

Бобылева А.З.\*

## УПРАВЛЕНИЕ РОСТОМ ОРГАНИЗАЦИИ В ПЕРИОД НЕСТАБИЛЬНОСТИ

Стратегия и тактика управления ростом конкретной организации является производной от ее финансово-экономического состояния, условий среды, намерений и возможностей владельцев и менеджеров, однако во всех случаях последовательность обеспечения стабильного развития предполагает следующие блоки (этапы) работ.

1. Сбор информации по центрам повышенной опасности. Обычно к ним относятся: материальное обеспечение, производство, сбыт, финансы. Кадровый потенциал, институциональную структуру организации и ее соответствие поставленным целям в российских условиях пока реже относят к тревожным зонам, однако недооценка данных составляющих организационной культуры также может способствовать развитию кризисных ситуаций.

2. Анализ финансово-экономического положения предприятия, выявление проблемных видов деятельности и участков работы.

3. Исследование причин отклонения от нормального развития, включающее изучение как внутренних факторов, так и макросреды, оказывающей влияние на финансово-экономическое состояние субъекта хозяйствования (конъюнктуры рынков сбыта, динамики рыночных цен, налоговой политики государства, валютных курсов, т.д.). На данном этапе предпринимается попытка блокирования и ликвидации условий, в которых возможно ухудшение ситуации и развитие кризиса.

4. Выбор стратегии и тактики финансово-экономического оздоровления исходя из специфики состояния фирмы, ее потенциала и ресурсов, выявленных с помощью рассмотренных первых трех подготовительных этапов. Набор факторов, которые на конкретном предприятии определяют выбор стратегии, на наш взгляд, удачно сформулированы А.Т.Зубом: характер спада (быстрый, медленный, скачкообразный, плавный); структура отрасли, характер конкуренции; стабильность цен, сегменты спроса, характеристика активов; возможности привлечения финансовых ресурсов [2, с.232].

5. Реализация первоочередных мероприятий по финансовому оздоровлению, нейтрализующих качественные изменения от кризисных ситуаций или не допускающих их в принципе.

6. Оценка результатов проведенных мероприятий. Выявление причин неудач (как внутренних, так и внешних) принятой за основу политики оздоровления организации, а также наиболее перспективных мероприятий. Корректировка политики.

7. Прогнозирование будущих кризисных явлений и нестабильности развития. Прогнозирование возможно как на основе экспертных оценок, так и на основе финансово-экономических индикаторов. Как правило, используются комбинация этих методов.

В обобщенном виде можно сказать, что успех оздоровления компании и обеспечение ее устойчивого роста основывается на сочетании следующих управленческих процессов: анализе ситуации в организации и макросреде; выработке стратегии и определении целевых

---

\* *Бобылева Алла Зиновьевна* – кандидат экономических наук, доцент кафедры теории и технологий управления факультета государственного управления МГУ им. М.В.Ломоносова.

ориентиров; планировании; организации системы оценки результатов деятельности и принятия корректирующих решений.

Управление ростом компании предполагает использование однозначно понимаемых индикаторов роста. По нашему мнению, в условиях финансовых затруднений и вызревания кризиса наиболее комплексным индикатором долгосрочного роста компании и ее целевым ориентиром целесообразно рассматривать перспективы увеличения стоимости организации. Именно такой подход дает возможность оценить все решения менеджмента с позиций их влияния на наиболее значимый для стейкхолдеров показатель деятельности; исключить односторонние показатели типа темпа роста продаж, чистой прибыли, т.д.; оценить действия руководства организации с позиций альтернативных издержек – утраты выгоды от отказа вложений в другие виды деятельности.

Для финансово-неблагополучных компаний, в условиях нестабильности, оценка бизнеса является исходной основой реализации стратегии оздоровления и наращивания темпов роста. Это объясняется в первую очередь тем, что в большинстве случаев невозможно решить проблему оздоровления компании только за счет внутренних ресурсов, а любые методы привлечения дополнительных внешних источников предполагают оценку субъекта вложений. Вхождение в холдинг или слияние с другой компанией, выделение части бизнеса в самостоятельный, смена собственника, сдача в аренду части или всей собственности, проверка кредитоспособности и определение величины залога при займах, страхование – все эти рыночные инструменты оздоровления, повышения стабильности развития организации вызывают необходимость оценки ее бизнеса. Даже если компания предполагает проводить финансовое оздоровление только за счет собственных средств, встают вопросы: следует ли вообще продолжать данный бизнес, насколько он перспективен и конкурентоспособен; на каких условиях можно продать компанию сейчас и т.д. Ответы на эти вопросы также может дать корректное определение стоимости бизнеса.

В связи с этим встает проблема определения простых и ясных критериев оценки стоимости компании, ее бизнеса, так как целевые нормативы стоимости в процессе реализации стратегии управления ростом должны быть переведены в краткосрочные, однозначно понимаемые подразделениями компании показатели деятельности – т.н. ключевые факторы стоимости.

Под оценкой бизнеса как правило понимается установление цены прав собственности, конкурентных преимуществ, занимаемой рыночной ниши, имущества, технологий, нематериальных активов. В последнее время обычно рассматривают т.н. справедливую рыночную цену (*fair market value*) – наиболее вероятную цену, по которой происходит добровольная покупка и продажа имущества, если продавец и покупатель обладают полной информацией на день совершения сделки.

Иногда оценку бизнеса пытаются свести к оценке имущества (активов) фирмы по балансу, однако такой подход возможен лишь в ограниченном количестве случаев, главным образом, как будет показано дальше, при ликвидации компании ввиду ее банкротства и невозможности продолжать данный бизнес. При изучении возможности финансового оздоровления компании, повышения стабильности ее развития такой подход нецелесообразен, так как он не учитывает:

- возможности развития бизнеса после проведения реструктуризации, прихода другой команды менеджеров, т.д.;
- взаимодополняемости имеющихся активов и возможности своеобразного синергетического эффекта от их совокупного, а не обособленного использования;

- особенностей учетной политики организации, которая может существенно влиять на величину активов;
- реальный физический и моральный износ фондов;
- инфляцию.

