

60 | Жизненный цикл организации: взгляд финансиста



Ирина Ивашковская

зав. кафедрой экономики
и финансов фирмы ГУ-ВШЭ,
канд. экон. наук, профессор
E-mail автора: ivashkovskaya@yandex.ru

Российский бизнес переживает необычную полосу спрессованного во времени броска к полноценной конкуренции, и в этом энергичном движении резко меняются траектории жизненного цикла компаний. Даже тех, которые существуют многие годы. Жизненный цикл организации (ЖЦО) изучается с позиций менеджмента, в ракурсе стратегии и политики компании и практически не анализируется через призму финансового подхода. Между тем финансовые характеристики фирмы изменяются по мере ее движения по «траектории жизни». Как использовать данные финансовых измерений ЖЦО в корпоративном финансовом анализе?

Качество капитала

С позиций современной финансовой аналитики развитие конкретной компании на протяжении ЖЦО надо рассматривать в системе ключевых финансовых координат: ликвидности, инвестиционного риска и подлинной стоимости (рис. 1). Первое финансовое измерение качества капитала — это его ликвидность. Ее традиционно рассматривают как характеристику конкретных групп активов, обозначающую саму способность и скорость их превращения в денежные

средства. Поэтому анализ ликвидности приравнивают к способности компании отвечать по возникшим обязательствам и изучают коэффициенты, выражающие покрытие имеющихся обязательств разными группами активов. Это важный ракурс анализа, но он не воссоздает полную картину ликвидности капитала в динамике. С позиций движения по траектории ЖЦО необходим еще один ракурс — ликвидность капитала для собственников. Поэтому требуется провести анализ потока денежных средств (ДС),

свободного для изъятия из бизнеса его владельцами (*free cash flow to equity, FCFE*). Почему для характеристики качества капитала нужно использовать именно этот показатель?

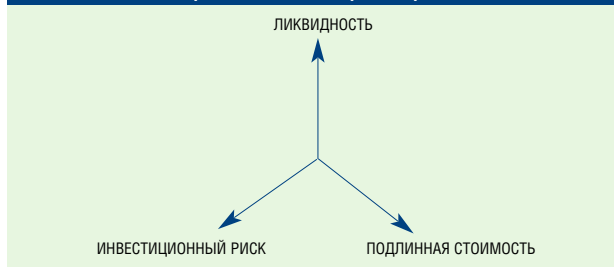
Независимо от конкретного профиля деятельности, любой компании в рыночной среде свойственны три типа потоков денежных средств. *Первый* — поток ДС от основной деятельности — возникает в операциях, непосредственно определяющих конкурентные характеристики компании и формирующих чистую прибыль. Этот поток образует фундамент устойчивости фирмы, внутренний финансовый источник ее развития. *Второй тип* — поток от инвестиционной деятельности — возникает в связи с периодической реструктуризацией долгосрочных активов компании и отражает ее приспособление к изменениям условий конкуренции, которые вынуждают продавать одни активы и покупать другие. *Третий тип* — поток от финансирования — обеспечивает финансовую гибкость компании, а точнее, скорость ее приспособления к меняющимся условиям бизнеса. Все три типа потоков имеют собственные «приливы» и «отливы» и формируют «волну» движения ДС организации в целом (рис. 2).

Сумма всех трех составляющих — чистый поток денежных средств (*net cash flow*) — важный компонент финансового анализа компании на любой стадии ее жизненного цикла. Именно способность бизнеса выступать генератором потока ДС либо, напротив, его нацеленность на преобладание расходования денег над их поступлением является ключом к анализу фирмы как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Российская традиция анализа финансовой отчетности, к сожалению, пока не сформировала подобную культуру отслеживания потоков ДС и построена практически исключительно на показателях прибыли.

На разных этапах ЖЦО норма соотношения операционного, инвестиционного и финансового потоков ДС выглядит по-разному, как это показано на рис. 3. Между тем именно из этого соотношения вытекает характеристика потока свободных для собственника ДС (*free cash flows to equity, FCFE*), т. е. тех денег, которые остаются у владельца компании после осуществления необходимых для реализации бизнес-стратегии инвестиций и выплат кредиторам. Свободным он назван постольку, поскольку показывает, какие денежные средства могут оказаться в распоряжении собственника¹.

