

**В.М. Пурлик**

**ВЗАИМОСВЯЗЬ ИНВЕСТИЦИОННОЙ  
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ С ФИНАНСОВЫМ  
СОСТОЯНИЕМ И ПОТЕНЦИАЛОМ  
РОСТА КОМПАНИИ**

Инвестиционная привлекательность является важнейшей характеристикой объекта инвестирования, отражающей способность последнего создавать ценность в долгосрочном периоде в результате осуществления инвестиций. Компания, способная создавать большую ценность, является и более инвестиционно привлекательной.

Следует заметить, что объектом оценки инвестиционной привлекательности (в качестве объекта инвестирования) может выступать отдельный проект, компания в целом, отрасль (рынок), город, регион, страна. В качестве объекта оценки инвестиционной привлекательности может также рассматриваться отдельный продукт или сегмент рынка. Компания в свою очередь может рассматриваться как портфель инвестиционных проектов, а продукт — (например, вывод его на конкретный рынок) как отдельный инвестиционный проект. И есть, несомненно, отличие в факторах, определяющих инвестиционную привлекательность каждого из этих объектов. Основное внимание в данной статье будет уделено такому объекту инвестирования, как компания, под инвестиционной привлекательностью которой (с точки зрения потенциального инвестора) понимается (как уже подчеркивалось выше) ее способность создавать ценность, соответствующую притязаниям инвестора.

Ценность компании в любой момент времени может быть определена на основе текущих (дисконтированных) денежных поступлений (свободных денежных потоков), которые она предполагает получить в будущем. Свободные денежные потоки являются формой выражения денежных выгод инвестора. Причем ценность создается лишь в том случае, если рентабельность инвестированного капитала превышает затраты на его привлечение. Стоимость является денежным эквивалентом созданной

---

*Пурлик Вячеслав Михайлович* — кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории факультета государственного управления МГУ им. М.В. Ломоносова.

компанией ценности. Один и тот же объект инвестирования для разных потенциальных инвесторов может иметь различную ценность (стоимость). А значит, и различную инвестиционную привлекательность. Это объясняется а) разными возможностями; б) разными требованиями к доходности. Компания может создать ценность за период (подтвержденную ростом экономической добавленной ценности), но рынок может это не оценить и наоборот. В первом случае рыночная капитализация компании будет занижена, во втором — завышена.

Ценность компании для конкретного инвестора (в рамках стоимостной модели) может быть выражена как в абсолютном выражении (экономическая добавленная стоимость — EVA, денежная добавленная стоимость — CVA, добавленная стоимость акционерного капитала — SVA, экономическая прибыль — RI), так и в относительном выражении (спред доходности — *spread*, рентабельность инвестиций по денежному потоку — CFROI). Эти финансовые показатели для выражения результатов привязаны к инвестиционной стоимости капитала.

Следует заметить, что финансовое состояние является главным фактором оценки инвестиционной привлекательности компании в традиционном финансовом анализе. Различные типы прямых (долевых) инвесторов (стратегические инвесторы, портфельные инвесторы) используют разные способы (или их комбинации) для извлечения дохода в будущем. Анализ инвестиционной привлекательности необходим в первую очередь тем компаниям, которые нуждаются в дополнительных источниках финансирования, продают бизнес или отдельный пакет акций и хотят знать его реальную оценку.

Необходимо стремиться к тому, чтобы компания была инвестиционно привлекательной для всех заинтересованных сторон (финансовых и нефинансовых инвесторов). Это позволит добиться роста стоимости компании в долгосрочной перспективе.

К сожалению, различные группы заинтересованных лиц (акционеры, кредиторы, менеджеры, сотрудники, основные контрагенты и пр.) по-разному оценивают эффективность работы компании. Цели и способы достижения целей у всех заинтересованных сторон также сильно отличаются друг от друга. Каждая из заинтересованных сторон для достижения собственных целей применяет свои стратегии, которые противоречат интересам других участников.

Целью оценки инвестиционной привлекательности компании с позиции потенциального инвестора является определение целесообразности инвестиций в ее развитие. Формой

выражения ценности компании для конкретного инвестора является ее инвестиционная стоимость.

Компания (нуждающаяся во внешних инвестициях) должна сформулировать инвестиционное предложение потенциальному инвестору, в котором последний должен найти ответы на следующие вопросы:

- каковы конкурентные преимущества компании и каким образом они могут быть реализованы для получения рентабельности инвестированного капитала, превышающей затраты на привлечение капитала;
- какова потенциальная емкость рынка и каковы возможности роста компании на данном рынке;
- какова квалификация управляющей команды и какой опыт работы в данной отрасли она имеет;
- какова потребность в капитале, условия его привлечения и стратегия выхода из проекта.

