profit margin incremental) — пороговое значение рентабельности годового прироста продаж; TPM (threshold profit margin) — пороговое значение рентабельности всего годового объема продаж; $IFAIR$ (incremental fixed assets investment rate) — коэффициент инвестиций в прирост внеоборотных активов; $WCIR$ (working capital investment rate) — коэффициент инвестиций в прирост чистого оборотного капитала; S_t (sales) — годовой объем продаж в году t ; ΔS_t — изменение объема продаж в году t ; $WACC$ (weighted average cost of capital) — средневзвешенная ставка затрат на капитал; T (tax rate) — ставка налога на прибыль; OI (operating income) — прибыль от основной деятельности.

Оценка точек стратегического разрушения стоимости в *контуре нефинансовых стейкхолдеров*, может опираться скорее на *индикаторы* как инструменты измерения, а не на агрегированный показатель в денежной форме. Несмотря на это, она необходима для анализа стратегических альтернатив на основе стоимости для стейкхолдеров.

Пороговые уровни для стратегической альтернативы не достаточно оценивать путем установления граничных значений финансовых показателей. Точки стратегического разрушения стоимости для стейкхолдеров необходимо оценивать в контексте *соотношения разнообразных интересов* «коллективных действующих лиц». Возможное решение проблемы оценивания стратегических альтернатив с точки зрения системы интересов стейкхолдеров компании состоит в введении *индекса гармонизации интересов*. *Индекс гармонизации*

интересов стейкхолдеров предлагается как индикатор изменений, которые влекут за собой мероприятия и решения в рамках стратегической альтернативы для удовлетворения интересов ключевых стейкхолдеров данной компании. Для его построения целесообразно использовать следующую шкалу оценок:

+1, если стратегические интересы компании не противоречат интересам каждой категории стейкхолдеров;

0, если между стратегическими интересами компании и интересами каждой категории ее стейкхолдеров нет разногласий;

-1, если стратегические интересы компании противоречат интересам каждой категории стейкхолдеров.

Баллы присваиваются советами директоров на основании их оценок (взглядов) реакции разных категорий стейкхолдеров на стратегические решения в рассматриваемой альтернативе. Выставляемые оценки охватывают мероприятия всего стратегического периода. Полученные оценки взвешиваются по силе потенциального воздействия самих стейкхолдеров на компанию с максимальным весом 100%. Веса являются результатом экспертного суждения совета директоров. Средневзвешенная сумма должна быть рассчитана отдельно для положительных и для отрицательных величин. Итоговая величина индекса гармонизации интересов стейкхолдеров определяется, как показано в формуле 3-5:

$$IHI = \frac{A - |B|}{A + |B|} \quad (3-5),$$

где *IHI* (*interests harmonization index*) — индекс гармонизации интересов стейкхолдеров; *A* — средневзвешенная сумма положительных элементов индекса; *B* — средневзвешенная сумма отрицательных элементов индекса.

Индекс равен 1, если нет конфликта интересов ни одной категорией стейкхлдеров. Индекс равен -1, если, напротив, со всеми категориями стейкхолдеров есть противоречия интересов. Во всех остальных случаях индекс находится в интервале от -1 до + 1. Если в рамках рассматриваемой стратегической альтернативы на протяжении временного горизонта ее реализации в результате анализа индекса *IHI* выявляются процессы, ведущие к дисгармонии интересов с определенными категориями стейкхолдеров, *|B|* будет расти, и индекс будет снижаться. В контексте интеграции двух контуров в процессе обоснования и выбора

стратегических альтернатив она ведет к *разрушению стоимости*, и не может расцениваться как способ развития компании.

Дисгармония интересов, или отсутствие согласования интересов может также трактоваться как увеличение уровня инвестиционных рисков компании. Поэтому индекс может служить индикатором для введения премии за риск утраты лояльности стейкхолдеров, или *премии за стейкхолдерский риск* в аналитические модели, основанные на дисконтировании потоков денежных средств или экономических прибылей.

Оценки пороговых значений, вытекающие как из годового, так и долгосрочного срезов анализа точки стратегического разрушения стоимости, должны делаться и на корпоративном уровне, и применительно к рыночным стратегиям бизнес-единиц компании. Такие оценки позволяют установить важные планки отсчета для обсуждения и анализа стратегической эффективности и ориентиров для выбора стратегических альтернатив. Важно подчеркнуть, что у решений о стратегии есть оригинальная черта: сам *процесс* их разработки и обсуждения столь же важен, как и процедуры и результаты воплощения в практику компании. Именно в процессе разработки нужны как системы предположений и соответствующие сценарии, так и оценки их потенциальных эффектов.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

ЛИТЕРАТУРА

Основная

Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий // Аудит и финансовый анализ. 2007. № 5. С. 150—163.

Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий: стейкхолдерский подход. М.: ИНФРА-М, 2008. Гл. 5. С. 111—121, 132—137.

Ивашковская И.В., Запорожский А.И. Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью: возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств // Аудит и финансовый анализ. 2007. № 6. С. 211—223.

Оценка бизнеса / под ред. А.Г. Грязновой, М.А.Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2005.

Дополнительная

Deng Z., Lev B. The Valuation of Acquired R&D. N.Y.: New York University, Stern School of Business, 1998.

Grant J.I., Abate J.A. Focus on Value. A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation. Wiley, 2001. (The Frank Fabozzi Series. Finance).

Hirschey M., Weygandt J. Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures // Journal of Accounting Research. 1985. Vol. 23. No. 1. P. 326—335.

Lev B. Intangibles, Management, Measurement, and Reporting. Washington, DC: Brookings Institution Press, 2001.

Lev B., Zarowin P. The Market Valuation of R&D expenditures. N.Y.: New York University, Stern School of Business, 1998.

Pinches G.E., Narayanan V.K., Kelm K.M. How the Market Values the Different Stages of Corporate R&D — Initiation, Progress, and Commercialization // Journal of Applied Corporate Finance. 1996. Vol. 9. No. 1. P. 60—69.

Rappoport A. Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance. The Free Press, 1986. P. 69—73.

Young S., O'Byrne S. EVA and Value-based Management: A Practical Guide to Implementation. McGraw-Hill, 2000.

Оценка устойчивости роста компании

В соответствии с финансовой кривой ЖЦО задача компании – создавать положительную экономическую прибыль. Рост в традиционных измерениях объемов продаж и бухгалтерской прибыли не дает полноценной картины результативности движения в краткосрочной и долгосрочной перспективах. Меняющаяся парадигма взгляда на финансовый анализ компании вводит дополнительный ракурс анализа роста – стоимость для стейкхолдеров (STV). Каким образом можно отразить эти требования в анализе роста компании?