Состояние этого показателя и тенденция его изменения характеризуют качество капитала, вложенного предпринимателем-собственником. Положительная величина показателя *FCFE* демонстрирует силу бизнеса, а позитивная динамика этого показателя отражает его устойчи-

Рис. 1. Финансовые измерения компании: долгосрочная перспектива



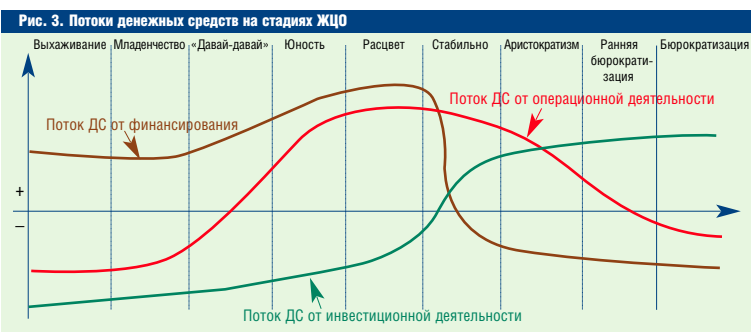
вость. Такая динамика может складываться как в связи с упрочением рыночных позиций компании, так и потому, что ей удастся систематически привлекать заемные средства и наращивать эффективность их использования. Напротив, отрицательные значения *FCFE* иллюстрируют слабость бизнеса, зависимость операций компании от «чужих» денег. Отрицательные значения *FCFE* могут возникать как из-за недостаточности и неустойчивости главного потока ДС (от операционной деятельности), так и в связи с необходимостью крупных инвестиций и значительных выплат по долгам. Иными словами, ликвидность фирмы, рассмотренная через призму способности создавать положительные потоки ДС для собственников, — это ключевая характеристика качества капитала, вложенного в компанию.

Инвестиционные риски

Второе важное финансовое измерение бизнеса — это инвестиционные риски, которым подвержена компания. Они формируются под влиянием широкого круга факторов, вызывающих неопределенность в результатах деятельности фирмы. Ключевые факторы рисков можно рассматривать с точки зрения сфер возникновения условий для неопределенности — тогда необходимо выделить деловые и финансовые риски. **Деловые риски** связаны с факторами операционного цикла компании. К ним относятся, *во-первых*, коммерческие условия, охватывающие отношения компании с контрагентами по бизнесу (поставщиками, персоналом, клиентами, конкурентами), и, *во-вторых*, факторы, определяющие механизмы формирования решений в компании и процедуры их реализации, — с некоторой долей условности их можно описать при помощи термина «качество управления» (*management depth*). Обе группы факторов, несомненно, связаны друг с другом, поскольку определяют разные стороны деятельности организации. Тем не менее в анализе инвестиционных рисков целесообразнее их разграничивать.

Первая группа факторов в большей мере опирается на внешние условия, в которых находится компания, *вторая* (качество управления) — на внутренние механизмы приспособления к рынку, архитектуру управленческих процессов. Коммерческие факторы разнообразны и возникают в звеньях цепочки создания потреби-

¹ Показатель свободного потока денежных средств ввел в академический оборот М. Jensen в 80-х гг. прошлого века. Примечательно, что появление этого понятия связано с анализом принципов выбора структуры капитала. Данный параметр до сих пор остается ключевым в теоретических работах по корпоративным финансам, посвященных анализу стратегических финансовых решений о структуре капитала и покупке корпоративного контроля.



тельской ценности: поставки — производство — продажа. Рассматривая подверженность компании риску, желательно последовательно проанализировать цепочку ценности, чтобы выделить ключевые компоненты, описывающие силу или слабость положения фирмы на рынке, ее конкурентных характеристик, отношений с поставщиками и клиентами. В движении «вдоль цепочки ценности» важнейшим показателем делового риска становится степень диверсификации бизнеса, рассматриваемая в трех ракурсах:

- *продуктовом*, описывающем состав продуктового портфеля;
- *сбытовом*, определяющем преимущества сбытовой сети компании и представленность ее продукции на различных рынках;
- *клиентском*, фиксирующем виды сегментов рынка, с которыми работает фирма, и ее зависимость от определенного типа клиентуры.