Инвестор, осуществив экспертизу инвестиционного предложения, делает соответствующее заключение о его инвестиционной привлекательности.

Можно выделить два подхода к оценке инвестиционной привлекательности компании (в рамках каждого из подходов разные пользователи применяют различные методики):

1) подход на основе традиционного финансового анализа, базирующийся на принципах бухгалтерского учета, на основе бухгалтерской модели.

2) подход на основе стоимостной модели финансового анализа, базирующийся на принципах корпоративных финансов.

Сравнительный анализ бухгалтерской и стоимостной (финансовой) моделей выявил значительные различия между ними в учете издержек, в оценке финансового результата, в интерпретации денежного потока, в трактовке долгосрочных целей.

Есть определенные особенности в оценке инвестиционной привлекательности крупных компаний. Рейтинг инвестиционной привлекательности (кредитный рейтинг, рейтинг корпоративного управления и другие виды рейтингов) крупным компаниям обычно присваивают ведущие рейтинговые агентства, такие как Standard & Poor's, Moody's Investors Service или Fitch Ratings, при наличии достаточной информации, на основе прозрачной методологии и с учетом рисков бизнеса.

В связи с тем что стоимость является денежным эквивалентом ценности, необходимо иметь представление о стандартизированных показателях оценки бизнеса и формах выражения ценности для заинтересованных лиц.

В качестве основных стандартизированных показателей стоимости бизнеса чаще всего выделяют следующие:

- обоснованную рыночную стоимость;
- инвестиционную стоимость;
- внутреннюю (фундаментальную) стоимость.

Наиболее часто используемой денежной характеристикой стоимости бизнеса является обоснованная рыночная стоимость, или просто рыночная, или справедливая стоимость. Обоснованная рыночная стоимость (fair market value) — это наиболее вероятная цена, выраженная в деньгах или их эквивалентах, при которой собственность полностью или частично может перейти из рук продавца в руки покупателя. При этом должны соблюдаться определенные условия. В частности, если обе стороны:

- 1) имеют взаимное желание купить или продать;
- 2) достаточно информированы, для того чтобы сделать обоснованный выбор;
- 3) не подвергаются какому бы то ни было принуждению к покупке или продаже.

Необходимо также иметь в виду, что на основе капитализации котировок акций того или иного ОАО нельзя в полной мере судить о ценности (обоснованной рыночной стоимости) таких компаний. Это связано с тем, что котируемые акции представляют всего лишь небольшую часть акционерного капитала. Поэтому при поглощении компании необходимо определить стоимость всей совокупности акций. Это необходимо сделать по той причине, что стоимость одной акции в миноритарном пакете значительно ниже, чем в контрольном пакете.

Инвестиционная стоимость — это расчетная оценка выгод, которые может получить конкретный инвестор от вложения денег в данную компанию. Отличие инвестиционной стоимости от обоснованной рыночной стоимости состоит в представлении инвестора о доходности инвестиций и риске их осуществления. Представления конкретного инвестора о доходности могут значительно отличаться от среднерыночных оценок в ту или иную сторону.

Внутренняя, или фундаментальная, стоимость (intrinsic, fundamental value) — это расчетная оценка выгод, которые может получить обобщенный (обезличенный) инвестор от вложения денег в данную компанию. Оценка внутренней стоимости бизнеса, как правило, осуществляется аналитиком по компаниям, акции которых котируются на бирже. Внутренняя стои-

мость бизнеса рассматривается как оценка возможного изменения доходности акций и их стоимости в зависимости от перспектив развития компании. Эти перспективы определяются наиболее важными (фундаментальными, отсюда и другое название внутренней стоимости — фундаментальная стоимость) факторами, которые будут оказывать воздействие на стоимость компании в ближайшей перспективе. В связи с тем что расчет внутренней стоимости базируется на оценке имеющихся факторов, инвестор называет эту стоимость также «истинной», или «реальной». Она (внутренняя стоимость) может стать рыночной стоимостью, когда к такому же заключению придут и другие инвесторы.

Необходимо также заметить, что рыночная оценка собственного капитала может быть как биржевой оценкой, так и расчетной. Рыночная капитализация как понятие отражает биржевую оценку обыкновенных акций (наблюдаемую на финансовом рынке оценку компании рыночными инвесторами). Рыночная оценка собственного капитала (истинная оценка, фундаментальная оценка, внутренняя оценка, акционерная стоимость компании) представляет собой расчетную оценку инвестиционной ценности собственного капитала. Определяется с учетом требований инвесторов к доходности и наличия у них инвестиционных альтернатив.