4.1. Матрицы качества роста

Проблема устойчивости роста компании может рассматриваться в нескольких ракурсах. Первый из них связан с исследованиями возможной зависимости темпа роста от различных характеристик компании. При этом сам рост компании измеряют через разные показатели. Показатель количества занятых сотрудников был введен в эмпирические работы по росту в 1980-е гг. Для измерения роста компании использовались также показатели объема капитала из данных финансовой отчетности: балансовая стоимость чистых активов, балансовая стоимость совокупных активов. Рост измеряют и на основе показателей объемов продаж. Важные аргументы выбора в пользу такого измерения темпов заключаются в том, что выручка от продаж — это обобщающий показатель, характеризующий агрессив-

ность корпоративной стратегии и масштабы присутствия на рынках сбыта. Поэтому динамика выручки может служить адекватной мерой выражения стратегического положения компании. Второй мотив связан с тем, что показатель выручки наименее подвержен манипуляциям в финансовой отчетности, вызванным учетной политикой компании.

Рассматривая зависимость темпа роста выручки от продаж от различных характеристик компании, исследователи тестируют разные факторы. Один из них — это размер капитала компании, который оценивается преимущественно на основе показателя балансовой стоимости активов. В результате тестирования гипотезы о независимости темпа роста компании от размера ее капитала, исследователи показывают, что она не отвергается для крупных компаний, в то время как применительно к средним компаниям получены выводы о наличии зависимости. Вторая характеристика компании, которую рассматривают в качестве фактора влияния на темпы роста, — это ее возраст. Наличие такой зависимости теоретически обосновано в концепциях жизненного цикла организации и эмпирически выявлено в ряде исследований. Важный фактор влияния на темпы роста — эффективность деятельности компании. Было показано, что текущий темп роста компании зависит, с одной стороны, от исторических результатов деятельности компании (агрегируются лаговой переменной темпа роста), а с другой — от ожидаемых показателей доходности ее капитала и будущих отраслевых шоков. Наконец, рассматривается возможная зависимость темпов роста компании от механизмов корпоративного управления в ней. При этом компании с доминирующим акционером, который непосредственно участвует в управлении в качестве менеджера, демонстрируют более высокие темпы роста.

Второй ракурс изучения проблемы связан с постановкой задачи анализа устойчивости темпов роста. Концепция *темпа устойчивого роста (sustainable growth rate)* была разработана еще в 1960-х гг. всемирно известной сегодня консалтинговой компанией Boston Consulting Group (BCG). Особенность такого традиционного подхода заключается в том, что операции компании рассматриваются вне контекста инвестиционных рисков и требуемой за них доходности, не позволяя учесть ключевые финансовые измерения современной компании, с разной степенью интенсивности проявляющиеся на

протяжении жизненного цикла организации: ликвидность, инвестиционный риск и стоимость бизнеса. Устойчивый темп роста определяют как темп роста выручки компании, которого она в состоянии достичь при условии сохранения операционной политики и политики финансирования без изменений. Соотношения, определяющие устойчивый темп, показаны в формуле 4-1:

$$g^* = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} \times \left(1 - \frac{Div}{NI} \right), \quad (4-1)$$

где g^* — темп устойчивого прироста продаж; NI (net income) — чистая прибыль; S (sales) — выручка от реализации продукции; A (assets) — активы (среднегодовая величина); E (equity) — собственный капитал (среднегодовая величина); Div (dividends) — дивиденды.

Первые два финансовых коэффициента — рентабельность продаж и оборачиваемость активов — характеризуют операционную политику компании. Последние два — финансовый рычаг и норма накопления — описывают политику финансирования. Полученный показатель темпа прироста означает единственно возможный для компании при данных предпосылках темп прироста продаж, и поэтому его можно считать *вменным* компании двумя типами ее решений: операционной политикой и политикой финансирования. Однако очевидно, что на фактическую скорость роста влияют меняющиеся рыночные условия. Рассматриваемая модель, по сути, нацелена на анализ сбалансированности проводимой операционной политики и источников ее финансирования. Дальнейшее развитие данной концепции связано с работами Р. Хиггинса, сформулировавшего особенности ее применения в условиях инфляции, и А. Дамодарана, трансформировавшего ее в *модель оценки планируемого темпа прироста* в условиях реструктуризации бизнеса и нарушения базового условия постоянства операционной политики и подходов к финансированию.

Таким образом, в формате традиционного финансового анализа устойчивый рост компании рассматривается преимущественно в ракурсе сбалансированности источников его финансирования. Такое видение проблемы полезно для постановки задач бюджетирования, но не достаточно, на наш взгляд, для стратегического анализа. В отличие от традиционного финансового анализа, основанного на бухгалтерской модели, современный анализ компании

строится исходя из принципов экономической прибыли. Если в бухгалтерской прибыли учтены лишь фактические издержки, то ключевую роль в определении экономической прибыли (RI) играют альтернативные издержки компании, рассматриваемые как доход, требуемый за инвестиционный риск.

Анализ ЖЦО с ракурсе качества капитала компании, как показано в теме 1, предполагает оценку ее деятельности с позиций ключевых финансовых измерений — ликвидности капитала, инвестиционных рисков и ее стоимости — в долгосрочной перспективе, а в рамках года на основе соответствующих краткосрочных измерений — потока свободных денежных средств, затрат на капитал и экономической прибыли. Такие исходные принципы образуют корректную основу для оценивания результатов осуществления самих корпоративных стратегий и выбора будущих, отвечающую требованиям новой ветви финансового анализа — *финансовых измерений стратегий компании*. Необходима новая постановка проблемы, в соответствии с которой устойчивость роста компании должна быть оценена дополнительными, финансовыми критериями. В рамках финансовых измерений стратегий необходим новый подход, предполагающий постановку проблемы *качества роста* компании с учетом как его стратегического, так и финансового эффекта. В соответствии с финансовой кривой ЖЦО рост должен быть оценен через показатели, отражающие создание подлинной (внутренней) стоимости компании, и рассмотрен в комбинации с показателем, отражающим стратегическое положение компании. Применяя критерий экономической прибыли, необходимо исследовать и классифицировать компании по качеству роста. Оценку качества роста, вытекающую из финансовой модели анализа компании, можно проиллюстрировать с помощью *матрицы качества роста* (рис. 4.1).



Рис. 4. 1. Базовая матрица качества роста

На вертикальной оси отложен традиционный критерий — средний темп роста продаж за несколько лет, который может означать средний показатель по выборке конкурирующих компаний либо по более широкой выборке за длительный период. Горизонтальная ось представлена показателем темпа роста рыночной стоимости капитала.

