

КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста

Ивашковская И.В.⁴⁰, Янгель Д.О.⁴¹

Жизненный цикл организации (ЖЦО) практически не анализируется через призму финансового подхода. В статье рассматриваются финансовые измерения компании — ликвидность, инвестиционный риск, стоимость — на протяжении «траектории жизни» и ставится проблема дополнения жизненного цикла организации анализом качества капитала и финансовых кризисов компании. Авторы показывают, что качество капитала целесообразно рассматривать с позиций изменений в финансовых измерениях компании на разных стадиях жизненного цикла. Анализ качества капитала должен учитывать объективные финансовые кризисы компании, связанные с движением по жизненному циклу, и поэтому — предусматривать оценку ликвидности капитала владельца компании на основе показателя потока свободных денежных средств. Авторы показывают, что корпоративному финансовому аналитику необходимо учитывать изменения, которые претерпевают финансовые измерения компании, и предлагают специфический агрегированный показатель роста компании (average growth factor, AGF).

Жизненный цикл организации (ЖЦО) изучается с позиций общего и стратегического менеджмента и практически не анализируется через призму финансового подхода. Между тем финансовые характеристики компании изменяются по мере ее движения по кривой ЖЦО. Каким образом финансовые измерения «траектории жизни» компании необходимо учитывать корпоративному финансовому аналитику? И какой вклад финансовая аналитика может внести в оценки стадий жизненного цикла? В статье предлагается специфический агрегированный показатель роста компании. Мы приглашаем к обсуждению вопросов особенностей анализа и разработки системы показателей оценки деятельности компании в увязке с ее жизненным циклом.

Качество капитала компании

В настоящее время как в странах с развитой рыночной экономикой, так и в нашей стране все большее распространение получает модель управления эффективностью бизнеса, основанная на стоимости компании (Value Based Management, VBM). В большинстве случаев именно стоимость бизнеса является тем целевым показателем, на который ориентируются все участники, имеющие свой интерес в деятельности каждой определенной компании. В рамках концептуальной модели VBM основное внимание уделяется повышению эффективности использования капитала, инвестированного в развитие этого бизнеса. Оценка эффективности осуществляется на основе критерия изменения стоимости бизнеса и в годовом выражении — на основе показателей экономической прибыли. Уникальность значения стоимости как критерия интегральной оценки бизнеса обусловлена тем, что данный

⁴⁰ Ивашковская Ирина Васильевна — профессор, заведующая кафедрой экономики и финансов фирмы, заведующая научно-учебной лабораторией корпоративных финансов ГУ-ВШЭ.

⁴¹ Янгель Дмитрий Олегович — слушатель программы, доктор делового администрирования Высшей школы менеджмента ГУ-ВШЭ.

показатель включает в себя множество взаимосвязанных параметров, лежащих порой в совершенно разных аналитических плоскостях управления.

При этом как для владельцев бизнеса, так и для большинства руководителей различного уровня возникает закономерный вопрос: каким образом компания, находясь на том или ином этапе своего развития, может повысить текущую эффективность и максимизировать свою рыночную стоимость в глазах потенциальных инвесторов. Очевидно, что на каждой стадии жизненного цикла организации (ЖЦО) менеджмент компании сталкивается с необходимостью отслеживания определенного набора параметров, так или иначе влияющих на процессы роста бизнеса и формирования тренда значения его стоимости для владельцев.

К классическим критериям оценки роста бизнеса компании и ее движения по траектории ЖЦО обычно относят такой показатель, как темп роста объемов деловой (операционной) активности, который в общем случае и с определенной долей условности приравнивают к изменениям объема валовой выручки реализации. Условность данного допущения характеризуется тем, что само понятие роста бизнеса компании является относительной величиной, поскольку может сравниваться сразу с несколькими критериями: с динамикой развития экономики (рынка); с темпами роста отрасли в целом; с темпами развития определенных отраслевых сегментов; и т.д. Тем не менее, даже несмотря на свою значимость, показатель темпов роста объемов деловой активности не может являться однозначным критерием, объясняющим поведение и динамику роста бизнеса компании. Необходимы дополнительные характеристики.

С позиций современной финансовой аналитики развитие конкретной компании на протяжении ЖЦО надо рассматривать в системе ключевых финансовых координат: *ликвидности, инвестиционного риска, подлинной стоимости компании*. Анализ в этом ракурсе позволяет ставить проблему *качества капитала* компании и его измерения на разных этапах ЖЦО. Вопрос о специфических финансовых характеристиках качества капитала на протяжении ЖЦО уже поднимался в экономической литературе [Ивашковская, 2006]. С позиций движения по траектории ЖЦО необходим анализ *ликвидности капитала для собственников*, который не может быть сведен к традиционному коэффициентному анализу. Требуется анализ потока денежных средств, *свободного для изъятия из бизнеса его владельцами (free cash flow to equity, FCFE)*. Почему для характеристики качества капитала нужно вовлечь именно этот показатель?