Факторы второй группы (качество управления) определяются архитектурой внутренних управленческих процессов, стилем принятия ключевых решений, процедурами стратегического анализа и разработкой программ развития и реализации решений. Чтобы охарактеризовать особенности принятия решений, необходимо прежде всего идентифицировать так называемый риск ключевой фигуры, который подразумевает не только наличие сильного формального лидера, но — и это главное — слабую команду управленцев, не владеющих в нужной мере навыками анализа, принятия решений и, значит, прогнозирования рисков. Иными словами, изучаются именно негативные последствия наличия в компании

ключевой фигуры, которые, впрочем, могут и не возникнуть при умелом управлении ситуацией. На мой взгляд, следует различать риск ключевой фигуры менеджера и риск ключевой фигуры предпринимателя. Предпринимательский стиль ведения бизнеса, который отличают такие важные для компании свойства, как гибкость и динамичность, все же не может обеспечить рост за пределами определенных масштабов бизнеса. Данный стиль менеджмента может прийти в противоречие с необходимостью формализации управленческих процессов и опоры на профессиональные знания и навыки наемного руководителя. Поэтому риск ключевой фигуры предпринимателя может выражаться в торможении перехода на профессиональное управление, лишении высококвалифицированного менеджера самостоятельности и навязывании ему неэффективных концепций. Картина может дополняться фактором риска второй ключевой фигуры (менеджера, замыкающего на себя управленческие решения), создающим искусственные препятствия для формирования жизнеспособных, деятельных команд или выдвижения отдельных руководителей. Негативное влияние ключевой фигуры менеджера может сказываться независимо от проблем, создаваемых непосредственно предпринимателем.

Помимо рассмотрения риска ключевой фигуры анализ качества управления должен включать в себя формирование картины прозрачности компании, сопоставимости ее данных, без чего инвесторам сложно будет оценить тенденции развития. Наконец, когда в организации возникают органы корпоративного управления — советы директоров и их комитеты, характеристика архитектуры принятия решений как компонента инвестиционного риска смещается в область их деятельности. Для понимания подверженности компании рассматриваемой группе факторов риска придется анализировать процедуры корпоративного управления, характеристики совета директоров, в том числе наличие в его составе независимых членов, регламенты обсуждения действий менеджмента в отсутствие директоров-менеджеров.

На инвестиционные риски компании влияют также ее текущие отношения с инвесторами и контрагентами по поводу способов финансирования и расчетов. Это ее **финансовые риски**. К ним относятся состояние взаимоотношений с кредиторами, которые описываются системой финансовых пропорций (коэффициентов), фиксирующих зависимость от «чужих денег» (финансовый рычаг), качество этой зависимости, степень ее тяжести для компании (покрытие обязательств). Важный аспект финансового риска — это вызванные изменениями валютных курсов ценовые риски, которые оказывают влияние на конечные результаты деятельности компаний, вынужденных вступать в различные международные операции.

Стоимость

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

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

Стоимость компании для ее владельца создается, если годовые потоки свободных для собственника ДС положительны и систематически превышают размер компенсации за инвестиционные риски.

Стоимость как финансовое измерение компании, на мой взгляд, заслуживает рассмотрения с различных точек зрения. Для предпринимателя стоимость компании является интегральным параметром выражения признания и успеха, в котором материализуется ее двигатель — предпринимательская энергия. Фирма с растущей стоимостью становится привлекательной. Для собственника (инвестора) стоимость компании важна как условие входа и выхода из бизнеса, поскольку без ее оценки невозможно ни получить свою долю (или, например, передать ее часть при переходе организации к этапу роста), ни высвободить без потерь капитал. В глазах собственника стоимость компании — это показатель личного богатства. Его приращение становится критерием эффективности инвестиций, формирования инвестиционного портфеля.

Рассмотрим, какие изменения возникают в каждом из трех финансовых измерений по мере движения по кривой ЖЦО и покажем, какое значение имеет отслеживание этих процессов.

Рис. 4. Стадии жизненного цикла организации по И. Адизесу



Финансовые кризисы на этапах ЖЦО

В соответствии с концепцией жизненных циклов И. Адизеса² траектория ЖЦО проходит, как показано на рис. 4, через несколько критических точек. Проблемы компании, стандартизированные в концепции ЖЦО, делятся на болезни роста и организационные патологии, с которыми, в отличие от первой категории недугов, самостоятельно организация справиться не может. На каждой стадии ЖЦО имеются свои наборы инструментов разрешения кризисных ситуаций. Как видно на рис. 4, все проблемные точки отражают предпринимательские, а после возникновения профессионального менеджмента в компании и управленческие ловушки³. Для того чтобы полноценно применять концепцию жизненного цикла, на мой взгляд, кривую ЖЦО нужно дополнить графиками финансовых кризисов.