В соответствии с принципами, формализованными в матрице, рост, соответствующий параметрам квадранта Q1, — это *эталон качества роста*. Оба эффекта — стратегический и финансовый — в этом случае сбалансированы. Тип стратегий роста компании, соответствующий параметрам квадранта Q2, сфокусирован на росте прибыли. Компании, относящиеся к квадранту Q2, стремятся воспроизводить свои продуктовые портфели по структуре и объему, но добиваться этого, сокращая расходы. Компаниям из Q3, напротив, присущи стратегии роста, сфокусированные на *агрессивной политике продаж*: расширение бизнеса без увеличения его размера по финансовому критерию. Такие компании, напротив, нацелены делать «больше и лучше» с точки зрения клиентуры (осваивать новые продукты, наращивать рыночные доли), однако не «лучше» по критерию динамики расходов.

Базовый вариант матрицы описывает типы роста компании, выстраивая картину в статике за весь период наблюдений. Но если учесть положение компаний в базовой матрице в динамике, то характеристики качественного роста усложняются. На протяжении достаточно длительного периода, (например, пять лет или более) в рамках конкретной выборки компаний рост каждой из них будет скорее похож на движение зигзагами по ячейкам матрицы. Оценка этих зигзагов, или траектории перемещения, а затем и результирующего направления движения составляет, на наш взгляд, ключевой компонент анализа устойчивости роста конкретной компании в рамках финансовой модели. При проведении такой оценки важно учитывать, что введение финансового критерия — стоимости компании — позволяет выявить возможные противоречия роста.

Первая форма противоречий роста связана с возможным возникновением «ловушки прибыли», в которую попадают компании с комбинацией характеристик роста, соответствующих квадранту Q2. «Ловушка прибыли» создает существенные барьеры для перемещения в наиболее привлекательную группу. Акцент на росте прибыли может провоцировать своего рода «близорукость» политики роста, что объясняется несколькими причинами. Рост, сфокусированный на бухгалтерской прибыли, требует снижения издержек и, следовательно, сокращения инвестиционных программ. Такая концепция роста ведет к ограничениям в базе будущего роста продаж. Подтверждение данных аргументов получены в исследованиях компании «А.Т. Кеагпу» на выборке из 20 тысяч компаний Европы, Америки и Азии на протяжении 12 лет. Если за 100% принять компании, обладавшие наиболее высокими показателями роста по критериям базовой матрицы за весь период наблюдения, то их перемещения в другие типы роста в рамках 12-летнего периода выявили важные тенденции. Во-первых, наиболее типичным зигзагом роста для них (53% компаний) стало перемещение к типу роста, основанному на агрессивной политике продаж, а не к типу роста, сфокусированному на прибыли. Во-вторых, для восстановления качества роста и возврата к типу роста, в котором сочетаются темпы прироста продаж и рыночной капитализации выше средних, требовалось более трех лет, если компания оказывалась в ситуации, соответствующей в матрице на рис. 4.1, квадранту Q2. В то же время для возврата из типа роста, соответствующего квадранту Q3, существенно меньше

времени, всего полтора года. Важно также отметить, что период возврата к типу роста с самыми высокими характеристиками по критериям базовой матрицы, был *вдвое короче* даже для тех компаний, кто временно совершал самый драматический зигзаг в своем росте — в тип роста с самыми низкими характеристиками темпов роста продаж и рыночной стоимости компании.

К похожему выводу приводят и многолетние исследования аналитиков Boston Consulting Group. Они показывают, что среди всех факторов, влияющих на динамику совокупной доходности акционерного капитала (total shareholder return, TSR) именно темп роста продаж оказывается доминирующим для ее повышения на длинных периодах наблюдения за компаниями с наиболее высокими показателями *TSR*. При этом такие факторы, как повышение рентабельности продаж, объясняют основную часть прироста *TSR* только на коротких отрезках. В исследовании лаборатории корпоративных финансов эффект «ловушки прибыли» был получен на данных выборки 60 компаний с отчетностью по российским стандартам за период 2000—2006 гг.

Вторая форма противоречий роста, которая выявляется в анализе с позиций финансовой модели, связана с соотношением *вклада возможностей роста* (value of future growth opportunities, *VFGO*) в формирование стоимости компании относительно стоимости, создаваемой имеющимися у нее активами (current value operations, *COV*). Эти слагаемые стоимости компании выделяют, если на стоимость компании как таковую посмотреть через стратегический ракурс. Такой взгляд на стоимость компании введен С.Майерсом, который определяет стоимость, создаваемую имеющимися у нее активами при предположении отсутствия инвестиций в расширение компании и создании стоимости на базе имеющихся активов. Если *VFGO* возникает в связи с новыми рыночными стратегиями, то *COV* является результатом уже реализованных стратегий. Для устойчивости роста, рассматриваемого в системе стоимостных координат, первостепенное значение приобретает наличие у компании таких возможностей роста. Их вклад в рыночную стоимость компании отражает ожидания инвесторов относительно *непрерывности инвестиционного процесса в будущем*. Эти ожидания выражают как оценки инвесторов относительно появления у компании благоприятных ситуаций для начала и разворачивания инвестиционных

программ, так и оценки будущих потоков денежных средств. Количественные оценки средних величин *VFGO* выполнены на разных национальных выборках и за разные периоды: британской, стран западной и северной Европы, глобальной, а также по группе стран BRIC. Осуществлена количественная оценка вклада роста в компаниях разного размера, разной отраслевой принадлежности, представленных на разных рынках капитала. Доля вклада возможностей роста (*VFGO*) у американских компаний в середине 1980-х гг. в среднем составляла 50% от совокупной рыночной капитализации. Оценка такого вклада для британских компаний за период 1986—1996 гг. показывает достаточно высокий разброс значений: от 50% в год сразу после финансового краха октября 1987 г. и до 61% в первой половине 1990-х. Оценки по 50 европейским компаниям, включенными в индекс Eurostoxx-50, связаны с работами экспертов компании «McKinsey».