Независимо от конкретного профиля деятельности, любой компании в рыночной среде свойственны три типа потоков денежных средств: *поток от основной деятельности*, который образует фундамент устойчивости компании; *поток от инвестиционной деятельности* — он отражает ее приспособление к сдвигам в конкуренции; *поток от финансирования* обеспечивает финансовую гибкость компании, а точнее, скорость ее приспособления к меняющимся условиям бизнеса. Сумма всех трех составляющих — *чистый поток денежных средств (net cash flow)* — важный компонент финансового анализа компании на любой стадии ЖЦО. Именно способность бизнеса выступать генератором потока ДС либо, напротив, его настроенность на преобладание расходов денег над их поступлением являются ключом к анализу компании как в краткосрочном, так и в долгосрочном ракурсах. Российская традиция анализа данных финансовой отчетности компании, к сожалению, пока не вырастила подобную культуру отслеживания потоков ДС и построена практически исключительно на показателях прибыли.

На разных этапах ЖЦО *норма соотношения* операционного, инвестиционного и финансового потоков ДС компании выглядит неодинаково, как это показано на рисунке 1. Между тем именно из этого соотношения вытекает характеристика *потока свободных для собственника денежных средств (free cash flows to equity, FCFE)*, то есть 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. На рисунке 1 схематично отражена структура и динамика изменения всех компонентов потока денежных средств с привязкой к определенным стадиям ЖЦО.



Рис. 1. Изменения потоков денежных средств компании на стадиях ЖЦО

Говоря о «достаточности» чистого потока денежных средств, необходимо учитывать существование различных взглядов по отношению к качественной оценке данного критерия. К сожалению, в большинстве отечественных компаний практикуется использование традиционного (бухгалтерского) подхода к анализу поведения этого финансового показателя. Данный подход не позволяет получить объективную оценку динамики изменений этого показателя, поскольку в нем не учитывается фактор инвестиционных ожиданий владельцев бизнеса. Можно принять допущение, что стоимость бизнеса определяется его способностью в долгосрочной перспективе генерировать такой поток свободных денежных средств, который был бы в состоянии обеспечивать текущие потребности операционной деятельности компании после изъятия сумм ожидаемых дивидендных и процентных выплат (плату за капитал, инвестированный в этот бизнес). Как правило, величина начисляемых к выплате дивидендов определяется с учетом требуемой ставки доходности на собственный капитал со стороны владельцев ($\text{cost of equity}, K_E$), а

затраты по привлечению заемного финансирования ($\text{cost of debt}, K_D$) зависят от требуемой кредиторами доходности и текущей конъюнктуры рынка капитала. Таким образом, для анализа и качественной оценки потока свободных денежных средств более целесообразным представляется вариант использования *финансового*, а не бухгалтерского подхода к решению данной проблемы. Основное отличие этих подходов заключается в том, что финансовый подход, в отличие от «бухгалтерского», позволяет производить оценку альтернативных вариантов вложения капитала с учетом требуемой доходности при соответствующем и приемлемом уровне инвестиционного риска [Ивашковская, 2004].

При этом явно вырисовывается еще одно противоречие между бухгалтерской и финансовой моделью анализа компании, выраженное в различных подходах к оценке эффективности результатов деятельности компании. Бухгалтерская модель предполагает, что в качестве критерия эффективности обычно принимается показатель бухгалтерской прибыли, которая представляет собой величину суммы реализованной продукции за вычетом ее себестоимости и текущих расходов, обеспечивающих нормальное функционирование бизнеса компании. В пассиве баланса компании прибыль учитывается в разделе капитала на счетах нераспределенной прибыли отчетного периода (Returned Earnings), а в активе она отражается как на счетах денежных средств (Cash), так и на счетах учета начисленной к получению дебиторской задолженности клиентов (Accounts Receivables). При этом в большинстве случаев, достаточно остро встает вопрос об уровне ликвидности тех активов, которые учитываются на немонетарных счетах (проблема оборачиваемости и инкассации дебиторской задолженности), поскольку для нормального функционирования бизнеса необходим определенный (достаточный) объем свободных денежных средств. В частности,

именно по этой причине современная концепция финансового менеджмента оперирует понятием потока свободных денежных средств (FCF) и использует его во многих моделях в качестве основы для оценки стоимости бизнеса, анализа его эффективности и инвестиционной привлекательности.

Таким образом, с позиций первого финансового измерения компании – *ликвидности* – характеристика качества капитала должна быть основана на анализе «достаточности» потока свободных денежных средств. Такую оценку можно осуществлять, например, условно разделяя его на несколько составляющих. Первая составляющая выводится из допущения о том, что одна часть денежного потока изымается из операционного обращения и направляется на выплаты собственникам в виде дивидендов, и при этом сумма предполагаемых дивидендов рассчитывается исходя из той *требуемой* нормы доходности (cost of equity, K_E), которую вправе ожидать владельцы, инвестировавшие капитал в

развитие бизнеса и принявшие на себя определенный уровень риска по этим инвестициям. Вторая составляющая — оставшаяся часть денежного потока, она фактически и будет представлять из себя тот реально полученный дополнительный доход (Premium Income), который по своей сути очень близок к значению показателя *чистой экономической прибыли*, используемого в качестве базиса для определения величины добавленной стоимости бизнеса компании и позволяющего давать качественную оценку его текущей эффективности.