Этап зарождения

На стадиях выхаживания и младенчества основная управленческая задача — доказать состоятельность бизнес-идеи. Решение этой задачи всецело зависит от уровня предпринимательской энергии. Норма развития компании на данном отрезке обычно рассматривается в ракурсе возникновения определенных управленческих кризисов. Если же анализировать проблему с точки зрения финансиста, необходимо будет сказать о возникновении первого финансового кризиса, который является результатом специфической траектории движения потоков ДС на данном отрезке кривой ЖЦО. Как показано на рис. 3, на стадии зарождения не удается создать операционный поток, достаточный для подпитывания формирующегося бизнеса. Напротив, ему свойствен отток ДС по каналам операционной деятельности, который должен перекрываться притоком денег по каналам деятельности, связанной с финансированием. Отрицательный знак потока от операционной деятельности на данном этапе обязан своим появлением нескольким причинам. Первая связана с низкой эффективностью бизнеса, который все еще остается убыточным: прибыль пока не зарабатывается, объем сбыта мал, экономия на масштабе

² Adizes I. *Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It*. Prentice Hall: Englewood Cliffs, N. J. 1988; Adizes I. *Managing Corporate Lifecycles*. — Paramus, NJ: Prentice Hall. 1999.

³ 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.: Экономика, 2004. — С. 304—320; Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Российский журнал менеджмента. 2004. №4.

Рис. 5. Основные факторы инвестиционного риска на этапах ЖЦО

Этапы	Зарождение	Рост	Старение
Деловые риски: коммерческие факторы	<ul style="list-style-type: none"> Отсутствие продуктовой, сбытовой, клиентской диверсификации Слабость рыночной позиции Высокая зависимость от поставщиков Высокий операционный рычаг 	<ul style="list-style-type: none"> Несбалансированная/ избыточная пролуктовая и клиентская диверсификация Недостаточная сбытовая диверсификация Высокая зависимость от поставщиков 	<ul style="list-style-type: none"> Утрата лояльности клиентов, персонала
Деловые риски: качество управления	<ul style="list-style-type: none"> Ключевая фигура предпринимателя 	<ul style="list-style-type: none"> Ключевая фигура предпринимателя Ключевая фигура менеджера Непрозрачность Отставание финансовой аналитики Низкая эффективность деятельности советов директоров 	<ul style="list-style-type: none"> Ключевая фигура менеджера Непрозрачность Отставание стратегической аналитики Бюрократизация
Финансовые риски	<ul style="list-style-type: none"> Краткосрочной ликвидности Долгосрочной платежеспособности Ценовые (риск валютного курса) 	<ul style="list-style-type: none"> Несбалансированность структуры капитала Краткосрочной ликвидности Долгосрочной ликвидности Ценовые (риск валютного курса) 	<ul style="list-style-type: none"> Несбалансированность структуры капитала Ценовые (риск валютного курса)

отсутствует. Вторая причина усиливает драматизм ситуации: бизнесу необходимы инвестиции в оборотный капитал, чтобы возобновлять израсходованные ресурсы и пытаться зафиксировать объем выпуска. Возможный прирост оборотных активов пока не может опираться на адекватный ему рост краткосрочных обязательств, состоящих преимущественно из кредиторской задолженности поставщикам. Новая компания не вправе рассчитывать на доверие этих «естественных» кредиторов. Поэтому рост оборотных активов требует инвестиций от предпринимателя — владельца бизнеса, т. е. оттоков ДС. Компания испытывает трудности в продвижении по так называемому циклу оборотного капитала, который пока остается слишком длинным: от расходования ДС на необходимые ресурсные компоненты до их возвращения в виде платежей от клиентов проходит много времени.