Степень приближения рыночной капитализации к фундаментальной оценке собственного капитала зависит от эффективности рынка. Чем эффективнее рынок, тем меньше амплитуда отклонений котировок акций от расчетной фундаментальной оценки. Но в реальном мире на цену акций влияет слишком много факторов несовершенных рынков (асимметричность информации, рыночные ограничения доступа на биржу, ложные информационные сигналы со стороны менеджеров компании, эффект «толпы» и т.д.), определяющих соотношение между рыночной капитализацией и фундаментальной оценкой собственного капитала.

В числе основных факторов, предопределяющих инвестиционную привлекательность компании, чаще всего называются следующие: финансовое состояние, потенциал роста, качество корпоративного управления, макроэкономическая среда бизнеса и некоторые другие. В данной статье основное внимание уделено выявлению взаимосвязи инвестиционной привлекательности компании с ее финансовым состоянием и потенциалом роста.

## **Финансовое состояние**

Большинство публикаций, анализируя проблему инвестиционной привлекательности предприятия, акцентируют свое внимание на анализе его финансового состояния, проводимого на основе форм финансовой отчетности. Финансовое состояние рассматривается как важнейший фактор оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Чем более прочное финансовое положение (состояние) имеет компания, тем выше ее инвестиционная привлекательность. Оценка финансового состояния компании осуществляется на основе показателей, характеризующих текущую платежеспособность, финансовую устойчивость, прибыльность и рентабельность. Иными словами, существующая оценка инвестиционной привлекательности компании в рамках традиционного финансового анализа продолжает базироваться в основном на расчете стандартных показателей текущей эффективности, включая коэффициенты оценки доходности в акции. Перечисленные выше показатели сформировались еще в индустриальную эпоху, когда главным конкурентным преимуществом организации являлись технологии, заключенные в материальных активах, и эффект от масштабов производства.

И еще. Финансовые показатели рассчитываются за определенный период времени или на определенную дату. Например, прибыль за год, коэффициент текущей ликвидности на конец года, инвестированный капитал на начало года или среднегодовой инвестированный капитал. В связи с этим существует расхожее утверждение, что финансовые показатели отражают результаты, которых предприятие достигло в прошлом. Наверное, более точным (и более практически значимым) является утверждение, что финансовые показатели являются результатом реализации тех решений (стратегий), которые компания приняла в прошлом. Иными словами, финансовые показатели отражают результат реализации маркетинговых, инвестиционных, финансовых и логистических стратегий, стратегий управления человеческими ресурсами и прочих. Возможно, принятые в прошлом стратегии могут оказаться эффективными и сегодня. Но быстрое изменение внешней среды может привести к тому, что принятые в прошлом стратегии не будут отвечать требованиям сегодняшнего дня (а тем более будущего) и нуждаются в серьезной корректировке.

Таким образом, отдельные финансовые показатели (в какой бы форме они не выражались — прибыль, продажи, рыночная капитализация, экономическая добавленная стоимость и т.д.) могут рассматриваться с двух сторон:

- во-первых, как текущие финансовые результаты реализации стратегий, принятых компанией в прошлом;
- во-вторых — как стратегические цели, которые компания должна достичь в будущем.

Перевод компании из того состояния, в котором она находится сегодня (главные измерители — финансовые показатели), в то, которого она хочет достичь в будущем (главные измерители опять же финансовые показатели), возможно только при реализации соответствующих стратегий. Эти стратегии (принятые на корпоративном уровне) трансформируются в цели на уровне соответствующих подразделений. Если осуществляется корректировка стратегий на корпоративном уровне, необходимо корректировать и цели на уровне соответствующих подразделений. Причем цели на уровне конкретных подразделений возможно достичь только при выполнении соответствующих действий.

Уровень обобщения информации повышается с возрастанием уровня управления. Чем выше уровень управления, тем большее предпочтение должно отдаваться финансовым (отсроченным) показателям. На более низких уровнях иерархии должны получать предпочтение нефинансовые (опережающие) индикаторы. А они в основном маркетинговые. Компания создает новые бренды, привлекает новых клиентов, оптимизирует каналы распределения, выходит на новые рынки, выводит на рынки новые товары и т.д. Эти и другие маркетинговые ходы компания предпринимает с целью достижения соответствующих финансовых показателей. Должны существовать причинно-следственные связи между опережающими и отсроченными индикаторами. Отсроченные индикаторы должны выступать в качестве целей в рамках принятой стратегии. Но их достижение возможно только при достижении опережающих индикаторов. Поэтому в современных условиях можно обнаружить следующие основные направления в совершенствовании оценки эффективности функционирования (результатов деятельности) компании: 1) развитие сбалансированной системы показателей эффективности (ССП); 2) освоение моделей и методов управления ценностью фирмы. В связи с этим все большее распространение для оценки эффективности функционирования компаний и в качестве базы для построения системы поощрения менеджеров приобретают индикаторы измерения ценности.