Второе финансовое измерение компании – это ее *инвестиционные риски*, которые в свою очередь зависят от деловых (операционных) и финансовых рисков (или рисков финансирования). Движение по траектории ЖЦО в финансовой системе координат связано с изменениями факторов инвестиционных рисков компании. В области делового риска факторы, фиксирующие устойчивость коммерческих взаимосвязей, существенно трансформируются. Например, если на первом этапе существенные колебания в финансовых результатах компании могут вызываться сильной зависимостью от узкого круга клиентуры, поставщиков, слабостью сбытовой сети, то с переходом на стадию роста возникают опасности чрезмерной диверсификации. В анализе инвестиционного риска такое состояние компании не связывается исключительно с количеством позиций в продуктивном 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. Такие ситуации создают почву для возникновения так называемых *скидок за диверсификацию*, означающих снижение стоимости компании.

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 сопровождаются глубиной проработки предпринимательской идеи, его «управленческой 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 более быстрого движения, нежели отраслевое. *Риск ключевой фигуры* на этой стадии заключается в отказе от перехода к профессиональному менеджменту или затягивании такого перехода, что повлечет за собой утрату скорости движения компании в конкуренции, 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.

Различные комбинации операционных и финансовых факторов инвестиционного риска являются определяющими для формирования требуемой за риск доходности или барьерной доходности компании (*hurdle gate*), которая колеблется в зависимости от восприятия всех факторов риска инвесторами. Ставка барьерной доходности рассчитывается на основе концепции затрат на капитал (*cost of capital*). Нормальный процесс взаимодействия факторов инвестиционного риска по мере продвижения по траектории ЖЦО должен создавать *тренд снижения* затрат на капитал. Что такое успех компании на разных этапах ЖЦО в координатах инвестиционного риска? Его следует понимать как нарастание *финансовой гибкости*, в которой сочетаются два процесса. Первый процесс – это рост *инвестиционной устойчивости* компании, расширение ее инвестиционного диапазона за счет снижения инвестиционных рисков, усиления контроля над ними. Повышение управляемости рисков ведет к снижению обязательной, пороговой планки доходности — и, значит, требований к минимальной эффективности рассматриваемых проектов. Это развязывает руки, расширяет диапазон приемлемых проектов, ускоряет процесс их внедрения. Второй процесс, в котором выражается успех, – это рост *устойчивости финансирования* за счет дополнительно привлекаемого капитала от инвесторов разного типа. Контроль инвестиционных рисков, их снижение ведут к смягчению условий получения нового капитала и от кредиторов, и от собственников.

Третье финансовое измерение компании – ее *стоимость*. Стоимость компании в финансовом понимании выражает *сумму эффектов использования капитала для инвестора-собственника, найденную путем их приведения к моменту анализа, и поэтому представляет собой сумму дисконтированных выгод для собственника*. Выявляя подлинную (фундаментальную) или инвестиционную стоимость для собственника (*value, V*), финансовый аналитик оценит эффективность использования капитала через два ведущих параметра: положительные потоки свободных для собственника денежных средств (*FCFE*) и затраты на собственный капитал (K_E или *cost of equity*), которым финансируется долгосрочное развитие компании. Стоимость компании для собственника в общей форме можно выразить как уравнение (1) с двумя слагаемыми: приведенной стоимостью потоков свободных денежных средств в течение периода владения стратегическими компетентностями (*core competencies*), называемого в финансовой аналитике горизонтом прогнозирования (от 1 до *n*), и приведенной стоимостью остаточного потока денежных средств (*terminal cash flow* или *TCF*):

$$(1) \quad V = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1 + K_E)^i} + \frac{TCF}{(1 + K_E)^i}.$$

Стоимость для собственника создается, если годовые потоки свободных для собственника денежных средств положительны и систематически превышают требуемый им за инвестиционный риск.

Стоимость как финансовое измерение компании важно с разных точек зрения. С *предпринимательской* точки зрения стоимость компании является интегральным параметром выражения признания и успеха, в котором материализуется двигатель компании — предпринимательская энергия. Компания с растущей стоимостью становится привлекательной. С точки зрения *собственнической (точки зрения инвестора)* стоимость компании важна как условие входа и выхода из бизнеса, поскольку без ее оценки невозможно получить долю в компании (например, передать часть доли от предпринимателя при переходе организации к росту), а также без потерь высвободить капитал из конкретного бизнеса. В глазах собственника стоимость компании – это параметр для выражения личного богатства. Приращение этой формы богатства становится критерием эффективности инвестиций, формирования его инвестиционного портфеля.

В соответствии с концепцией жизненных циклов И. Адизеса [Adizes I., 1988; Adizes, 1999], траектория ЖЦО проходит через несколько критических точек. Проблемы компании, стандартизированные в концепции ЖЦО И. Адизесом, делятся на *болезни роста* и

организационные патологии, с которыми, в отличие от болезней роста, самостоятельно организация справиться не может. На каждой стадии ЖЦО имеются свои наборы инструментов разрешения кризисных ситуаций. Все проблемные точки отражают предпринимательские, а после возникновения профессионального менеджмента в компании – и управленческие ловушки [Кушелевич, Филонович, 2004]. Для того чтобы полноценно применять концепцию жизненного цикла, кривую ЖЦО нужно дополнить *финансовыми кризисами*.