Сведение оценки компании к оценке ее имущества по балансу может привести к существенной недооценке бизнеса, благодаря чему, например, некоторые российские компании становятся привлекательными для иностранных инвесторов даже несмотря на риски, сопутствующие пока вложениям в российскую экономику. В то же время некоторые компании сильно переоценены. Например, как следует из сравнения годовых отчетов ОАО «АВТОВАЗ» и котировки его акций на рынке, стоимость имущества по балансу в последние годы приблизительно в четыре раза превышает рыночную оценку компании.

На практике цена открытой компании часто рассматривается как совокупная стоимость ее акций. Однако такой подход формален и не дает четкого представления о реальной цене организации по следующим причинам:

- котировка акций меняется, как только на рынок поступает сигнал о возможной продаже компании;
- котировка акций часто носит спекулятивный характер, подвержена влиянию внеэкономических факторов, может искусственно подогреваться или, наоборот, акции могут быть недооценены рынком из-за слабой рекламной компании, конъюнктуры рынка в данный конкретный момент;
- если фирма находится в кризисе, цена ее акций может быть очень низка и не соответствовать потенциалу данного бизнеса.

Кроме того, этот подход возможен только для открытых акционерных обществ, чьи ценные бумаги котируются на рынке. В России круг таких компаний пока узок, и на котировку их ценных бумаг внеэкономические факторы оказывают значительно более сильное влияние, чем в странах с развитой рыночной экономикой. Для других форм собственности и хозяйствования – закрытых акционерных обществ, обществ с ограниченной ответственностью этот метод не подходит даже формально.

Таким образом, изложенные упрощенные подходы не позволяют объективно определить цену бизнеса компании или отдельных элементов бизнеса, потребность в которой в рыночных условиях возникает постоянно. Оценка бизнеса компании с учетом ее финансового положения, потенциала отрасли, региона и конкретных условий деятельности позволяет:

- проверить объективность текущей рыночной котировки акций открытой компании;
- установить рыночную стоимость закрытой компании;
- учесть при оценке период цикла, в котором находится компания; остроту проблем, стоящих перед ней;
- учесть риск неудачи преодоления финансовых затруднений, выполнимость сроков, в которые должна быть проведена реструктуризация;
- подготовить предложения по цене купли-продажи компании или частей компании, чьи акции не котируются на рынке;
- разработать условия выдачи и погашения кредита с учетом реальных возможностей компании;
- установить размер арендных платежей при сдаче имущества в аренду, исходя из дохода, который оно может приносить;
- установить страховые платежи с учетом цены бизнеса и его рисковости.

Оценка бизнеса является самостоятельной и сложной отраслью знаний и в задачи данного исследования не входит подробное ознакомление с ее проблемами. Здесь лишь будут рассмотрены особенности применения, преимущества и недостатки традиционных методов оценки бизнеса в условиях нестабильного развития компаний.

Для оценки бизнеса существует множество приемов и подходов, но, как известно, они все обычно могут быть классифицированы на три аналитических метода: доходный, рыночный, затратный. Данные методы в определенной степени пересекаются, взаимопроникают и на практике часто используются некие гибридные, составные подходы. Тем не менее, выбор того или иного метода в качестве основного обычно обусловлен: а) целью оценки – ликвидация фирмы в результате ее банкротства либо продолжение деятельности на тех или иных условиях; б) возможностью проведения оценки по данному методу. Так как сначала, как правило, изучается возможность сохранения бизнеса, рассмотрим в первую очередь доходный метод, наиболее соответствующий данной цели.

При использовании доходного метода очень важно правильно оценить будущие доходы. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке компании в первую очередь рассматривают генерируемые компанией денежные потоки или, в крайнем случае, прибыль. В российских условиях это часто остается невозможным или представляется некорректным, так как денежные потоки и прибыль – в большой степени манипулируемые показатели. С определенными оговорками в качестве будущих доходов российских предприятий иногда можно рассматривать настоящую и будущую выручку от продаж, т.к. выручка говорит о масштабе деятельности, захваченном сегменте рынка, т.д. Тем не менее, методически наиболее корректно дисконтировать т.н. свободные денежные потоки.

Некоторые авторы считают дисконтирование будущих доходов по средневзвешенной цене капитала (WACC) недостаточно гибким инструментом. Например, Т.А.Лерман говорит о целесообразности использования понятия регулируемой современной стоимости – APV (Adjusted Present Value) [6, с.249]. При ее расчете за основу берется не средневзвешенная стоимость капитала, а только стоимость собственного капитала. Затем рассматриваются различные сценарии – изменения цены капитала, вызванные использованием различного рода заемных средств. При этом все возникающие денежные потоки дисконтируются по своей ставке, учитываются присущие им риски. По нашему мнению, данный метод может быть очень полезен в условиях финансовой нестабильности: он подчеркивает тесную зависимость стоимости фирмы от стоимости используемого капитала, что очень важно учитывать при финансовых затруднениях, так как стоимость привлечения капитала в этом случае значительно возрастает.

Доходный метод наиболее применим для фирм, функционирующих в перспективных отраслях и видах деятельности, однако попавших в затруднительное положение, в первую очередь, в силу субъективных причин – слабого менеджмента, переоценки собственных возможностей по привлечению ресурсов, недобросовестности партнеров, т.д. Оценка по доходному методу позволяет определить, какой доход будет приносить данный бизнес, если будет привлечена более профессиональная команда менеджеров.