ССП должна включать как финансовые, так и нефинансовые индикаторы, выявлять причинно-следственные связи, существующие между ними, и показывать, как создается цен-



ность. Причем набор показателей, которые должны войти в ССП, определяется принятой стратегией предприятия. Именно по этой причине ССП и рассматривается как инструмент реализации стратегии предприятия. Но существуют и трудности с применением ССП. В ССП отсутствует подчиненность в показателях. Становится непонятным, какому индикатору необходимо отдавать предпочтение в распределении ресурсов при неудовлетворительном состоянии нескольких из них. В частности, если сотрудники требуют повышения заработной платы и затрат на обучение, потребители — снижения цены и повышения качества обслуживания, а инвесторы — роста цены акций и увеличения дивидендов, то при отсутствии механизма разрешения противоречий проблема становится неразрешимой.

Можно перечислить ситуации, при которых ССП компании не нужна: небольшой масштаб бизнеса, слабость финансового и управленческого учета, стратегическая неопределенность, кризисная ситуация, недостаточное доверие между уровнями управления, ограниченность доступа к информации всем заинтересованным лицам и прочие.

Несомненно, необходимо осуществить подбор в ССП таких индикаторов, между которыми прослеживалась бы достаточно прочная взаимосвязь и взаимообусловленность.

Следует заметить, что менеджмент, основанный на ценности, и ССП совместимы. В финансовой составляющей ССП именно индикаторы измерения ценности (TSR, EVA, SVA, CVA, CFROI, EV<sup>+</sup>) являются главными финансовыми показателями, так как именно они показывают, создает или уничтожает компания ценность. Главная задача внедрения ССП — создание ценности для владельцев как финансового, так и нефинансового капитала.

Достоверная оценка компании возможна, если в ней налажен управленческий учет. Компания не может считаться инвестиционно привлекательной, если ее менеджмент не располагает оперативной и качественной информацией о ее деятельности.

Нынешняя бухгалтерская отчетность, на основании которой оценивается финансовое состояние компании, непригодна для оценки ее фактической стоимости. Потенциальным и реальным инвесторам необходима финансовая отчетность, на основании которой они могли бы оценить усилия менеджмента в достижении главной цели — увеличении ценности фирмы. Анализ финансовых решений на уровне российских компаний должен осуществляться на основе концепций корпоративных финансов.



Вместе с тем достаточно жесткое противопоставление стоимостных показателей (в частности, экономической прибыли) показателю бухгалтерской прибыли вряд ли правомерно. Все дело в том, что расчет этих показателей базируется на различных методологических предпосылках, и при этом используется различный набор допущений. Отсюда и функции, выполняемые этими показателями, существенно разнятся. Для того чтобы подогнать, например, EVA под экономическую основу денежного потока, необходимо осуществить большое количество поправок. Но в качестве основы расчета EVA все же является бухгалтерская отчетность. Причем степень субъективизма при расчете EVA значительно выше, чем при расчете бухгалтерской прибыли. Поэтому несмотря на критику нынешней бухгалтерской отчетности, именно официальные финансовые отчеты компаний, подтвержденные независимыми аудиторами, остаются до сих пор единственным доступным массовому инвестору источником информации, которая может быть им интерпретирована с применением опять же стандартных методик. Главными достоинствами финансовой отчетности, с точки зрения массового инвестора и кредитора, как раз и являются ее консерватизм и следование стандартам.

Чем достовернее финансовая отчетность будет отражать операционную деятельность и финансовое положение компании, тем точнее будут выводы рынков о стоимости компании и результативнее действия менеджеров. Составление компаниями отчетности в соответствии с МСФО (и дальнейшее совершенствование стандартов финансовой отчетности) повышает обоснованность принятия инвестиционных и финансовых решений и делает рынки более прозрачными и эффективными.

Развитие конкретной компании, с позиции современной финансовой аналитики, следует оценивать в системе ключевых финансовых координат, которые свойственны ей на протяжении ее жизненного цикла: ликвидности, инвестиционного риска и стоимости. Ликвидность капитала для собственников является первым финансовым измерением качества капитала, вложенного ими в компанию, что находит соответствующее отражение в потоке свободных денежных средств, генерируемых бизнесом для его владельцев. Причем акцент в стоимостной модели делается как раз на выявлении возможностей компании обеспечить превышение притока денежных средств над оттоками как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде, в отличие от традиционного финансового анализа, в котором основное внимание уделяется показателям прибыли, а не показателям денежного потока. Именно положительная величина

и позитивная динамика денежных средств для собственника свидетельствуют об устойчивости бизнеса. Это может быть как результатом упрочения рыночных позиций компании, так и более эффективного использования заемных средств. Отрицательные значения денежного потока для собственника образуются чаще всего в результате снижения денежного потока от операционной деятельности, значительных инвестиций в развитие бизнеса и выплаты долга. Таким образом, способность компании создавать положительные потоки денежных средств для собственников является важнейшей характеристикой качества капитала, вложенного в компанию, показателем ликвидности фирмы и ее инвестиционной привлекательности.