В соответствии с методом оценки *FVGO* С. Майерса, выделение слагаемых *VFGO* и *COV* осуществляется при оценке стоимости компании методом дисконтируемого потока денежных средств. Однако разделение стоимости на слагаемые по стратегическому критерию применимо и в случае ее анализа как *потока экономической прибыли*, как показано на рис. 4.2:

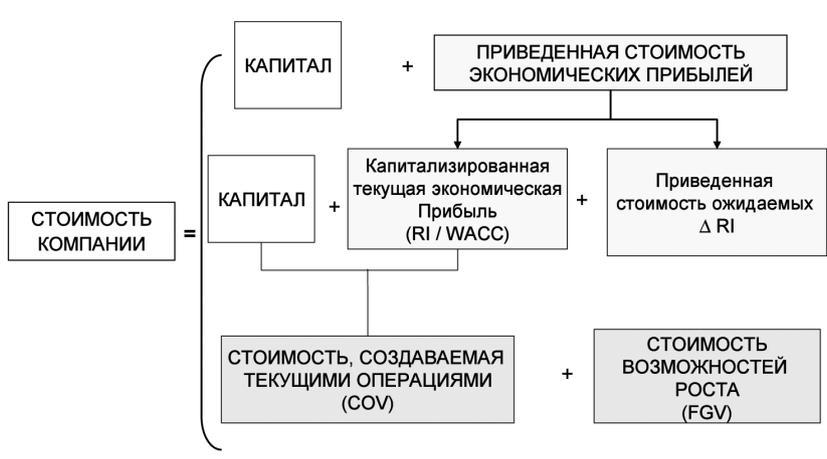


Рис. 4.2. Стоимость компании как поток экономической прибыли: финансовый и стратегический ракурсы

В этом случае стоимость, создаваемая текущими операциями, будет представлена двумя слагаемыми: уже инвестированным капиталом, определенным с учетом необходимых изменений, и капитализированной экономической прибыли, уже достигнутой в компании ($RI/WACC$). Слагаемое стоимости, создаваемой возможностями роста ($VFGO$), представлено суммой приведенных стоимостей *изменений* в экономической прибыли (ΔRI) относительно достигнутого уровня. Источниками таких изменений могут выступать улучшение конкурентных позиций по уже производимым в компании продуктам, что ведет к получению дополнительной выручки и потоков денежных средств. Второй возможный источник — это новые продукты, которые только сейчас разрабатываются и запускаются в компании. И, наконец, возможно, что на изменение экономической прибыли будут влиять и те будущие продукты, которые компания пока еще даже не идентифицировала, или ожидаемые инвесторами результаты от интеллектуального и социального капиталов.

Подчеркнем, что в анализе финансовых эффектов роста необходимо учесть концепцию ЖЦО. Соотношения двух слагаемых стоимости — COV и $VFGO$ — будут различаться в зависимости от стадии ЖЦО, на которой находится компания. Рассмотрим логику этих соотношений в зависимости от укрупненных этапов ЖЦО, которые были выделены в теме 1. На этапе становления компании активы «как есть» существенно отличаются от тех, что понадобятся в будущем. Риски, связанные с их использованием, высоки. Текущая операционная информация не может составлять фундамента для оценки стоимости компании. Стоимость компании будет основана на ее *возможностях роста*. Отношение $COV/VFGO$ существенно *ниже единицы*. На этапе роста для компании характерно динамичное изменение состава активов, приспособление их набора и структуры к открывающимся возможностям роста. Поэтому риски активов «как есть» снижаются. Поток денежных средств от основной деятельности становится положительной величиной, хотя возможность получения отрицательного потока по-прежнему сохраняется из-за высоких инвестиций в оборотный капитал. Роль операционной текущей информации в формировании оценок стоимости усиливается. Риски, связанные с возможностями роста, высоки. Соотношение слагаемых стоимости компании изменяется: коэффициент $COV/VFGO$ подтягивается к единице, или равен единице. На этапе зрелости данное соотношение

вновь снижается. Это вызвано постепенной утратой возможностей роста. Их риски по-прежнему высоки. Природу бизнеса и факторы будущих потоков денежных средств формируют активы «как есть». Поэтому роль текущей операционной информации усиливается. Коэффициент $COV/VFGO$ устойчиво ниже единицы. Такие изменения в соотношении $COV/VFGO$ усиливаются на последнем этапе ЖЦО — этапе упадка бизнеса. Достижение требуемого баланса рассмотренных компонентов роста составляет необходимое условие устойчивого роста.

Разложение стоимости компании на рассмотренные слагаемые по стратегическому критерию позволяет перейти к измерениям финансовой эффективности роста. Возможный подход к оценке эффективности роста представлен в матрицах финансовой эффективности (рис. 4.3 и 4.4). Матрица на рис. 4.3 обобщает результат первого шага анализа финансовой эффективности роста. По горизонтали фиксируется *стоимость компании без роста* (COV). По вертикали — *вклад роста* в стоимость компании в расчете на единицу балансовой стоимости капитала ($VFGO$). Квадрант Q1 показывает комбинацию параметров наиболее качественного по критериям финансовой эффективности роста. Этим компаниям удается расти быстрее многих сопоставимых компаний в двух финансовых измерениях одновременно: и по критерию вклада возможностей роста, и по критерию стоимости, создаваемой текущими операциями. Инвестиционная политика таких компаний включают все три типа инвестиций: поддерживающие, в расширение текущих операций и в создание новых возможностей роста. В квадранте Q3 фиксирован тип роста, опирающийся на положительные ожидания инвесторов по поводу возможностей роста, который следует характеризовать как качественный рост по финансовым критериям. В квадранте Q2, напротив, показан тип роста, который с точки зрения финансового критерия, не обладает высоким качеством, поскольку эти компании эксплуатируют имеющиеся активы, а не поиск новых инвестиционных возможностей. Данные, необходимые для построения этой матрицы, связаны с рыночной капитализацией, так как изначально вклад роста в стоимость ($VFGO$) оценивается как разность между капитализацией и стоимостью, создаваемой текущими операциями компании (COV). Поэтому на расположение по квадрантам матрицы безусловно влияют ожидания инвесторов. Учитывая такое влияние,

можно отметить, что нахождение в Q3, например, может также рассматриваться как результат не верной политики коммуникаций с инвесторами, которая формирует завышенные ожидания. А для компаний из Q2 дисбаланс в коммуникациях сдвинут в сторону недостатка внимания к формированию ожиданий о перспективах проектов компании.

Стоимость роста / балансовая стоимость капитала	Q3 ОПЕРЕЖАЮЩИЙ РОСТ	Q1 СБАЛАНСИРОВАННЫЙ РОСТ
	ДОГОНЯЮЩИЙ РОСТ Q4	ИНЕРЦИОННЫЙ РОСТ Q2
	Стоимость бизнеса без роста / балансовая стоимость капитала	

Рис. 4.3. Матрица-1 финансовой эффективности роста

Разложение стоимости на слагаемые по стратегическому критерию позволяет углубить финансовый анализ качества роста и ввести в него дополнительный аспект: горизонт ожиданий инвесторов. Качественный рост должен основываться на *сбалансированном соотношении горизонтов ожиданий*. Ожидания могут возникать относительно *краткосрочного* и *долгосрочного эффектов*, создаваемых возможностями роста. Эти эффекты формируют ожидания относительно изменения потоков денежных средств, рисков, требуемых доходностей и экономической прибыли. Поэтому они влияют на компоненты стоимости, создаваемой возможностями, открывающимися в перспективе. Возможный инструмент оценки двух компонентов для сопоставления вклада роста во времени, показан во второй матрице-2 финансовой эффективности роста на рис. 4.4.