Использование доходного метода в неблагополучных компаниях имеет свои особенности. Если оценку производит потенциальный покупатель, то он должен учитывать риск невозможности оздоровить приобретаемую компанию, трудности привлечения средств в нестабильной ситуации, возможность их более высокой стоимости. Норма дисконтирования денежных потоков, как правило, в этом случае должна быть высока<sup>1</sup>. Если оценку производит

---

<sup>1</sup> Например, в США норма дисконта в этих случаях может достигать 25–30%.

сама неблагополучная компания, то здесь существует риск завышения ее потенциальных доходов за счет переоценки собственных возможностей по оздоровлению компании, завышения ее потенциала.

Рыночный подход к оценке бизнеса в наиболее чистом виде основан на сравнительном анализе положения фирмы на рынке, объема ее продаж, выяснении рыночной ситуации в отрасли и регионе, определении цен на сопоставимые фирмы. Применение метода возможно только при наличии достаточного количества сопоставимых объектов продаж, то есть при активном рынке и наличии информации о цене продаж. В российских условиях во многих случаях подобная информация бывает конфиденциальной. Рыночный метод оценки бизнеса при финансовых затруднениях находит лишь ограниченное применение: он возможен в подавляющем большинстве случаев лишь при ранних продажах, когда неблагополучие заметно лишь собственникам и менеджерам фирмы, то есть фирму еще можно продать как вполне работающую и приносящую доход. Разновидностью рыночного метода оценки бизнеса фирмы является рыночная оценка ее активов.

При затратном подходе к оценке бизнеса оцениваются затраты на создание и развертывание деятельности фирмы. Данный метод находит крайне ограниченное применение ввиду его несоответствия рыночной концепции бизнеса. Он может быть частично применен, например, при дружественных слияниях, при покупке объекта, значительную часть которого составляет незавершенное строительство, необходимости проведения реконструкции после покупки, т.д. Разновидностью данного метода можно считать оценку стоимости компании по ликвидационной стоимости ее активов при банкротстве и распродаже активов для возмещения требований кредиторов.<sup>1</sup>

В целом можно сказать, что при экономических и финансовых затруднениях подход, основанный на оценке активов, мало применим, так как он предполагает, что активы обеспечивают среднюю по отрасли доходность, а они ее, как правило, не обеспечивают. Применение рыночного подхода к оценке бизнеса также затруднено, так как обычно информация отсутствует, искажена, завуалирована. Наиболее применим доходный метод, однако он сопряжен с большим риском для покупателя, если оценка завышена, и может быть неприемлем для продавца, если стоимость компании занижена.

Как указывалось выше, на практике обычно используются комбинации описанных методов, различные их сочетания. Совмещение оценки по разным методам может производиться с учетом веса каждого из методов, при этом на практике наибольший вес целесообразно присваивать доходному методу.

Для более четкого представления ключевых факторов стоимости в процессе финансового оздоровления компании и управления ее ростом можно воспользоваться формулой, приведенной, например, в одной из последних работ Ю.Бригхэма [4, с.475]:

$$NPV_N = \text{Capital}_N + \frac{\text{Capital}_N (\text{EROIC}_N - \text{WACC})}{\text{WACC} - g} \quad (1)$$

---

<sup>1</sup> Однако ликвидационная стоимость может определяться и часто определяется по рыночной оценке, особенно, если происходит добровольная ликвидация бизнеса. Понятно, что оценка в случае ликвидации по осознанной необходимости и по судебной процедуре банкротства – разные, то есть при своевременном принятии решения о продаже бизнеса оценка будет выше.

где  $N$  – время (год, квартал) начала стабилизации,  $g$  – темп роста,  $Capital_N$  – вложенный капитал на момент  $N$ ;  $WACC$  – средневзвешенная цена капитала;  $EROIC_N$  – ожидаемая рентабельность инвестиций.

Данная формула позволяет производить расчеты исходя из разложения стоимости на две компоненты – стоимости вложенного капитала и добавленной стоимости, которая может быть образована в результате деятельности фирмы – т.н.  $MVA$  (Market Value Added). Величина  $MVA$  измеряет рост компании с момента ее возникновения либо с момента начала реализации программы стабилизации.

Вторая составляющая формулы показывает, что  $MVA$  зависит от того, превышает ли ожидаемая отдача от инвестиций средневзвешенную стоимость капитала. Если  $EROIC > WACC$ , то считается, что принимаемые менеджментом меры значительно увеличат стоимость фирмы. Если в результате намеченных мероприятий  $EROIC$  и  $WACC$  будут равны, то доходы фирмы будут достаточны для удовлетворения требований инвесторов. Если же  $EROIC < WACC$ , вторая составляющая формулы (1) становится отрицательной. Это говорит о том, что предлагаемые проекты (методы управления) лишь снизят стоимость фирмы. При этом, чем быстрее темпы роста, тем ниже станет стоимость фирмы.

Отдача от инвестиций практически всегда является ключевым фактором стоимости и рассмотренная формула позволяет сконцентрировать внимание на отдаче от инвестиций, управлении ими. В то же время можно использовать и другие подходы к расчету стоимости компании и управлению ее ростом. Так, в последних работах Ю.Бриггэм предлагает еще одну, более развернутую модификацию формулы [4, с. 475]:

$$NPV_N = \frac{FCF_{N+1}}{WACC - g} = Capital_N + \left[ \frac{Sales_N(1+g)}{WACC-g} \right] OP - WACC \left[ \left( \frac{CR}{(1+g)} \right) \right] \quad (2)$$

где  $N$  – время (год, квартал) начала стабилизации,  $FCF_{N+1}$  – чистый денежный поток,  $g$  – темп роста продаж,  $Capital_N$  – вложенный капитал на момент  $N$ ;  $WACC$  – средневзвешенная цена капитала;  $Sales_N$  – величина продаж в момент  $N$ ;  $OP$  – рентабельность продаж, измеряемая как отношение посленалоговой прибыли к выручке от продаж;  $CR$  – потребность в капитале, измеряемая долей капитала в выручке от реализации.