### **Потенциал роста**

Говорить об инвестиционной привлекательности предприятия необходимо с позиций будущего, а не с позиций прошлого. Анализ финансового состояния дает нам лишь информацию о прошлом (точнее о результатах реализации прошлых стратегий, как мы уже подчеркивали выше), а этого недостаточно. Никакие впечатляющие показатели прошлого не могут сделать предприятие инвестиционно привлекательным, если у него отсутствует потенциал роста. Чем выше потенциал роста ценности компании, тем выше и ее инвестиционная привлекательность.

Говоря о потенциале роста, мы говорим об оценке возможностей роста и возможных инструментах, способных его обеспечить. В конечном итоге это означает, что мы говорим о возможностях и способах достижения целей компании. Говоря о росте, мы говорим о темпах движения компании к намеченным целям. Не следует смешивать понятия «рост» и «развитие». Дело в том, что рост может происходить вместе с развитием компании, а может и при его отсутствии. Развитие тоже может происходить при отсутствии роста. Рост — это, строго говоря, увеличение масштабов деятельности компании. В частности: увеличение объемов продаж, доли рынка, численности работников, прибыли, капитализации и т.д. Развитие — это процесс роста компетенций компании, т.е. ее умений, навыков, уникальных способностей. Развитие может выражаться в структурных преобразованиях и не вести непосредственно к росту. В развитии закладываются предпосылки для роста. Возможности и ограничения роста компании находятся за ее пределами, т.е. определяются в основном внешними факторами. Внешние факторы — размеры рынка, уровень конкурен-

ции, темпы роста рынка, прибыльность рынка, количество покупателей и их финансовые возможности и т.д. Главные ограничения развития находятся внутри компании. Несомненно, что внутренние факторы также оказывают влияние на скорость роста компании. Внутренние факторы — это уровень квалификации персонала, эффективность бизнес-процессов, оптимальность структуры и т.д.

Раскрытие сути роста (что понимается под ростом) компании и задание параметров роста происходят в процессе стратегического планирования, когда формулируются долгосрочные цели фирмы и стратегия их достижения. В этом смысле стратегия представляет собой стратегический корпоративный план перевода (можно сказать, роста) компании из того состояния, в котором она находится, в желаемое для нее состояние. Этот план базируется на анализе текущей ситуации и целом ряде предположений в отношении будущего развития ситуации, которые принимают форму прогнозов бизнес-среды и промежуточных достижений компании. Процесс перевода компании из нынешнего в желаемое состояние является одной из наиболее сложных управленческих задач, стоящих перед менеджментом. Стратегический план — это своего рода «дорожная карта» движения компании к намеченным целям.

Нельзя забывать, что и эффективность реализации стратегии оценивается в зависимости от степени достижения целей, что находит отражение в соответствующих показателях. Например, повышение капитализации — один из критериев эффективности реализации стратегии. В качестве других показателей, оценивающих успешность реализации стратегии, являются увеличение прибыли, расширение клиентской базы, рост продаж, повышение отдачи на рубль инвестированного капитала, улучшение финансового состояния компании и т.д. Несомненно, между отдельными показателями может существовать (существует) причинно-следственная связь.

Таким образом, в качестве основных форм выражения роста компании могут выступать: повышение ценности компании, рост продаж, увеличение доли рынка, рост прибыли, увеличение свободного денежного потока и т.д.

Рост — это и этап жизненного цикла компании. Эффективность функционирования той или иной компании (степень реализации потенциала роста) зависит также и от того, насколько руководство фирмы и ее работники понимают и учитывают при принятии решений жизненный цикл компании и стадию, на которой она в данный момент находится. Чем в большей степени деятельность компании и методы управления

ею соответствуют стадии жизненного цикла, тем успешнее работает компания. Это связано с тем, что на каждом этапе (стадии) жизненного цикла факторы, предопределяющие успех, значительно различаются. Переход от одной стадии к другой, протекающий с определенной последовательностью, сопровождается качественным изменением состояния компании. Чем точнее будут выявлены время и причины (т.е. является ли это реакцией на изменения внешней среды или это плановые преобразования) перехода конкретной компании от одной стадии к другой, тем своевременнее и действеннее будут меры, предпринятые компанией. Анализ жизненного цикла компании может показать и необходимость корректировки первоначальных целей и действий.