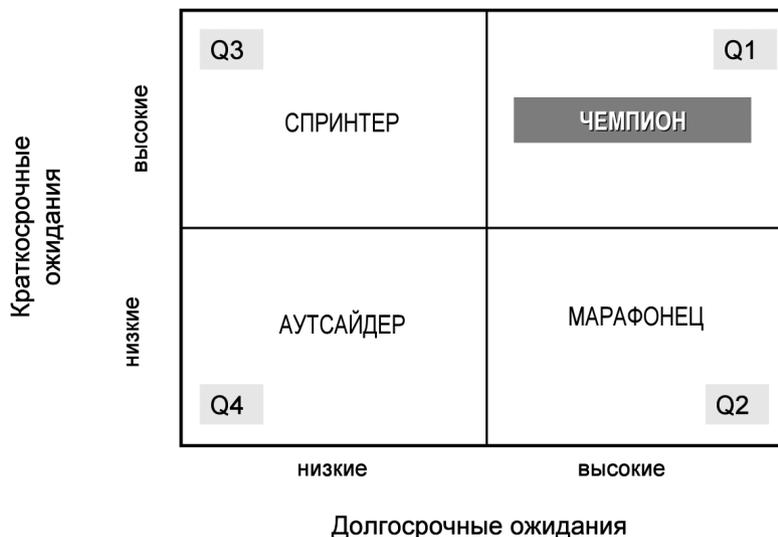


Рис. 4.4. Матрица-2 финансовой эффективности роста с учетом ожиданий инвесторов

Показатель вклада краткосрочного роста в приращение стоимости компании оценивается путем дисконтирования потоков свободных денежных средств за относительно короткий период. В зависимости от глубины имеющихся данных и степени развитости инвестиционной аналитики, под коротким горизонтом имеются ввиду разные периоды: от 2—3 до 5 лет. Второй шаг в построении матрицы — определение компонента стоимости, сформированного ожиданиями относительно долгосрочных возможностей роста. Его можно найти путем вычитания оценочной величины компонента стоимости, ожидаемого от возможностей краткосрочного роста, из показателя стоимости, создаваемой возможностями роста в целом (*VFGO*). В соответствии с матрицей-2 наиболее качественный рост в координатах временных горизонтов — тип роста из квадранта Q1, где расположены компании, обладающие высокими возможностями роста в краткосрочном и долгосрочном планах. Квадрант Q3 не соответствует высокому качеству роста из-за отсутствия платформы для продолжительного роста. Квадрант Q2 объединит компании, осуществляющие инвестиционные программы, обеспечивающие приросты потоков денежных средств или экономической прибыли на длительные периоды. Противоречие краткосрочного и долго-

срочного финансовых измерений роста — это важный вклад современного финансового анализа в проблематику роста компании.

Для оценки устойчивости роста, необходимо анализировать *изменения экономической прибыли*. Поэтому целесообразно использовать второй вариант матрицы качества роста, основанный не на рыночной капитализации, а на спреде доходности инвестированного капитала (*ROCE – WACC*). Такая матрица приведена на рис. 4.5:



Спред доходности инвестированного капитала

Рис.45.5. Матрица качества роста на основе экономической прибыли

Такой вариант матрицы позволяет применить принципы анализа устойчивости роста и к компаниям закрытого типа.

Таким образом, финансовой модели анализа компании, основанной на принципе экономической прибыли, соответствуют новые методы оценки характеристик роста компании. Достижение требуемого баланса рассмотренных характеристик роста составляет необходимое условие для устойчивого роста.

4.2. Матрицы устойчивости роста

Подытожим и сформулируем условия устойчивости роста. В-первых, устойчивому росту должна быть свойственна траектория, выводящая компанию в более качественные типы роста в рамках классификации, отраженной в базовой матрице качества роста (рис. 4.1) или в матрице на основе экономической прибыли (спреда

доходности инвестированного капитала), которая представлена на рис. 4.5. Причем, как следует из анализа противоречий роста, для вывода об устойчивости роста последовательность смены типов роста существенна. Во-вторых, необходимо достижение баланса вклада возможностей роста (*FVGO*) и вклада, создаваемого текущими операциями (*COV*), в стоимость компании. Для поиска оптимального соотношения потребуется дополнительная эмпирическая оценка данных национальных выборок с учетом этапа, на котором находятся компании в рамках ЖЦО. В-третьих, для выхода из неизбежных зигзагов роста в направлении наиболее привлекательных комбинаций его характеристик требуется формирование баланса между краткосрочными и долгосрочными факторами, обеспечивающими возможности роста и их вклад в стоимость компании (*FVGO*).

В-четвертых, в компании должна формироваться инвестиционная политика, включающая проекты определенного типа. Первый тип основан на *поддерживающих* инвестициях, направленных на *сохранение* стоимости компании, представленной в слагаемом стоимости от текущих операций компании (*COV*). Годовая величина таких инвестиций может быть определена как сумма амортизационных отчислений *методом выкупного фонда*. Метод выкупного фонда исходит из предположения о том, что необходимая для воспроизводства долгосрочных активов величина амортизационных начислений зависит от средневзвешенной ставки затрат на совокупный капитал (*WACC*) и рассчитывается из уравнения потока аннуитетов, капитализированных по данной ставке. Принцип выделения подобного типа инвестиций предусматривается, например, в модели добавленного потока денежных средств (*cash value added, CVA*) Е. Оттонсона, Ф. Вейсенридера. Такие инвестиции не имеют стратегического характера, так как они обеспечивают предпосылки не для роста, а для *сохранения* имеющейся стоимости компании. С учетом новых критериев качества роста, вытекающих из финансовой модели анализа компании, можно сформулировать вывод о том, что рост не может быть качественным при разрушении стоимости базового бизнеса. Поэтому поддерживающие инвестиции — это необходимая, но *недостаточная предпосылка* для качественного роста компании.