Стоимость компании, представленная в виде (2), показывает, что ее также можно представить в виде двух слагаемых: стоимости капитала, вложенного инвесторами, и  $MVA$ . Однако ключевые факторы управления стоимостью здесь представлены по-другому. В первой скобке представлена текущая стоимость возрастающих продаж без учета дополнительных инвестиций или других видов затрат. Вторая скобка показывает влияние дополнительных видов затрат. Например, если темп роста продаж ( $g$ ) остается постоянным, рентабельность продаж ( $OP$ ) будет расти, а хотя бы один из показателей – потребность в капитале ( $CR$ ) или  $WACC$  будет иметь тенденцию к понижению, то  $MVA$  будет увеличиваться.

Из приведенных формул следует, что темп роста продаж является обязательным фактором изменения стоимости. Однако увеличение темпов роста продаж не всегда сопровождается увеличением стоимости организации. Если доходность операций возрастает, но это требует значительных инвестиций, то, например, возможна ситуация, при которой вторая скобка в уравнении (2) будет отрицательной, что приведет к снижению  $MVA$ . В целом рыночная добавленная стоимость может быть отрицательной в случае неэффективной работы менеджеров или ряда других причин.

Рассмотренные формулы показывают, что ключевыми факторами управления ростом в зависимости от ситуации в организации могут быть различные переменные, каждая из которых может распадаться еще на несколько составляющих. Однако чтобы факторами управления ростом компании можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие, и возложить ответственность за этот параметр на конкретных людей, участвующих в достижении целей организации.

Факторы роста компании (ее стоимости) целесообразно определять на трех уровнях иерархии: на уровне высшего менеджмента компании; на уровне деловой единицы (центра стоимости); на низовом уровне. Система факторов стоимости на каждом конкретном предприятии, особенно при признаках финансового неблагополучия, должна быть продумана до самого детального уровня, где фактор стоимости увязывается с показателями, на основе которых принимаются решения, зависящие непосредственно от функциональных и оперативных менеджеров. Подобная увязка факторов стоимости с деловыми решениями позволяет сформировать «дерево» факторов стоимости, которое систематизирует принятие решений. Рассмотрим данный процесс на примере управления темпом роста продаж компании.

Как известно, среди дилетантов распространено мнение, что рост организации всегда обеспечивает увеличение ее доходов. Однако быстрый рост может сопровождаться нехваткой ресурсов, что может приводить к финансовым затруднениям или даже банкротству. В то же время очень осторожные фирмы, фирмы с замедленными темпами роста остаются позади своих более энергичных конкурентов и также являются кандидатами на банкротство.

Задача менеджмента – обеспечить устойчивые, стабильные, сбалансированные темпы роста. По определению Р. Хиггинса, это такие темпы роста продаж, которые не истощают финансовые ресурсы: поставщики продолжают отгружать сырье и материалы с отсрочкой платежа, банки охотно предоставляют кредит, акционеры принимают решения о реинвестировании прибыли, т.д. [5, с. 115]. В других источниках уточняется, что устойчивый рост – это рост, который фирма может поддерживать без изменения доходности и своей финансовой политики [7, с. 9–20].

Для менеджеров быстро растущих фирм очень важно уметь определить момент, когда следует ограничить рост продаж для сохранения устойчивости. Менеджеры медленно растущих компаний также должны уметь принимать важное решение: прекратить (снизить) вложения в свой недостаточно доходный на сегодняшний день бизнес и определиться – либо самим искать пути диверсификации, либо предложить акционерам самостоятельно диверсифицировать свой портфель.

Исходным уравнением для расчета сбалансированного роста продаж ( $g^*$ ) является:

$$g^* = \frac{СК_1 - СК_0}{СК_0} \quad (3)$$

где  $СК_0$  и  $СК_1$  – собственный капитал соответственно на начало и конец периода либо, в зависимости от задачи анализа, реальная и прогнозируемая величина собственного капитала.

Данная формула показывает, что сбалансированный рост лимитируется возможностями собственного капитала: непосредственно возможностями его увеличения и вытекающим из этого увеличением потенциального прироста заемных средств. Предполагая, что собственный капитал может возрасти только за счет прибыли (эмиссия акций как способ наращивания

собственного капитала используется достаточно редко), можно переписать уравнение (3) в виде:

$$g^* = \frac{d_{\text{пр}_{\text{реинв}}} \times \text{Пр}}{\text{СК}_0} = d_{\text{пр}_{\text{реинв}}} \times \text{Рент}_{\text{СК}^*} \quad (4)$$

где  $d_{\text{пр}_{\text{реинв}}}$  – доля реинвестируемой прибыли, Пр – прибыль,  $\text{Рент}_{\text{СК}^*}$  – рентабельность собственного капитала (прибыль к собственному капиталу на начало года).

Учитывая, что рентабельность собственного капитала можно разложить на факторы (модифицированное уравнение фирмы Дюпон), получаем:

$$g^* = \text{PRAT}^*, \quad (5)$$

где Р – рентабельность продаж, R – доля заработанной и реинвестированной прибыли ( $d_{\text{пр}_{\text{реинв}}}$ ), А – оборачиваемость активов,  $T^*$  – отношение активов к собственному капиталу на начало года.

Таким образом, можно сказать, что сбалансированный рост продаж определяется четырьмя факторами, два из которых – (Р) и (А) представляют собой операционную деятельность фирмы, два – (R) и ( $T^*$ ) – финансовую деятельность.

Другим способом выражения сбалансированных темпов роста продаж является:

$$g^* = \text{RT}^* \times \text{P}_{\text{акт}}, \quad (6)$$

где  $\text{P}_{\text{акт}}$  – рентабельность активов. Такая запись становится возможной, так как произведение рентабельности продаж (Р) и оборачиваемости активов (А) представляет собой рентабельность активов (уравнение Дюпон).