Необходимо подчеркнуть, что эффективность функционирования компании (степень реализации потенциала роста) зависит не только от понимания ею своей стадии жизненного цикла, но и стадии жизненного цикла отрасли (как уже подчеркивалось выше). На каждом отрезке жизненного цикла отрасли компания должна выбирать стратегию, соответствующую состоянию внешней среды, т.е. позволяющую ей адаптироваться к изменениям в окружении.

Следует иметь в виду, что на выбор компанией доступных в данном окружении стратегий накладываются ограничения со стороны ее прошлых стратегий (системы управления бизнесом, сформировавшейся для реализации предыдущих стратегий, бизнес-ресурсов, накопленных для реализации прошлых стратегий, организационной культуры). Компания, стремящаяся к успеху на всех этапах жизни отрасли, должна переключаться с одного типа стратегии на другой, для того чтобы лучше адаптироваться к изменениям окружающей среды. Существует большое количество методов и инструментов, которые используются при выработке стратегии. Но, принимая во внимание сложность проблемы, следует подчеркнуть, что основным критерием оценки различных идей и предложений все же остается здравый смысл (хотя и не всегда). Именно здравый смысл позволяет увидеть и оценить проблему в целом и не ограничиваться при ее решении использованием одного или нескольких аналитических инструментов.

Следует заметить, что приоритеты роста и развития компании формулируют ее собственники. От приоритетов собственников «отталкиваются» при разработке стратегии. Топ-менеджмент компании с учетом видения и приоритетов собственников формулирует собственное видение роста и развития компании и определяет качественные и количественные цели.

Он же несет и ответственность за успешность реализации стратегии.

На начальной стадии развития компании главная задача собственника — обеспечить безубыточность бизнеса и необходимость создания стратегии его пока мало беспокоит. Затем он сосредотачивает внимание на вопросах управления операциями компании, для того чтобы обеспечить контроль над все возрастающими денежными потоками. Далее по мере роста бизнеса собственника все больше начинают занимать проблемы стратегического характера. Он все больше концентрируется на вопросах позиционирования компании и создания устойчивых конкурентных преимуществ. И наконец, он фокусируется на ценности и ликвидности бизнеса. Чем выше потенциал роста бизнеса (в первую очередь роста ценности бизнеса), тем более он привлекателен для инвесторов и тем соответственно легче доступ к капиталу (доступ к капиталу является одним из важнейших конкурентных преимуществ компании). Вот почему стратегической целью компании является увеличение ее ценности как формы выражения инвестиционной привлекательности. В корпоративной стратегии компании должно содержаться представление о том, как компания намерена создавать ценность.

В процессе функционирования компании меняются как ее цели, так и направленность развития бизнеса. Это обусловливается изменением жизненного цикла компании, внешней среды, рыночных тенденций и некоторых других факторов, что не может не затрагивать интересы различных заинтересованных групп. Причем каждая из этих групп влияния имеет свои собственные интересы, которые определяют их поведение, и каждая из них пытается оказать влияние на организацию, чтобы скорректировать ее поведение в соответствии со своими интересами.

Несомненно, у инвестиционно привлекательной компании должно быть наличие стратегии, показывающей, в каком направлении движется компания, с помощью каких средств она собирается достичь цели и где в конечном итоге она намерена оказаться. Маркетинговое исследование, проведенное независимыми экспертами, подтверждающее устойчивость позиции компании в настоящий момент и возможность ее упрочения в будущем, значительно повышает в глазах инвестора привлекательность данной компании.

Стоимость является стратегической целью развития бизнеса. Важно только понять, в каких случаях целью компании является рост ценности для владельцев финансового капитала, а в каких — рост ценности для владельцев финансового и нефинансового капитала. Акционерная модель финансового

анализа в качестве главной цели компании рассматривает капитализацию фирмы, стейкхолдерская модель финансового анализа — максимизацию стоимости компании.

Стоимостная модель финансового анализа ориентирована на создание ценности. Но выбор конкретного направления стоимостной модели (целевого критерия в стоимостной модели финансового анализа) зависит от стратегии роста компании. И чем большую роль в достижении цели играют владельцы нефинансового капитала, тем в большей степени компания должна ориентироваться на максимизацию стейкхолдерской стоимости. Особенно это важно в современной экономике. Основу современной экономики составляют отрасли, производящие продукцию с очень высоким удельным весом человеческого интеллекта. Преимущественно умственный характер труда коренным образом изменил положение современного работника. Жизнь каждого отдельного человека в современном обществе во все большей мере определяется наличием или отсутствием соответствующих компетенций. Инвестиции в знания способствуют созданию компетенций, позволяющих одним людям быть отличными от других и получать надежный и высокий доход. Видимо, прав был Марк Аврелий: «Каждый стоит столько, сколько стоит то, о чем он хлопочет».