На стадии *зарождения* основная управленческая задача – доказать состоятельность бизнес-идеи. Решение такой задачи всецело зависит от достаточности предпринимательской энергии. Норма развития компании на этом отрезке обычно рассматривается в ракурсе возникновения определенных управленческих кризисов. Если взглянуть на эту стадию с позиций финансовых характеристик, то нужно выделить появление первого *финансового кризиса*, который является результатом специфической траектории движения потоков денежных средств на данном отрезке кривой ЖЦО. Как показано на рисунке 1, на протяжении стадии зарождения не удается создать операционный поток, достаточный, чтобы подпитывать рождающийся бизнес. Напротив, ему свойственен отток денежных средств по каналам операционной деятельности, который должен перекрываться притоком денег по каналам деятельности по финансированию. Отрицательный знак потока от операционной деятельности на этом этапе обязан своим появлением нескольким причинам. Первая связана с низкой эффективностью: пока еще не зарабатывается прибыль, бизнес все еще убыточен, объем сбыта мал, экономия на масштабе отсутствует. Вторая причина состоит в том, что 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, абсолютно неустойчивая компания не может рассчитывать на доверие этих «естественных» кредиторов. Поэтому рост оборотных активов требует от предпринимателя — владельца бизнеса инвестиций, то есть оттоков денежных средств. Компания испытывает трудности в продвижении по так называемому *циклу оборотного капитала*, который пока остается слишком длинным: от расходования денежных средств на необходимые ресурсные компоненты до их возвращения в компанию в виде платежей от ее клиентов проходит много времени.

Поток ДС от инвестиционной деятельности, вызванный необходимостью иметь требуемые для бизнеса структуру и объем долгосрочных активов, формируется 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 долгосрочных активов. На этапе зарождения организации положительный знак естественен только для потока от деятельности по финансированию, но главный источник капитала – личные средства предпринимателя-собственника. Происходит ли приращение совокупного потока денежных средств? Становится ли он положительной величиной к концу хозяйственного года или все-таки будет отрицательным? 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 кармана предпринимателя.

Поэтому, на наш взгляд, на этапе зарождения надо видеть два типа финансовых кризисов: *кризис ликвидности бизнеса* и *кризис ликвидности капитала собственника*. Первый тип кризиса выражается в нехватке денежного оборотного капитала для обеспечения текущей повседневной потребности молодого бизнеса. Второй тип кризиса означает отрицательный поток денежных средств для собственника ($FCFE < 0$) и как

следствие — *снижение* капитала предпринимателя. Даже на стадии *младенчества*, скорее всего, невозможно достичь устойчивости потоков ДС и выйти из полосы кризисов ликвидности, хотя для этой стадии характерно завершение полосы убыточности. Однако этот перелом еще может быть недостаточен для превращения потока ДС от операционной деятельности в положительную величину: отток ДС в операционной 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 главного потока ДС (потока от операционной деятельности) сама по себе не решается. В этом случае кризис ликвидности компании не преодолевается. Для выхода из этого типа кризиса ликвидности нужны дополнительные усилия в управлении оборотным капиталом, нацеленные на синхронизацию приростов оборотных активов и приростов по обязательствам, снижение приростов некоторых категорий оборотных активов за счет увеличения эффективности их использования и оптимизации их объемов. Таким образом, ключевой процесс в период предпринимательской полосы развития бизнеса, который захватывает этап зарождения полностью, а также начало следующего этапа — стадию «давай-давай», заключается в *трансформации предпринимательской энергии в относительно устойчивый денежный поток от операционной 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 на начальной стадии этапа роста — «давай-давай». Как отмечалось выше, появление прибыли вместо убытков 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» кредитные вливания преимущественно краткосрочны. Учитывая, что финансовые кризисы рассматриваемого типа свойственны всему периоду 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 на вторую стадию этапа роста — *юность*, где основной процесс состоит в *трансформации денежного потока в сформированную рыночную долю*. Этап роста насыщен управленческими кризисами компании: первая их серия приводит к отделению функции менеджмента от предпринимательской функции, а вторая серия кризисов сосредоточена на столкновении *предпринимательской* и *собственнической* ролей в бизнесе. Предприниматель встает перед дилеммой: сохранить компанию в собственности или привлечь новых инвесторов. Дилемма требует принятия решения по мере прохождения этапа роста. На этапе роста недостаточно измерять успех в категориях удержания рыночной доли: надо быстро расти как на бурно растущем, так и на стабильном, «остывающем» рынке. Речь идет о достижении стабильно высокого темпа, то есть темпа выше рыночного; если же достичь этого не удастся, то надо стремиться по крайней мере периодически обыгрывать рынок по темпу роста. Ведь даже только для того, чтобы удерживать долю на динамичном,

расширяющемся рынке, нужен новый капитал для роста. Перед предпринимателем встает проблема привлечения новых участников в капитал и в процесс принятия решений. Для выполнения задач роста необходимо поделить контроль над компанией. Баланс темпа роста и контроля над компанией составляет *дилемму инсайдерского контроля*.