Уравнение (6) позволяет сделать вывод, что если компания, например, реинвестирует 50% прибыли ( $R=0,5$ ), а соотношение активов и собственного капитала равно 2,5 ( $T^*=2,5$ ), то темп сбалансированного роста продаж для данной компании составит:

$$g^* = 0,5 \times 2,5 \times \text{P}_{\text{акт}} = 1,25 \times \text{P}_{\text{акт}}$$

Другими словами, при стабильной финансовой политике сбалансированный темп роста изменяется линейно с рентабельностью активов. Другие темпы роста приведут либо к нехватке, либо к избытку средств. Изменение сбалансированного темпа роста продаж возможно за счет изменения доли реинвестируемой прибыли (финансовой политики), например, до 75%. Тогда уравнение примет вид:

$$g^* = 0,75 \times 2,5 \times \text{P}_{\text{акт}} = 1,875 \times \text{P}_{\text{акт}}$$

Построение подобного дерева факторов управления стоимостью можно детализировать дальше – по видам продукции, активов и т.д., что позволит довести до бизнес-единиц конкретные задания, направленные на увеличение стоимости, упорядочить действия по реализации стратегии, систематизировать меры по стабилизации и исправлению ситуации.

В частности, при нарушении сбалансированных темпов роста возможны следующие практические шаги. При выявлении превышения сбалансированных темпов роста, но оценке проблемы как временной, краткосрочной, высший менеджмент компании по представлению финансовой службы может принять решение о получении дополнительных краткосрочных кредитов. Если же проблема видится долговременной, то на основании изучения факторов стоимости на всех уровнях будет необходимо осуществить одно или несколько из следующих мероприятий:

- произвести дополнительную эмиссию акций,
- увеличить финансовый леверидж,
- уменьшить дивидендные выплаты,
- сократить некоторые виды деятельности,



- увеличить цены на готовую продукцию,
- произвести слияние с какой-либо компанией, имеющей излишние финансовые ресурсы.

Очевидно, что каждое из перечисленных направлений страдает определенными недостатками и имеет ограничения для применения. В каждой конкретной ситуации компания должна изучить свои реальные возможности по использованию того или иного механизма, оценить преимущества, которые оно предоставляет, опасности, которые оно несет в себе, изыскать наиболее «безобидные» для себя решения, что требует детальной разработки дерева факторов стоимости.

Компании с медленными темпами роста часто сталкиваются с противоположной проблемой: куда вложить свободные денежные средства. Если это проблема временная, то руководство компании может принять решение продолжать наращивать накопления для обеспечения роста в будущем. Если же компания не может увеличить темпы роста достаточно долго, то следует оценить, является ли такое положение проблемой всей отрасли или только данной компании. Если анализ показывает, что это стареющая отрасль, вложение в нее бесперспективно, то компании следует диверсифицировать свою деятельность, вложить средства в новые, перспективные виды деятельности, и здесь анализ факторов увеличения стоимости опять должен явиться фундаментом принятия решения. Выходом из положения для компаний с медленными темпами роста может также стать увеличение дивидендных выплат с тем, чтобы акционеры могли сами диверсифицировать свой портфель, либо «покупка роста», то есть объединение с быстро растущей компанией. Если же замедленные темпы роста и снижение отдачи от вложенных средств наблюдаются только в конкретной компании, то это, скорее всего, проблемы в менеджменте и анализ факторов управления стоимостью, выявление факторов разрушения стоимости выходит на первое место.

Увязка факторов стоимости с деловыми решениями возможна и на основе пофакторного разложения рентабельности. Наиболее известные из факторных моделей – т.н. модели фирмы Дюпон (The DuPont System of Analysis). Первая из этих моделей показывает зависимость доходности активов от рентабельности продаж и оборачиваемости активов (ресурсоотдачи), позволяет выбрать политику управления доходностью активов либо за счет повышения рентабельности продаж либо за счет увеличения ресурсоотдачи.

Поиск резервов увеличения рентабельности собственного капитала обычно предполагает использование модифицированного уравнения фирмы Дюпон, показывающего зависимость рентабельности собственного капитала от рентабельности активов и структуры источников средств. В данной модели происходит более дробное выделение факторов (рентабельность продаж, оборачиваемость активов, соотношение заемного и собственного капитала), смена результативного показателя. Один из основных выводов модели: если фирма использует только собственный капитал, то рентабельность активов равна рентабельности собственного капитала. Если используется заемный капитал, то рентабельность собственного капитала выше рентабельности активов. Подобное факторное разложение позволяет определить, за счет чего достигнута большая рентабельность и на этой основе принять решение. Например, если у фирмы А рентабельность собственного капитала выше, чем у фирмы Б, но это достигается преимущественно за счет финансового рычага (например, соотношение заемного и собственного капитала 3:1), то кредиторам следует думать, имеет ли смысл вкладывать средства в столь рискованную фирму или следует ограничиться более скромной доходностью фирмы Б.

Возможная схема проведения анализа финансовых перспектив фирмы на основе данной модели может быть следующей. На первом этапе изучается тренд изменения рентабельности

собственного капитала в течение несколько периодов, на втором этапе – тренд изменения трех его составляющих, на третьем – известные финансовые коэффициенты классифицируются на группы, влияющие на изменение трех основных составляющих модифицированной формулы Дюпон<sup>1</sup> и рассматриваются «под микроскопом», то есть выявляются мельчайшие отклонения по различным направлениям деятельности организации. В то же время, анализ и управление деятельностью российских предприятий на основе рассмотренных факторных моделей, на наш взгляд, может не дать желаемых результатов по причинам, изложенным, например, в предыдущих работах автора [1, с.52–53].