По мере перехода к экономике знаний, компании стараются все больше и больше накапливать так называемые формализованные знания и активно их использовать. Именно производство знаний является источником роста экономики. Темпы роста технологических компаний со значительной долей знаний в стоимости продукции выше, чем практически у всех остальных. Большая часть добавленной стоимости в большинстве бизнесов создается сегодня благодаря коммерциализации знаний и других нематериальных активов. Это означает, что привлечение и удержание талантов, способных создавать знания и превращать их в продукт, становится важнейшей стратегической задачей для компаний, стремящихся стать лидерами рынка. Формируется новый тип компании в постиндустриальном обществе, основанный на партнерстве творческих личностей, получивший название «креативная корпорация», целью которой является разработка и организация производства качественно новых наукоемких товаров и услуг. Именно креативная корпорация в большей мере, чем любая иная, воплощает в себе тип организации, который наиболее адекватно отвечает потребностям развития интеллектуального капитала. Именно такие корпоративные структуры являются сегодня наиболее конкурентоспособными на мировых рынках. Несомненно, Рос-

сии для усиления своих конкурентных позиций на мировых рынках сбыта необходимо дальнейшее формирование крупных интегрированных корпоративных организаций, концентрирующих у себя значительный капитал. Крупные корпорации постепенно превращаются в центры современного менеджмента, в которые стремятся попасть лучшие специалисты, выпускники самых престижных вузов и ведущих бизнес-школ. В то же время необходимо и очень быстрое формирование креативных малых компаний, занимающихся разработкой наукоемкой продукции и использующих инновационный стиль управления.

Инновационная деятельность является частью экономики знаний. В условиях современной экономики именно управление инновационной деятельностью приобретает решающее значение. Одним из наиболее серьезных последствий революционного прорыва в сфере информационных и коммуникационных технологий явилось изменение соотношения сил на корпоративной арене. Именно благодаря новым технологиям у небольших фирм появилась возможность составить конкуренцию крупным компаниям. Традиционные способы ведения конкурентной борьбы сегодня уже не могут обеспечить требуемый результат. Компания должна быть способна выйти за рамки обычной конкуренции, создать новые правила игры и заставить конкурентов играть по ним.

Технологические изменения приводят к тому, что появляются возможности стратегического «нарушения границ». Причем это обычно происходит либо в результате изобретения новых методов работы и иных новаций в уже существующем бизнесе, либо в результате создания сравнительно или совершенно новой отрасли, либо в результате установления де-факто новых отраслевых стандартов.

Инновационный подход все больше и больше находит отражение и в экономической литературе. И с этим следует согласиться. Никто, конечно, не будет спорить с тем, что хорошо бы открыть принципиально новое направление в бизнесе и сделать большие деньги. Проблема в другом. Большинство компаний работают на уже сложившихся рынках. Эти рынки уже поделены, и в каждом секторе рынка насчитывается ограниченное количество лидеров. Рынки стремятся к олигополии. У каждого из этих лидеров рынка есть свои реальные клиенты, которых они просто так не уступят. В этой ситуации задача компании (нацеленной на рост) — организовать свою работу таким образом, чтобы опережать определенного конкурента (конкурентов) по основным параметрам. Компания должна и выглядеть лучше в глазах потребителя относительно



конкурента, выбранного в качестве мишени. То есть для компании важен не абсолютный, а относительный рост. Это позволит «перехватить» клиентов конкурента. На сложившихся рынках рост, например продаж компании, возможен за счет роста самого рынка и «перехвата» клиентов конкурента. Для этого необходимо изучать деятельность конкурента. Сколько, где и кому продает конкурент? Какова ценовая политика конкурента? Каковы каналы распределения продукции конкурента? Какова рентабельность продаж? Каков средний объем продаж на одного продавца? Какова квалификация продавцов? Как осуществляется подбор кадров? Сколько стоит собственный бизнес и бизнес конкурента?

Рост продаж существующих товаров на существующих рынках возможен (при прочих равных предпосылках), если выполняется хотя бы одно из следующих условий: существующие клиенты платят более высокую цену за приобретаемый продукт (дифференциация продукта); существующие клиенты покупают больший объем конкретного продукта (благодаря брендам и промоакциям); существующие клиенты покупают больше разных продуктов; клиентов приходит в компанию больше, чем из нее уходит.