Второй тип инвестиций направлен на создание *прироста стоимости бизнеса*, например на базе новых продуктов, выхода на новые

рынки. В результате таких инвестиций возникает определенный вклад роста в приращение стоимости компании, поскольку создаются дополнительные потоки свободных денежных средств, достаточных для удовлетворения требований инвесторов к доходности за риск. Инвестиции этого типа можно назвать *инвестициями в рост компании*. Они способны генерировать положительные спреды доходности, или положительные экономические прибыли. Но в этом случае речь идет о вложениях в уже имеющиеся возможности роста. Поскольку речь идет об эксплуатации созданных прежде возможностей, такой тип инвестиций можно назвать инвестициями *в текущие возможности роста и/или в расширение бизнеса*. Для достижения устойчивого темпа роста компании в координатах стоимости для стейкхолдеров (STVA) нужен третий тип инвестиций — в создание *новых возможностей роста*. Такие инвестиции в условиях перехода к экономике инновационного типа должны быть сосредоточены на формировании интеллектуального и социального капиталов компании. В категориях современной финансовой аналитики эти инвестиции создают реальные опционы, которые могут быть исполнены в будущем и принести дополнительные устойчивые потоки свободных денежных средств, компенсирующие инвестиционные риски.

Используя предложенную классификацию инвестиций, можно дополнить характеристику качества роста, введенную в базовой матрице (рис. 4.1) и продолженную в матрице-1 эффективности роста (рис. 4.3). Для компаний квадранта Q1 свойственны сбалансированные программы капиталовложений, включающие инвестиции второго и третьего типов. Такие компании создают качественные инвестиционные портфели, состоящие из проектов в расширение текущих операций и в новые возможности. Для компаний, чей тип роста соответствует квадранту Q2, свойственны программы капиталовложений, направленные преимущественно на инвестиции в создание возможностей роста. Портфели инвестиционных программ компаний, попадающих в квадрант Q3, сконцентрированы на инвестициях второго типа — в расширение имеющихся операций. Наконец, в компаниях, с характеристиками роста, отвечающими квадранту Q4, преобладают поддерживающие инвестиции.

Как следует из финансовой кривой ЖЦО, инструменты для оценки устойчивости роста необходимо строить с использованием

показателей экономической прибыли, так как показатели капитализации отражают как внутренние процессы в компании, так и ожидания инвесторов, на формирование которых влияет более сложный и объемный набор факторов. Капитализация как показатель зависит и от изменений подлинной стоимости компании, и от состояния рынка капитала, и от результативности политики коммуникаций с инвесторами и нефинансовыми стейкхолдерами компании. Рост экономической прибыли, означающий рост внутренней стоимости компании, достигается, во-первых, за счет роста спреда доходности инвестированного капитала ($ROCE - WACC$). Во-вторых, компания наращивает экономические прибыли при стабильном положительном спреде доходности капитала и *росте инвестированного капитала*. Обеспечение стабильности спреда доходности при массивной инвестиционной программе возможно, если с ростом инвестиций не изменяется риск компании. Такая комбинация более типична для инвестиций, нацеленных на расширение бизнеса. Они основаны на уже имеющихся рыночных возможностях, и им свойственно постоянство *профиля факторов* делового риска. Если инвестиции в расширение бизнеса основаны на уже созданных ранее возможностях роста, то они скорее всего способны увеличить не только объемы продаж, но и рентабельность продаж за счет экономии на масштабах и экономии на гибкости (охвате). Этот эффект в большей мере будет проявляться на коротких горизонтах планирования. Поэтому роль инвестиций этого типа в обеспечении устойчивости экономической прибыли *ограничена* в отличие от инвестиции в создание новых возможностей роста. Они ведут к росту спреда и увеличению продолжительности периода, в котором удерживается положительный спред. Поэтому при таком акценте в инвестиционных программах могут складываться ситуации *отложенного эффекта* инвестиций, выражающиеся в краткосрочном снижении спреда доходности даже ниже нулевой отметки. Значит, для оценки устойчивости роста нужно, во-первых, учесть долгосрочный горизонт, что создает потенциальную возможность выровнять спред доходности, и, во-вторых, учесть преобладающий тренд в спреде доходности.

Таким образом, для анализа и оценки устойчивости роста компании необходим комплексный показатель, в котором интегрированы ключевые факторы экономической прибыли. Такой показатель,

на наш взгляд, может быть построен в форме *индекса устойчивости роста* (sustainable growth index, SGI):

$$SGI = g_s \frac{l}{k} \times \sum_{i=1}^k \max \left[0, \left(ROCE_i, -WACC_i \right) \right], \quad (4-2)$$

где g_s — средний темп роста продаж; k — количество лет наблюдений; l — количество лет, в течение которых спред доходности инвестированного капитала положителен; $ROCE_i$ (return on capital employed) — доходность инвестированного капитала в год i ; $WACC_i$ (weighted average cost of capital) — средневзвешенная ставка затрат на капитал в год i .

Как отмечалось выше, исследования роста западных компаний показывают, что средний темп роста продаж — это важнейший ключевой фактор роста стоимости компании. Этот показатель необходимо рассчитывать как среднюю геометрическую величину. Второй показатель, включаемый в индекс, позволяет сравнить разные стратегические альтернативы, ведущие к росту. Чем выше количество лет, в которых наблюдается или предполагается положительный спред доходности инвестированного капитала (l), тем выше устойчивость роста компании по критерию создания стоимости. Если во все рассматриваемые годы спред доходности капитала положителен, компания по данному измерению получает максимальное значение показателя, равное единице. Чем ближе l/k к единице, тем выше устойчивость роста компании. Третий показатель выражает накопленную величину положительных значений спреда доходности инвестированного капитала за анализируемый период k . Как и показатель l/k , он предназначен для отражения мощности стратегической альтернативы по целому набору ключевых характеристик роста, обеспечивающих положительную величину спреда. Однако при близких или равных значениях l/k в разных стратегических альтернативах роста сумма положительных значений спреда доходности фиксирует более полную картину потоков экономических прибылей. Кроме того, прямое введение значений спреда в индекс SGI концентрирует внимание на двух разных направлениях создания положительного спреда: росте доходности капитала и снижении затрат на капитал.

В табл. 4.1 приведены результаты оценки индекса устойчивости роста для выборки 26 крупных российских компаний за период

2002—2007гг. В выборку вошли компании с отчетностью по МСФО. Затраты на заемный капитал (K_D) рассчитаны методом синтетического кредитного рейтинга (синтетическая банковская ставка), а затраты на собственный капитал (K_E) на основе гибридной модели CAPM методом спреда. Оценки затрат на капитал приведены в приложении.