В некоторых исследованиях предлагаются модели, позволяющие выделить еще некоторые факторы, влияющие на устойчивость роста организаций. Так, В.В.Ковалеваым предлагается следующая модель [3, с. 272]:

$$k_g = \frac{P_r}{E} = \frac{P_r}{P_n} \times \frac{P_n}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E}, \quad (7)$$

где  $k_g$  – коэффициент устойчивости экономического роста, показывающий долю реинвестированной прибыли в собственном капитале;  $P_r$  – реинвестированная прибыль,  $E$  – собственный капитал,  $P_n$  – чистая прибыль,  $S$  – выручка от продажи,  $A$  – величина активов.

Первый фактор модели характеризует дивидендную политику фирмы, второй – рентабельность продаж, третий – ресурсоотдачу, четвертый – соотношение между заемными и собственными средствами. Второй и третий факторы описывают производственную деятельность фирмы, первый и четвертый – финансовую. Выделенные факторы дают определенные возможности для принятия решения о наращивании потенциала фирмы в соответствии с ее возможностями: снизить долю дивидендов, увеличить рентабельность продаж, ресурсоотдачу, использовать эффект финансового рычага, т.д.

В то же время в приведенных моделях не учтены некоторые дополнительные факторы увеличения экономического потенциала компании, роста ее стоимости. Например, величина внеоборотных активов, доля долгосрочных заемных средств в источниках имущества также при определенных условиях могут отражать устойчивость экономического роста. Поэтому, на наш взгляд, в некоторых случаях потенциал развития компании ( $k_{\text{потенц}}$ ), возможности увеличения ее стоимости может отражать следующая факторная модель:

$$k_{\text{потенц}} = \frac{K_{\text{разв}}}{СК + ДК} = \frac{P_{\text{реинв}} + \text{Аморт} + ДК}{P} \quad (8)$$
$$= \frac{P_{\text{реинв}}}{P} + \frac{\text{Аморт}}{P} + \frac{ДК}{P} = \frac{P_{\text{реинв}}}{ЧП} \times \frac{ЧП}{P} + \frac{\text{Аморт}}{P} + \frac{ДК}{P}$$

где  $K_{\text{разв}}$  – капитал, направляемый на развитие,  $P_{\text{реинв}}$  – реинвестированная прибыль, Аморт. – амортизация, направляемая на развитие, ДК – долгосрочные кредиты и займы, СК – собственный капитал, ЧП – чистая прибыль.

Помимо факторов, содержащихся в предыдущих моделях, данная модель учитывает возможности управления ростом внеоборотных активов и возможности наращивания долгосрочной составляющей заемных средств, что, как правило, является необходимым условием развития компании. Таким образом, пофакторное разложение показателей

<sup>1</sup>Например, коэффициенты кредитоспособности, финансовой устойчивости, ликвидности влияют на финансовый рычаг; коэффициенты деловой активности – на оборачиваемость активов, т.д.

рентабельности позволяет выделить еще одну группу ключевых факторов роста компании и привязать их к конкретным подразделениям.

В антикризисном управлении, ориентированном на увеличение стоимости фирмы, долгосрочные целевые ориентиры должны быть четко привязаны к краткосрочным. В наибольшей степени для этого подходит показатель экономической добавленной стоимости EVA (Economic Value Added), позволяющий сконцентрироваться на оценке деятельности в конкретный момент времени и в то же время оценить инвестиционную привлекательность будущих проектов. Максимизация EVA с течением времени также максимизирует и стоимость компании.

Величину EVA можно, например, представить в виде:

$$EVA = EBIT(1 - Tax) - WACC \times C \quad (9)$$

или

$$EVA = C(ROIC - WACC) \quad (9a)$$

где EBIT – прибыль до выплаты налогов и процентов за кредит, EBIT(1 – Tax) – посленалоговая прибыль, WACC – средневзвешенная цена капитала, C – величина вложенного капитала, WACC x C – годовая стоимость вложенных средств.

EVA характеризует доход компании после выплаты всех обязательств, связанных с привлечением капитала. Из формул (9) – (9a) следует, что компания создает новую стоимость для своих владельцев, если ее прибыль превышает сумму средств, уплаченную за привлечение капитала.

Пока еще нередко среди менеджеров можно встретить скептиков, утверждающих, что показатель EVA ничего не дает для практики, что он ничем не лучше традиционных показателей, например, показателя чистой прибыли. Однако показатель EVA позволяет учесть все затраты на обслуживание привлеченного капитала и этим самым более полно отражает качество менеджмента в организации. На практике вполне может сложиться ситуация, что, несмотря на рост чистой прибыли, EVA снижается за счет непропорционального роста затрат на обслуживание капитала.

Важнейшей особенностью EVA является возможность ее использования в проектном анализе. Пока понятие EVA не вошло в теорию и практику финансового менеджмента, в инвестиционном анализе использовался показатель чистой приведенной стоимости (NPV), а для оценки деятельности фирмы или ее подразделений использовались показатели рентабельности. Концепция стоимостного подхода к управлению позволяет использовать единый показатель EVA: инвестиционные решения принимаются на базе расчета EVA с учетом соответствующего дисконта, так как приводят к той же оценке проекта, что и по показателю NPV (табл. 1), а изменение EVA позволяет измерить выполнение задач, стоящих перед фирмой (или даже ее подразделением). Практикой уже наработаны конкретные методы поощрения менеджеров, приведения их заработка в соответствие с их вкладом в увеличение EVA.