Но компании нужен не любой рост продаж, а экономически прибыльный. Исследования показывают, что у лидеров отрасли по капитализации темпы роста продаж и рентабельность продаж выше, чем в среднем по отрасли. Прибыльный рост компании возможен за счет следующего перечня действий: повышения уровня удержания потребителей (лояльности потребителей) и доли компании в их расходах; привлечения новых потребителей; разработки новых товаров и услуг; входа на новые рынки; новых каналов распределения; международного роста; поглощений и альянсов; роста за пределы границ отрасли. Прибыльный рост компании возможен также за счет рационализации деятельности компании: сокращения постоянных и переменных затрат; сокращения инвестиций в основной и оборотный капитал; повышения цен; изменения организационной структуры и корпоративной культуры компании.

Компании функционируют на определенных рынках. Как только компания выбирает рынок, на котором собирается осуществлять свою деятельность, то уже осуществленный ею выбор в значительной степени предопределяет и круг ее потребителей и конкурентов, а также ключевые факторы успеха. Приобретая чей-то бизнес, компания автоматически выбирает и рыночную арену, на которой ей предстоит действовать и которая на самом деле выбрана бывшими владельцами бизнеса.

Задачей нынешних владельцев является усиление уже имеющихся конкурентных преимуществ с учетом специфики рынка, для того чтобы повысить собственный потенциал роста. Именно специфика рынка определяет особенности ключевых факторов успеха. При выборе рынков необходимо учитывать и следующие важные тенденции в их развитии: нарастание фрагментации рынков (постоянно появляются все новые и новые сегменты, имеющие свои собственные потребности и требующие иных по сравнению с традиционными сегментами навыков в их обслуживании); стирание традиционных границ между рынками (применение новых технологий приводит к появлению товаров-субститутов, что делает все более расплывчатыми границы традиционных рынков); превращение национальных рынков в глобальный рынок; сокращение жизненного цикла продукции и глобализация рынков ослабляют возможности удержания конкурентных преимуществ.

Со временем многие рынки начинают терять свою привлекательность в связи со стагнацией объемов продаж, сокращением маржи прибыли и усилением конкуренции. Поэтому компании вынуждены постоянно отыскивать новые рыночные возможности, позволяющие обеспечить рост масштабов деятельности и применить имеющиеся у них компетенции с большей для себя эффективностью. Несомненно, выходя на иные рынки, компания обязана учитывать прочность позиций конкурентов, оценивать возможность использования имеющихся компетенций и просчитывать возможные риски.

Акцент в современной экономике все более смещается на управление всей цепочкой создания стоимости компании. И главным достоинством капитала в современной экономике является его способность создавать новую стоимость. Компании должны стремиться к обладанию теми ресурсами, которые обеспечивают создание большей добавленной стоимости. Капитал, способный создать большую стоимость, ценится выше. Это хорошо видно по курсу акций отдельных компаний на фондовом рынке, когда их курс превышает реальную стоимость активов в десятки и более раз. Причиной такого разрыва рыночной и балансовой стоимости как раз и является интеллектуальный капитал (квалификация менеджеров, клиентская база, торговые марки, каналы распределения, применяемые технологии ведения бизнеса, корпоративная культура и т.д.). Именно нематериальные активы в современной экономике являются двигателем экономического роста, именно они создают и разрушают стоимость, повышая или снижая тем самым инвестиционную привлекательность компаний.

\*  
\* \* \*

Понятия «инвестиционная привлекательность» и «ценность» не находятся в прямой зависимости, хотя первичным, несомненно, является понятие ценности. Это означает, что создание в компании реальной ценности может и не сопровождаться повышением ее инвестиционной привлекательности. Если созданная компанией ценность окажется ниже тех ожиданий, на которые рассчитывали акционеры, произойдет сброс акций (значит, и снижение инвестиционной привлекательности компании), что в конечном итоге приведет и к снижению ценности компании (найдет отражение в снижении капитализации компании). Может быть и иная ситуация. Компания может не создать ценность, однако приукрашивание с помощью PR возможных перспектив роста компании может вызвать повышенный спрос на ее акции (как следствие — рост инвестиционной привлекательности компании в глазах инвесторов). Увеличится и ценность компании за период (в связи с ростом капитализации), хотя реальная ценность может быть и не создана. Несомненно, что создание компанией реальной ценности должно сопровождаться повышением ее инвестиционной привлекательности. Но на практике это не всегда так в силу перечисленных выше причин.

Увеличение доли нематериальных активов в стоимости фирмы усложняет взаимосвязь между понятиями «ценность» и «инвестиционная привлекательность» компании и требует дальнейших исследований данной проблемы.