В рамках модели интегрированного управления стоимостью компании для целей анализа устойчивого роста необходимо учитывать два контура: финансовых и нефинансовых стейкхолдеров. Важно отметить, что на значение индекса устойчивости роста компании влияет состояние ее отношений с ключевыми стейкхолдерами. Это влияние прежде всего выражается в показателях суммы положительных спредов доходности капитала и количестве лет, в течение которых он существует (I). Гармоничные отношения со стейкхолдерами способствуют снижению риска за счет компоненты стейкхолдерской премии за риск, что ведет к снижению затрат на капитал. Кроме того, такой вектор отношений отражает создание возможностей для накопления интеллектуального и социального капиталов, реализации трансформационной функции знаний и в результате — созданию возможностей роста. Напротив, падение индекса гармонизации интересов стейкхолдеров будет сопровождаться нарастанием стейкхолдерского риска. В этом случае постановка вопроса о положительной экономической прибыли на финансовый капитал (RI) в рамках новой парадигмы создания стоимости для стейкхолдеров ($STVA$) теряет смысл.

Таблица 4.1.

Индекс устойчивости роста выборки российских компаний

Компания	Темп роста продаж	Суммарный спред	Индекс за период
Газпром Нефть	1,35	0,9756	1,32
Пивоваренная компания «Балтика»	1,14	0,6670	0,76
Лукойл	1,33	0,4113	0,47
Норильский Никель	1,27	0,5067	0,46
Аэрофлот — Российские международные авиалинии	1,16	0,3166	0,37
Северсталь	1,40	0,2104	0,27

Компания	Темп роста продаж	Суммарный спред	Индекс за период
РБК Информационные системы	1,45	-0,1121	0,07
Татнефть	1,17	0,0113	0,05
Газпром	1,24	-0,0039	0,03
РАО «ЕЭС России»	1,14	-0,1901	0,03
Северо-Западный Телеком	1,23	-0,4190	0,03
ВымпелКом	1,60	-0,0554	0,02
Камаз	1,25	-0,5419	0,01
Мосэнерго	1,09	-0,5818	0,01
Московская Городская Телефонная Сеть	1,21	-0,2420	0,01
АвтоВАЗ	1,10	-0,5463	0,00
ВолгаТелеком	1,21	-0,3849	0,00
Голден Телеком	1,45	-0,1894	0,00
Дальсвязь	1,23	-0,5837	0,00
Иркутскэнерго	1,19	-0,3899	0,00
Объединенные машиностроительные заводы	1,21	-0,6910	0,00
Ростелеком	1,15	-0,5142	0,00
Сибирьтелеком	1,27	-0,4574	0,00
Уралсвязьинформ	1,23	-0,5658	0,00
ЦентрТелеком	1,17	-1,0902	0,00
Южная Телекоммуникационная компания	1,17	-1,0398	0,00

В целях разработки инструментальной составляющей для анализа роста в рамках финансовых измерений стратегий на основе критерия приращения стоимости для стейкхолдеров (*STVA*) введенный выше индекс *SGI* следует дополнить индексом гармонизации интересов (*IHI*). С учетом такого дополнения целесообразно построить *матрицу устойчивости роста*, соответствующую принципам интегрирования контуров финансовых и нефинансовых стейкхолдеров компании. Данная матрица показана на рис. 4.6.



Рис. 4.6. Матрица устойчивости роста в контурах финансовых и нефинансовых стейкхолдеров

По горизонтали матрицы устойчивости роста отложены оценки индекса гармонизации интересов. Он принимает значения в интервале от -1 до $+1$. Поэтому нулевая отметка разделяет матрицу по горизонтали. По вертикали также использована нулевая отметка. Суммарный спред доходности равен нулю, если в компании достигнуто соответствие между фактической прибылью и требуемой за ее инвестиционные риски доходностью.

Устойчивый рост компании в двух контурах — финансовых и нефинансовых стейкхолдеров — соответствует квадранту Q1. Положительные значения суммы спредов доходности инвестированного капитала на протяжении анализируемого срока показывают, что прибыль, создаваемая в основной деятельности, компенсирует инвестиционные риски. Так как спред доходности оценивается за несколько периодов, то возможны ситуации, в которых во всех периодах он является положительным либо он может иметь нулевые или отрицательное значение в отдельные периоды (точка A квадранта Q1). Индекс гармонизации интересов остается положительным. Наличие положительной экономической прибыли на инвестированный капитал на протяжении нескольких периодов основано в данном случае на правильно выбранной стратегии роста, в которой не создается конфликтов намерений компании и ее

стратегических нефинансовых стейкхолдеров. Расположение компании в результате определенной стратегии роста в квадранте Q1 соответствует позитивному тренду роста ее внутренней стоимости. Квадрант Q4 показывает неприемлемую комбинацию характеристик роста в двух контурах — финансовых и нефинансовых стейкхолдеров. Сумма спредов доходности за период анализа роста, достигающая отрицательных значений, показывает отсутствие стабильности получения дохода выше требуемого за риск. Отрицательные значения индекса гармонизации интересов, вытекающие из баллов, присвоенных советом директоров в процессе оценивания роста компании, означают нарушение интересов стратегических нефинансовых стейкхолдеров. Такой рост компании не соответствует принципам создания стоимости для стейкхолдеров (*STV*), хотя и связан с приращением ее выручки от продаж.

Квадрант Q2 обобщает комбинации условий в рамках стратегии роста, при которых в контуре финансовых стейкхолдеров не создается требуемого результата (экономические прибыли на инвестированный капитал отрицательны), но в процессе роста не предполагается нарушение гармоничного состояния интересов стратегических нефинансовых стейкхолдеров компании. Точка В квадранта Q2 символизирует комбинации характеристик роста, при которых у компании отрицательные значения экономической прибыли не являются типичными для рассматриваемого периода, и сохраняется возможность вывода экономической прибыли в область положительных значений за счет стабильных взаимосвязей и отсутствия конфликта интересов с нефинансовыми стейкхолдерами. Напротив, комбинации характеристик роста, отвечающие параметрам квадранта Q3, показывают неустойчивость роста. Для него свойственны подходы, ведущие к разрушению интересов нефинансовых стейкхолдеров.

Подытожим анализ инструментов оценки устойчивости роста компании. В соответствии с финансовой кривой ЖЦО и принципами финансовой модели анализа компании далеко не всякая стратегия расширения, приводящая к росту, видимому через *традиционные* измерители, становится качественным ростом в системе координат стоимости для всех стейкхолдеров. Рост компании должен быть оценен через показатели, отражающие создание стоимости для финансовых, так же, как и для нефинансовых стейкхолдеров компании. Система

матриц качества и устойчивости роста дополняет инструментальную составляющую финансовых измерений корпоративных стратегий.