**Табл. 1. Сравнение результата оценки инвестиционного проекта по показателю NPV и дисконтированной EVA**

NPV анализ					
	0	1	2	3	4
1.1. Капитальные вложения	-100				
1.2. Доход		80	80	80	80
1.3. Оплаченные расходы		13,33	13,33	13,33	13,33
1.4. Амортизация		25	25	25	25

**Вестник Московского университета. Серия 21.  
Управление (государство и общество)  
№1 – 2004 г.**

1.5. Валовая прибыль (1.2)-(1.3)-(1.4)		41,67	41,67	41,67	41,67
1.6. Налоги (40%)		16,67	16,67	16,67	16,67
1.7. Чистая прибыль (5)-(6)		25	25	25	25
1.8. Чистый денежный поток (1.7)+(1.4)	-100	50	50	50	50
1.9. NPV при дисконте 10%					58,5
Дисконтированная EVA					
2.1. Величина работающего капитала		100	75	50	25
2.2. Цена привлеченного капитала		0,1	0,1	0,1	0,1
2.3. Стоимость привлечения капитала (1)х(2)		10	7,5	5	2,5
2.4. EVA (1.7) – (2.3)		15	17,5	20	22,5
EVA при дисконте 10%					58,5

Преимущества применения оценочных показателей MVA и EVA, возможности, которые они предоставляют для управления ростом компании, можно показать на примере анализа деятельности и перспектив развития ОАО «АВТОВАЗ».

АО «АВТОВАЗ» остается лидером российского автомобилестроения, демонстрирует стабильный рост выручки и прибыли, наращивает производство автомобилей, запускает производство новых моделей. Официальная отчетность и расчет на ее основе традиционных показателей дает достаточно оптимистичную картину, что позволяет компании планировать свою деятельность, существенно не меняя стратегии. Однако если провести оценку перспектив компании на основе оценки роста ее стоимости, то картина будет во многом выглядеть по-другому.

Так, анализ, проведенный по показателям MVA и EVA, показывает, что рыночная стоимость компании значительно ниже балансовой, экономическая прибыль в последние годы отрицательна. Для инвесторов это означает, что капитал, вложенный в компанию, не дает среднерыночной отдачи, альтернативные для инвесторов проекты будут предпочтительнее, чем вложения в ОАО «АВТОВАЗ». Расчеты показывают, что основная деятельность компании подает на рынок устойчивый сигнал о падении стоимости капитала. Современный фондовый рынок непосредственно реагирует на деятельность АО «АВТОВАЗ» снижением рыночной цены его акций, и в настоящее время капитализация компании по оценке рынка составляет порядка 20 млрд. руб., в то время как инвестированный в компанию капитал оценивается по балансу более 80 млрд. руб. Если менеджмент не сможет «переломить» сложившийся тренд, компания продолжит терять стоимость.

Основная причина неудовлетворительных результатов деятельности компании, на наш взгляд, заключается в том, что на сегодняшний день не выработано ясной стратегии развития, современных количественных целевых ориентиров роста, объективной оценки

эффективности инвестиционных проектов. Возможно, это является следствием того, что руководству ОАО «АВТОВАЗ» удается пользоваться поддержкой государства и получать бесплатный ресурс в виде прощенных и отложенных налоговых выплат в бюджет – порядка 20 млрд. рублей за последние годы. Но на этом источнике нельзя строить всю стратегию предприятия. Практика показывает, что налоговые льготы и искусственные благоприятные условия для компании является фактором не создающим, а разрушающим ее стоимость, замедляющим рост. Другим фактором, разрушающим стоимость компании, является то, что компания недостаточно изучает потребности рынка и предложения конкурентов, следовательно, делает неправильные выводы о своей рыночной позиции, не предлагает серьезных конкурентных преимуществ.

Таким образом, несмотря на практически монопольное положение ОАО «АВТОВАЗ» и всемерную поддержку государства, компания находится в сложном положении и, если концепция и стратегия не будут изменены, существует угроза ее существованию. Внедрение стоимостного подхода к управлению позволило бы руководству ОАО «АВТОВАЗ» упорядочить мероприятия по совершенствованию работы, сосредоточиться на ключевых факторах управления ростом компании.

Управление ростом компаний в период нестабильности предполагает также рассмотрение возможностей их реформирования посредством слияний и поглощений.

Помимо определенных очевидных потенциальных выгод от объединения компаний – увеличения рынков сбыта, усиления влияния в отрасли, т.д., слияние может способствовать улучшению финансово-экономического положения реформированной компании и за счет дополнительных, более тонких факторов, к которым можно отнести следующие.

1. Налоговые преимущества. Например, приобретение бизнеса, не дающего в настоящее время дохода, может снизить налогооблагаемую прибыль фирмы-покупателя за счет направления средств на возрождение приобретенной компании. Кроме того, налоговые преимущества могут возникнуть при слиянии и двух относительно успешных фирм, если при покупке происходит переоценка внеоборотных активов в сторону увеличения и, соответственно, возрастание амортизационных начислений, снижение налогооблагаемой базы. Преимущества могут возрасти еще больше, если сделка частично финансируется за счет кредита: вступает в действие финансовый левэридж. Таким образом, слияние компаний – это возможный рост без дополнительного налогообложения.

2. Улучшение показателей деятельности за счет покупки уже готовой фирмы может быть более дешевым вариантом, чем новое строительство.

3. Диверсификация обычно помогает стабилизировать денежные потоки и снижает корпоративный риск.<sup>1</sup>

4. Получение синергетического эффекта, источниками которого могут быть: действие эффекта масштаба в управлении и производстве, финансовая экономия (снижение издержек по привлечению задолженности).

5. Повышение эффективности управления в целом: объединение влечет за собой перестройку системы управления, вынуждает менеджеров принимать новые и, может быть, более смелые решения.

Несмотря на достаточное распространение слияний и поглощений, следует отметить, что ошибки при реализации стратегии и анализе потенциального эффекта от перехода прав

---

<sup>1</sup> Однако в диверсификации таится и опасность: практика свидетельствует, что чем меньше приобретаемый бизнес относится к основной деятельности компании, тем больше опасность провала.