На стадии юности компании требуются значительные ресурсы для финансирования роста. Конкуренция фиксирует доходность, которую молодая компания в состоянии заработать в отрасли, поэтому собственных финансовых ресурсов, сформированных из прибылей, станет недостаточно, а возможности привлечения долгосрочного заемного капитала ограничены. Такое ограничение объясняется двумя группами причин. Во-первых, оно связано с финансовыми рисками или рисками неплатежа. Привлечение растущих кредитных ресурсов возможно, если обеспечение кредита выглядит убедительно, точнее если финансовые пропорции бизнеса, описывающие покрытие периодических процентных выплат и обслуживание основной части долга, основанные на соотношении потока денежных средств от операционной деятельности компании и выплат по долгу, находятся на уровне требований определенных типов банков. Растущая компания не всегда легко вписывается в такие пропорции. Но даже если ограничений на кредитные вливания для конкретной компании не существует в силу хорошего покрытия долгов потоками ДС, необходимо учитывать вторую группу причин – проблему *структуры капитала*. Структура капитала — это существенный *стратегический параметр* компании. Поиск оптимального соотношения заемный — собственный капитал следует относить к ключевым элементам современного финансового анализа компании. Не вникая в детали такого анализа в данной статье, отметим, что пропорция является источником стратегически значимых для компании явлений. Во-первых, она предопределяет уровень *затрат на совокупный капитал*, применяемый для финансирования компании (*weighted average cost of capital, WACC*), определяемых как:

$$(2) \quad WACC = \frac{D}{D+E} K_D \times (1-t) + \frac{E}{D+E} K_E.$$

Структура капитала с чрезмерно низкой долей заемного капитала ($\frac{D}{D+E}$) 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*, то есть 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, рождающиеся 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 отражает усугубляющийся конфликт интересов профессионального менеджера и собственника, или агентский конфликт. В условиях высокой доли заемного капитала менеджмент либо стремится отбирать инвестиционные проекты с повышенным риском, чтобы обеспечить более крупные потоки денежных средств,

необходимые для обслуживания возросшего долга, либо отказывается от инвестиций в проекты с аналогичным, типичным для компании уровнем риска. В первом случае возникает явление, которое в корпоративных финансах получило название *замещения активов* (*asset substitution*), или смены профиля рисков активов; а во втором, напротив, речь идет об отказе от инвестиций, или *недостаточном инвестировании* (*underinvestment*). Надо иметь в виду и реакцию заинтересованных групп, или стейкхолдеров (*stakeholders*), компании. Наиболее преданными компании клиентами 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, в развитие послепродажного обслуживания, в разработку новых продуктов. Рациональное поведение такого типа клиентуры компании означает, что ей пора искать других поставщиков, а это может привести к ухудшению отношений и условий продаж для данной компании, к падению выручки и потоков денежных средств. Изменения возникают и в поведении 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 ДС. В таких ситуациях «наезды» конкурентов — в рекламных компаниях, в ценовой политике, в переманивании лучших работников — могут оказаться разрушительными, ведь быстрый адекватный ответ будет затруднен.

Иными словами, решение всех задач роста только за счет заемного капитала представляется нереалистичным и непродуктивным. При переходе к росту возникает *дилемма собственника*, навязывающая определенные границы выбора решений. Первый выбор — финансировать рост с нужным темпом, привлекая капитал от новых инвесторов-собственников, но ослабляя власть предпринимателя-собственника над бизнесом. Второй выбор — оставаться единовластным собственником, пожертвовав нужным темпом роста, а затем — и долей на рынке. Таким образом, финансовые кризисы на стадии юности и далее — на стадии расцвета, относящейся к этапу роста, 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 ДС 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 ДС от операционной деятельности, что создает *видимость* успешности бизнеса. Ведь снижение темпа способствует сокращению инвестиций в оборотный капитал. Следовательно, отток ДС на эти цели резко уменьшается. Иначе говоря, наличие прибыли, наличие положительного потока ДС от основной деятельности и наличие определенной динамики роста могут стать своего рода *ловушками*, если эта динамика недостаточна.

Вторая особенность связана с тем, что компании нужно *одновременно* финансировать и рост масштаба, и качественные сдвиги для достижения необходимого ускорения. Задача увеличения 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 наращивания 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» — завершения стадии быстрого роста самого рынка — меняется 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 лишь при построении эффективной бизнес-модели или за счет роста 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 типа, сфокусированные вокруг проблем ликвидности бизнеса, более неактуальны. 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.

Агрегированный показатель роста бизнеса

Анализ компании на протяжении ЖЦО в точки зрения ее третьего измерения — стоимости — можно проводить на основе показателя *экономической прибыли* (*economic profit*). Экономическая прибыль — это не стандартный вариант измерения результатов деятельности компании, заимствованный из микроэкономического анализа и основанный на принципе альтернативных издержек. Анализ экономической прибыли предполагает оценку этих альтернатив через оценку утрачиваемой доходности с учетом риска инвестиций. Использование экономической прибыли в качестве критерия признания результата является в настоящее время основой современного анализа компании, построенного на базе финансовой, а не бухгалтерской модели. Базовым показателем экономической прибыли следует считать вариант, называемый *остаточной прибылью* (*residual income, RI*).

$$(3) \quad RI = NOPAT - (ROCE - WACC) \times CE,$$

где:

NOPAT — net operating profit after tax — прибыль от основной деятельности после вычета налога на прибыль;

ROCE — return on capital employed — доходность (рентабельность) инвестированного капитала;

WACC — weighted average cost of capital — средневзвешенные затраты на капитал.