Для оценки устойчивости роста необходимо рассматривать не только базовую матрицу, построенную на сквозных данных за весь период наблюдения, но и изменения в траектории перемещений на годовой основе. Оценка перемещений выявляет не только результирующее направление движения, но и противоречия роста. Рост, понимаемый в ракурсе роста бухгалтерской прибыли, может превратиться в ловушку для компании. Рост, сосредоточенный на эксплуатации активов «как есть» или действующих активов, существенно примитивнее того, что требуется по критерию экономической прибыли. Рассмотренный в координатах стоимости компании, рост тем не менее может оказаться «близоруким», без выраженного видимого долгосрочного горизонта.

На основе принципов интегрирования контуров финансовых и нефинансовых стейкхолдеров необходимо выполнение нескольких условий для достижения устойчивости роста:

- последовательное движение к сбалансированному типу роста в рамках классификации, отраженной в базовой матрице и матрице на основе экономической прибыли;
- создание оптимального соотношения вклада возможностей роста (*VFGO*) и стоимости, создаваемой текущими операциями (*COV*), отвечающего этапу ЖЦО;
- выстраивание баланса между краткосрочными и долгосрочными факторами, обеспечивающими возможности роста (*VFGO*) для выхода из зигзагов роста в тип с более высоким качеством роста;
- недопущение конфликта стратегических намерений нефинансовых стейкхолдеров, встроенных в стратегию роста.

Комплексный показатель для анализа и оценки устойчивости роста компании в форме индекса устойчивости роста (*sustainable growth index, SGI*) дает возможность учесть долгосрочный горизонт, потенциальную возможность выравнивания спреда доходности инвестированного капитала, а также преобладающую тенденцию в спреде доходности. Комбинация индекса гармонизации интересов (*IHI*) и индекса *SGI* обладает большим потенциалом для прикладного применения в разработке стратегического видения для компании и выборе стратегических альтернатив.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

ЛИТЕРАТУРА

Основная

Адизес И.К. Управление жизненным циклом корпорации. СПб.: Питер, 2007.

Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. 2006. № 11. С. 52—55.

Ивашковская И.В. Система стоимостных координат // Секрет фирмы. 2003. № 6. С. 50—54.

Ивашковская И.В. Стратегический мониторинг создания стоимости для всех стейкхолдеров компании // Вестник Финансовой академии. 2008. № 3. С. 69—85.

Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С.113—132.

Ивашковская И.В. Управляемая стоимость // Секрет фирмы. 2003. № 4. С. 48—52.

Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий: стейкхолдерский подход. М.: ИНФРА-М, 2008. Гл. 6. С. 138—160.

Дополнительная

- Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб.: Изд. дом С.-Петербург. гос. ун-та, 2006.
- Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий // Аудит и финансовый анализ. 2007. № 5. С. 150—163.
- Ивашковская И.В., Запорожский А.И. Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью: возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств // Аудит и финансовый анализ. 2007. № 6. С. 211—223.
- Ивашковская И.В., Запорожский А.И. Оценка деятельности: новый взгляд // Управление компанией. 2006. № 3. С. 56—61.
- Ивашковская И.В., Пирогов Н.К. Финансовый анализ качества роста российских компаний // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 6. С. 194—201.
- Пирогов Н.К., Саломыкова О.А. Анализ опционов роста компаний на растущих рынках капитала // Корпоративные финансы. Электронный журнал. 2007. № 2. С. 32—42. URL: <http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/09/25/0000312759> (дата обращения: 25.06.2009 г.).
- Berry C.H. Corporate Growth and Diversification // Journal of Law & Economics. 1971. Vol. 14. No. 2. P. 371—384.
- Black E.L. Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-relevance of Earnings and Cash Flow Measurers // Journal of Financial Statement Analysis. Fall 1998. Vol. 4. No. 1. P. 40—56.
- Damodaran A. Corporate Finance. Theory and Practice. 2nd ed. John Wiley & Sons, 2001.
- Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd ed. John Wiley & Sons, 2002.
- Danbolt J., Hirst I., Jones E. Measuring Growth Opportunities // Applied Financial Economics. 2002. Vol. 12. No. 3. P. 203—212.
- Dunne P., Hughes A. Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s // Journal of Industrial Economics. 1994. Vol. 42. No. 2. P. 115—140.
- Evans D.S. The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries // Journal of Industrial Economics. 1987. Vol. 35. No. 4. P. 567—581.
- Geroski P., Gugler K. Corporate Growth Convergence in Europe // Oxford Economic Papers. 2004. Vol. 56. No. 4. P. 597—620.
- Geroski P.A., Machin S.J., Walters C.F. Corporate Growth and Profitability //

- Journal of Industrial Economics. 1997. Vol. 45. No. 2. P. 171—189.
- Hall B.H. The Relationship between Firm Size and Firm Growth in the U.S. Manufacturing Sector // Journal of Industrial Economics. 1987. Vol. 35. No. 4. P. 583—606.
- Hiltrud L., Ringbeck J., Schulte-Bockum J. Managing Expectations for Value // The McKinsey Quarterly. 2000. No. 4. P. 12—14.
- Jovanovic B. Selection and the Evolution of Industry // Econometrica. 1982. Vol. 50. No. 3. P. 649—670.
- Kracaw W. A., Lewellen W. G., Woo C.Y. Corporate Growth, Corporate Strategy, and the Choice of Capital Structure // Managerial and Decision Economics. 1992. Vol. 13. No. 6. P. 515—526.
- McEachern W.A. Corporate Control and Growth: An Alternative Approach // Journal of Industrial Economics. 1978. Vol. 26. No. 3. P. 257—266.
- Myers S.C., Turnbull S. Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News // Journal of Finance. 1987. Vol. 32. No. 2. P. 321—332.
- Olsen E., Plaschke F., Stelter D. Avoiding Cash Trap. The Challenges of Value Creation when Profits Are High: The 2007 Value Creators Report. The Boston Consulting Group, Inc., 2007.
- Singh A., Whittington G. The Size and Growth of Firms // Review of Economic Studies. 1975. Vol. 42. No. 1. P. 15—26.
- Stuart T.E. Interorganizational Alliances and the Performance of Firms: A Study of Growth and Innovation Rates in a High-Technology Industry // Strategic Management Journal. 2000. Vol. 21. No. 8. P. 791—811.
- The Value Growers. Achieving Competitive Advantage through Long-term Growth and Profits / McGrath J., Kroeger F., Traem M., Rockenhaeuser J. McGraw-Hill, 2001.