Поток ДС от инвестиционной деятельности, связанной с 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 долгое время: если «выйти» предпринимательскую идею удастся, будет произведена покупка дополнительных долгосрочных активов. На стадиях выхаживания и даже младенчества положительный знак естественен только для потока от деятельности по финансированию, но главный источник капитала — личные средства предпринимателя-собственника. Происходит ли приращение совокупного потока ДС? Становится ли он положительной величиной к концу хозяйственного года или все-таки остается отрицательным? Это зависит от интенсивности инвестиций в оборотный капитал и в основные средства, с одной стороны, и масштабов накоплений предпринимателя — с другой. Таким образом, появление знака «минус» у совокупного потока ДС в начале

и конце стадии выхаживания — достаточно распространенный вариант развития событий, который означает отток денег из кармана предпринимателя.

Поэтому, на мой взгляд, на этапе зарождения компании следует различать 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* означает отрицательный поток ДС для собственника ($FCFE < 0$) и, как следствие, снижение капитала предпринимателя. Даже на стадии младенчества, скорее всего, не удастся добиться устойчивости потоков ДС и выйти из полосы кризисов ликвидности, хотя для нее в целом характерно завершение полосы убыточности. Однако этот перелом может оказаться недостаточным для превращения потока ДС от операционной деятельности в положительную величину: отток финансовых ресурсов 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 — будут означать, что и на стадии младенчества проблема отрицательного знака главного потока ДС сама по себе не решается. Следовательно, кризис ликвидности компании не преодолевается. Его разрешение потребует дополнительных усилий в сфере управления оборотным капиталом, нацеленных на синхронизацию приростов оборотных активов и приростов по обязательствам, снижение приростов некоторых категорий оборотных активов за счет увеличения эффективности их использования и оптимизации объемов. Финансовая задача данного этапа, схематично показанная на рис. 3, — вывести операционный поток компании в зону положительных значений или подтянуть его от отрицательных значений до нулевой отметки.

Стадия «давай-давай»

Таким образом, ключевой процесс в период предпринимательской полосы развития бизнеса, который захватывает этап зарождения полностью, а также начало следующего этапа роста — 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 ДС. Создание притоков капитала в компанию означает, что работоспособная бизнес-модель построена и начала действовать. Реальное воплощение этой задачи должно состояться на начальном этапе стадии «давай-давай». Как отмечалось выше, появление прибыли вместо убытков произойдет раньше, чем поток от основной деятель-

ности устойчиво поменяет знак с «минуса» на «плюс». 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 ДС (*FCFE*) может поменять знак с отрицательного на положительный.

Однако следует 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 стадию «давай-давай», необходимо поддерживать соответствие между капиталом предпринимателя и финансовым масштабом компании. Если предприниматель «замахнется» на бизнес, требующий крупного и длительного притока капитала, не имея достаточной подпитки в виде собственных ДС, то он, скорее всего, не сможет преодолеть кризис ликвидности капитала. Основой выхода из финансовых кризисов являются, естественно, не кредитные поступления как таковые, а крепнущая рыночная позиция компании.

Стадия юности

Далее наступает вторая стадия этапа роста — юность; ее основным содержанием становится трансформация денежного потока в **сформированную рыночную долю**. Этап роста насыщен управленческими кризисами: *первая* их серия приводит к разделению функций менеджмента и предпринимательства, в основе *второй* лежит столкновение предпринимательской и собственнической ролей в бизнесе. На этой стадии развития предпринимателю необходимо делегировать часть собственнических функций новым инвесторам. Проблема углубляется по мере прохождения компанией этапа роста, когда измерять успех в категориях удержания рыночной доли становится недостаточно: надо стремительно наращивать темпы развития как на бурно растущем, так и на «остывающем» рынке. Речь идет о достижении стабильно высокого темпа, превышающего средний по отрасли, либо, по крайней мере, о периодическом обыгрывании рынка по скорости развития. Но даже для удержания доли на динамично расширяющемся рынке нужен дополнительный финансовый ресурс. Предпринимателю необходимо привлекать инвесторов — новых участников в капитале и процессе принятия решений. Чтобы компания могла развиваться в необходимом темпе, собственник должен поделиться контролем над ней. Баланс темпа роста и контроля над бизнесом составляет дилемму инсайдерского контроля.

На стадии юности компании требуются значительные ресурсы для финансирования роста. Конкуренция фиксирует доходность, которую молодая фирма в состоянии заработать в отрасли, поэтому собственных финансовых ресурсов, сформированных из прибылей, будет недостаточно, а возможности привлечения долгосрочного заемного капитала окажутся лимитированными. Это объясняется двумя группами причин.