В отличие от других возможных форм экономической прибыли как показателя, данный вариант не предполагает специальных поправок к исходным данным финансовой отчетности. Для целей финансовой аналитики и финансового менеджмента исключительно важно неизбежное сравнение изменений показателей бухгалтерской (*NOPAT*) и экономической прибыли (*Residual Income*) во времени, которое требуется в случае обращения к показателю экономической прибыли как современному формату оценки результата деятельности компании. Их стилизованное поведение на тех или иных стадиях ЖЦО показано на рисунке 2.

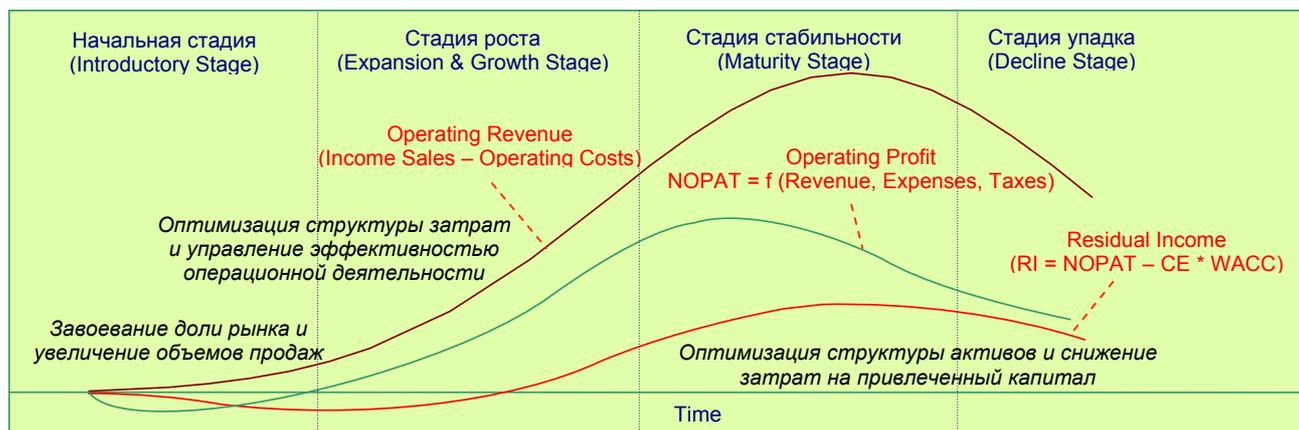


Рис. 2. Бухгалтерская и экономические прибыли на стадиях ЖЦО

Анализ поведения экономической прибыли лежит в основе современной концепции управления стоимостью бизнеса, поскольку именно этот критерий позволяет проводить комплексную оценку эффективности используемой в компании стратегии развития бизнеса. На приведенном ниже рисунке показано, что на определенных стадиях ЖЦО — часть стадии роста и стадия стабильности — доходность инвестированного капитала превышает значение барьерной доходности ($ROCE > WACC$), то есть происходит формирование *положительной величины* экономической прибыли, что означает прирост стоимости компании и способствует повышению инвестиционной привлекательности бизнеса.