собственности могут привести к банкротству обеих компаний. Ошибки могут носить разный характер. В некоторых случаях они связаны с повышенным риском из-за амбиций менеджеров, ответственных за слияние – замечено, что менеджеры компаний в большей мере заинтересованы в росте своих компаний, чем того иногда требуют интересы акционеров. Это объясняется потенциальным повышением их статуса как руководителей более крупных компаний; возникновением новых задач, позволяющих реализовать свои возможности в большей степени, т.д. В других ситуациях даже тщательно выполненные прогнозы преимуществ слияния, просчитанные в условиях большой неопределенности, оказываются ошибочными.

Оценка потенциального эффекта от роста компании за счет слияния (поглощения) тесно связана с оценкой стоимости компании-цели. В общем виде ее рыночная цена должна определяться как сумма ее рыночной стоимости и преимуществ от слияния. Несмотря на кажущуюся тривиальность такого подхода, он позволяет четко выделить две составляющие цены, тщательно их оценить и не завышать цену покупки.

Миноритарные акционеры приобретают акции по рыночной цене для разрозненных покупателей, а покупатели крупных пакетов, претендующие на контроль за фирмой, обычно платят больше. Можно считать, что существуют два отдельных рынка: для миноритарных акционеров и рынок, где продается контроль.

Если  $m$  – рыночная цена для миноритарных покупателей,  $c$  – цена продажи контрольного пакета акций, то величина  $(c - m)$  составляет стоимость контроля, или, другими словами, ожидаемое увеличение стоимости при приобретении контроля (слиянии). Следует особенно подчеркнуть, что хотя величину  $(c - m)$  принято называть ценой контроля, «контроль» здесь понимается в широком смысле: это может быть, помимо контроля в узком смысле, и приобретение брэнда, и НИОКР, и клиентская база, и обученный персонал. За те возможности, которые дает слияние, в США в среднем переплачивается 30–35% к рыночной цене [5, с. 341]. При этом практика показывает, что цена враждебных слияний обычно на 30% выше, чем дружественных [7, с. 15–5]. Иногда цена слияния очень высока. Так, в 1996 г. Walt Disney Co присоединила компанию Capital Cities/ABC, заплатив 19 млрд. долл., хотя до слияния компания оценивалась в 9 млрд. долл. В этом случае премия составляла более 100%.

Если продажа компании осуществляется по цене «с», то весь доход от слияния перейдет к продавцам, то есть для покупателей показатель NPV такой покупки может быть равен нулю. С точки зрения продавца такая сделка очень выгодна и реализацию стратегии финансового оздоровления в этом случае можно считать удачной. Если покупка контрольного пакета осуществляется по цене, меньшей, чем «с», часть возросшей от слияния стоимости будет принадлежать новым владельцам.

Стоимость фирмы-цели как правило следует оценивать в три этапа. На первом этапе она оценивается как независимая, на втором – как потенциальная цель, на третьем – проводится анализ чувствительности: прогнозируется, что будет, если преимущества от слияния проявятся не столь быстро; если конкуренты ответят также слияниями, т.д.

Реализация стратегии слияния для компании-цели может иметь различную тактику в зависимости от того, какой покупатель наиболее вероятен – стратегический или финансовый. В условиях финансового неблагополучия и стратегии сохранения компании усилия менеджеров должны быть направлены на поиск стратегического покупателя, так как он заинтересован в активах, они представляют для него ценность и условия сделки могут быть более благоприятными для компании-цели. Сделки с финансовым покупателем более вероятны при ликвидации компании, продаже бизнеса целиком.

В настоящее время за рубежом слияния распространены достаточно равномерно по всем отраслям. В России лидерами управления ростом компаний за счет слияний являются нефтяная, телекоммуникационная, пищевая отрасли.

Особенности российских слияний заключаются в следующем:

- значительная роль государства в сделках, т.к. за государством остаются существенные пакеты акций крупных компаний;
- непрозрачность сделок по переходу контроля за компанией, использование в некоторых случаях подставных структур, при этом реальный покупатель остается неизвестен;
- использование банкротства для враждебного поглощения;
- значительное количество международных слияний, но при этом в основном иностранные компании покупают российские (приблизительно 90% сделок). Такое соотношение во многом определяется нормами валютного регулирования, сдерживающими отток капитала из России. Примером удачного поглощения российской компанией иностранной являются выгоды, полученные ОАО «ЛУКОЙЛ» при покупке американской компании Getty Petroleum, владеющей сетью автомобильных заправочных станций в США.

В заключение хочется отметить, что данное исследование не охватывает все вопросы, связанные с управлением ростом организаций в российских нестабильных условиях. Оно лишь формулирует методические подходы к управлению ростом хозяйствующих субъектов; демонстрирует ограниченность традиционных показателей, характеризующих отдельные составляющие роста; ориентирует на использование комплексного индикатора долгосрочного развития – стоимости организации.

#### **Список литературы:**

1. *Бобылева А.З.* Финансовое оздоровление фирмы. Теория и практика. М.: «Дело», 2003.
2. *Зуб А.Т.* Управление организационными кризисами. М.: Университетский гуманитарный лицей, 2003.
3. *Ковалев В.В., Волкова О.Н.* Анализ хозяйственной деятельности предприятия. Учебник. М.: «Проспект», 2000.
4. *Brigham E., Ehrhardt V.* Financial Management. Theory and Practice. 10<sup>th</sup> Edition. Harcourt College Publishers, 2002.
5. *Higgins R.C.* Analysis for Financial Management. Irwin McGraw-Hill, 2001, 6-th Edition.
6. *Luehrman T.A.* Using APV: A Better Tool for Valuing Operations. The Value Mandate. Maximizing Shareholder Value across the Corporation. AMACOM, 2000.
7. *Palepu K, Healy P, Bernard V.* Business Analysis & Valuation. Using Financial Statements. South-Western College Publishing. Thomson Learning, 2<sup>nd</sup> Edition, 2000.