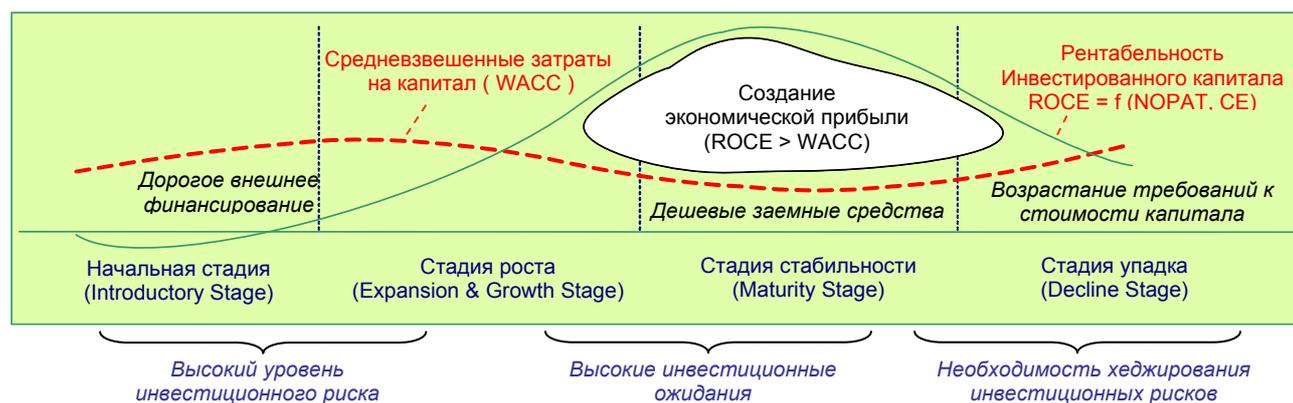


Рис. 3. Создание экономической прибыли на стадиях ЖЦО

Поскольку комбинация и сила действия факторов инвестиционного риска с течением ЖЦО постоянно меняется и в целом нормальной тенденцией становится постепенное снижение рисков к стадии зрелости, то барьерная доходность, представленная на рисунке 3 средневзвешенными затратами на капитал, также следует такому тренду. Устойчивая положительная экономическая прибыль возникает далеко не сразу, и в зависимости от индивидуальных особенностей компании эта ситуация формируется в начале или во второй половине стадии роста. Таким образом, с точки зрения современных финансовых показателей положительным результатом компании становится вовсе не в тех точках кривой ЖЦО, где возникает положительное значение бухгалтерской прибыли. Успешный по критерию экономической прибыли и стоимости компании результат может быть смещен во времени по сравнению с его видением через призму традиционных подходов.

Не вызывает сомнения тот факт, что на каждой стадии жизненного цикла любой компании присущи определенные характеристики, наиболее полно описывающие ее текущее состояние. Традиционно к ним относятся такие аналитические категории, как:

- возраст и размер организации;
- текущая организационная структура;
- централизация управления и степень формализации внутренних коммуникаций;
- существующие системы контроля и т.д.

Очевидно, что данные аналитические критерии по своей природе все же являются вторичными и способны отразить лишь последствия, связанные с перестройкой организационного дизайна компании и ее переходом от одной стадии ЖЦО к другой. Иными словами, данные параметры не позволяют однозначно позиционировать прохождение компанией той или иной стадии, поскольку эти критерии не учитывают целого ряда финансовых и экономических показателей, способных дать более объективную картину. При этом в каждый конкретный период существования компании перед ее менеджментом встает необходимость концентрации внимания на определенных целевых ориентирах, достижение которых позволяет преодолеть «болезни роста» и «организационные патологии» и поэтому определяет успешность реализации выбранной стратегии развития бизнеса. Ключевые зоны, на которых требуется сосредоточить корпоративную аналитику на тех или иных стадиях ЖЦО, систематизированы в таблице 1.

Таблица 1. Ключевые зоны анализа на стадиях ЖЦО

Стадия жизненного цикла организации	Наиболее значимые факторы роста
Становление бизнеса	Завоевание и удержание рыночной доли Оптимизация операционных (производственных) издержек Привлечение более «дешевых» заемных средств (внешнее финансирование текущей деятельности)
Стадия развития и роста	Увеличение объемов реализации и уровня операционной маржи Инвестиции в развитие и поддержание бизнеса Диверсификация продуктового портфеля и развитие инноваций
Стадия зрелости	Удержание своих рыночных позиций (клиентской базы) Эффективное управление затратами Максимизация стоимости бизнеса Хеджирование инвестиционных рисков
Стадия стагнации и упадка	Оптимизация структуры активов компании Своевременный вывод капитала Пересмотр рыночной стратегии и поиск новой бизнес-идеи

Существуют различные модели ЖЦО, но, несмотря на их специфику, практически во всех случаях остается открытым вопрос о том, какой параметр все же наиболее точно отражает конкретное состояние становления, роста, стабильности или спада бизнеса компании. Стремление анализировать различные графики, призванные описать поведение кривой жизненного цикла организации, неизбежно приводит к необходимости определиться с выбором того критерия, динамика изменений которого позволяла бы давать более корректную оценку самому процессу развития компании. Очевидно, что, в зависимости от специфики бизнеса, по оси ординат могут откладываться совершенно различные показатели: прирост доли рынка; темп роста продаж; прирост эффективности; текущая стоимость бизнеса и т.д. Несомненно, существует определенная зависимость поведения этих параметров от той стадии развития, на которой в данный момент находится компания. При этом на каждой стадии ЖЦО возникает необходимость в особом внимании к тем показателям, которые оказывают наибольшее влияние на эффективность развития бизнеса, — в соответствии с выбранной стратегией.

Исходя из этого можно попытаться сформировать некий *агрегированный показатель* (*Average Growth Factor, AGF*), который смог бы наиболее полно учитывать все ключевые параметры с динамически изменяющимися значениями весов, в зависимости от того или

иного этапа жизненного цикла организации. Можно предложить следующий алгоритм построения данного показателя.

Определяется фиксированный набор наиболее информативных финансовых показателей, позволяющих давать качественную оценку текущей деятельности компании. Как правило, в составе этого набора могут присутствовать такие параметры, как занимаемая доля рынка (Market Share); объем реализации (Sales); поток свободных денежных средств (FCFE); значения операционной и чистой прибыли (Operating profit либо NOPAT, Net Income); расчетное значение экономической прибыли (Residual Income); процентные доли инвестиционных вложений и дивидендных выплат от суммы чистой прибыли (коэффициент инвестиций — Investments to Net Income ratio, коэффициент дивидендных выплат — Dividends to Net Income ratio) и т.д.

Для каждого из выбранных и представленных для последующего анализа параметров устанавливается конкретное удельное весовое значение (Weight factor), определяющее значимость данного параметра и степень его влияния на показатель роста бизнеса в том или ином периоде для каждой конкретной стадии жизненного цикла компании.

Получаемые параметры сводятся в таблицу (см. таблицу 2), и по каждой строке в таблице формируются расчетные индексы, выраженные в качестве произведения удельного веса и фактического значения анализируемого параметра, которые в сумме позволяют получить некое интегральное значение фактора роста, отнесенное к определенному периоду, соответствующему стадии жизненного цикла.

Таблица 2. Расчет агрегированного показателя роста компании

Growth	Introductory Stage			Growth Stage			Maturity Stage			Decline Stage		
	Weight	Value	Index	Weight	Value	Index	Weight	Value	Index	Weight	Value	Index
Рыночная доля	0,2			0,15			0,1			0.05		
Объем продаж	0,3			0,25			0,2			0.2		
Поток свободных денежных средств	0,05			0,1			0,1			0.1		
Экономическая прибыль	0,05			0,1			0,25			0.25		
Чистая прибыль	0,15			0,15			0,15			0.2		
Коэффициент дивидендных выплат	0			0,05			0,1			0.15		
Коэффициент инвестиций	0,25			0,2			0,1			0.05		
Агрегированный фактор роста бизнеса												

Построив график, описывающий поведение этого интегрированного показателя во времени, по данным нормализованной финансовой отчетности и другим данным (с рынка капитала), можно сделать оценку о соответствии этапа развития бизнеса рассматриваемой компании определенной стадии ЖЦО. При этом полученный результат необходимо скорректировать с учетом влияния ряда качественных параметров, имеющих соответствующие значения с привязкой ко времени существования бизнеса компании. В конечном итоге можно получить определенное графическое представление, как на рисунке 4, которое в максимальной степени будет соответствовать поведению бизнеса компании и отражать динамику его развития с привязкой к ЖЦО.

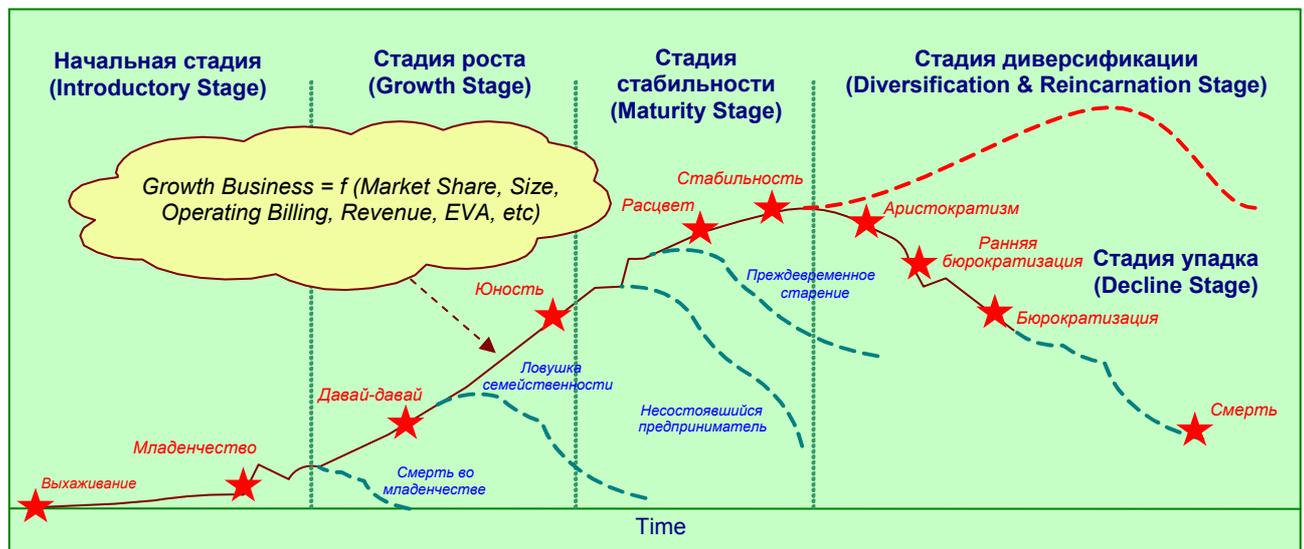


Рис. 4. ЖЦО в координатах агрегированного показателя роста бизнеса

Понимание финансовых измерений компании и качества ее капитала на разных стадиях ЖЦО позволяет структурировать проблемы, возникающие перед руководством компании, заблаговременно готовиться к ловушкам жизненного цикла. Отслеживание корпоративным финансовым аналитиком вызревающей трансформации параметров качества капитала помогает избежать многих ошибок в ходе разработки финансовой политики компании, предвидеть появление типичных проблем роста и эффективнее реагировать на появляющиеся кризисы.

Список литературы

1. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста / Управление компанией, № 11, 2006 г.
2. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызов российскому менеджменту. / Российский журнал менеджмента, № 4, 2004 г.
2. Кушелевич Е.И., Филонович С.Р. Модели жизненных циклов организаций / В кн.: Виханский О.С., Наумов А.И. (ред). Менеджмент: век XX — век XXI. М.: Экономистъ, 2004 г., с. 30—320.
3. Adizes I. Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It. / Prentice Hall: Englewood Cliffs, N.J. 1988.
4. Adizes I. Managing Corporate Lifecycles. Paramus. NJ: Prentice Hall, 1999.