Во-первых, ограничение 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, а также обслуживание основной части долга и базирующиеся на соотношении потока ДС от операционной деятельности и выплат по долгу, находятся на уровне требований определенных типов банков. Растущей компании не всегда удается соответствовать этим условиям. Но даже если ограничения на кредитные вливания для конкретной фирмы не существуют по причине хорошего покрытия долгов потоками ДС, необходимо учитывать *вторую группу причин* — проблему структуры капитала.

Структура капитала — это существенный стратегический параметр компании. Поиск оптимального соотношения заемного капитала к собственному следует относить к ключевым элементам современного финансового анализа, технологии которого частично уже рассматривались на страницах рубрики⁴. Не вникая в его детали, отметим, что пропорция является источником стратегически значимых для компании явлений. *Во-первых*, она предопределяет применяемый для финансирования фирмы (*weighted average cost of capital, WACC*) уровень **затрат на совокупный капитал**, определяемых как:

$$WACC = \frac{D}{D+E} K_D + \frac{E}{D+E} K_E.$$

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**, компенсирующей риски остаточного характера, которые влекут за собой требования собственников к активам компании. Несбалансированная структура капитала означает, что затраты фирмы на капитал больше, чем могли бы быть. В движении по ЖЦО со структурой капитала, далекой от оптимальной, компании придется преодолевать дистанцию с более высокими барьерами или требованиями к доходности капитала, а значит, быть гораздо более жесткой и избирательной в отношении инвестиций. Сле-

⁴ Ивашковская И. В. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала // Управление компанией. 2004. №11; Ивашковская И., Куприянов А. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании // Управление компанией. 2005. №2.

довательно, далеко не все инвестиционные проекты, порожденные рыночными возможностями компании, ей выгодны, а это отрицательно влияет на конкурентную маневренность фирмы на товарных рынках.

Во-вторых, стратегическая природа структуры капитала связана с тем, что попытка решить задачи роста путем заемного финансирования без привлечения новых инвесторов-собственников ведет к появлению специфических эффектов, обусловленных высокой долей заемного капитала в структуре совокупного капитала компании. Проблема в том, что обозначенные эффекты представляют определенные препятствия для развития бизнеса. Один из типов специфических эффектов — так называемые эгоистические инвестиционные решения менеджмента. Они являются отражением усугубляющегося конфликта интересов профессионального менеджера и собственника (агентского конфликта). В условиях высокой доли заемного капитала менеджмент либо стремится отбирать инвестиционные проекты с повышенным риском, чтобы обеспечить более крупные потоки ДС, необходимые для обслуживания возросшего долга, либо отказывается от вложений в проекты с аналогичным, типичным для компании уровнем риска. *В первом случае* возникает явление, которое в корпоративных финансах получило название замещения активов, или смены профиля рисков активов, а *во втором*, напротив, речь идет об отказе от вложений или недостаточном инвестировании. Надо иметь в виду и реакцию заинтересованных групп компании (*stakeholders*). Ключевыми клиентами слишком высокая доля заемного капитала трактуется как тревожный симптом: ведь в этом случае все более крупная доля потока ДС должна отвлекаться на обслуживание долга, а значит, изыматься из инвестиций в рост качества продукции, развитие послепродажного обслуживания, разработку новых продуктов. Рациональное поведение такого типа клиентуры предполагает поиск других поставщиков, что может привести к ухудшению отношений и условий продаж для данной компании, падению выручки и потоков ДС. Одновременно меняется поведение части персонала, преследующего карьерные цели и вынужденного искать способы защиты собственных интересов. Наконец, нельзя не отметить, что с ростом финансового риска у компании ослабевает конкурентный иммунитет: ее маневренность уменьшается вследствие ужесточения условий использования потока ДС. В таких ситуациях «наезды» конкурентов (рекламные «антикампании», ценовые войны, переманивание лучших работников) могут оказаться разрушительными, поскольку ответить быстро и адекватно очень сложно.

Иными словами, решение всех задач роста только за счет заемного капитала представляется нереалистичным и непродуктивным. Как показано на рис. 4, возникает дилемма собственника, устанавливающая определенные

границы выбора решений. *Первый вариант* — финансировать рост компании в нужном темпе, привлекая капитал новых инвесторов-собственников и снижая при этом власть предпринимателя-владельца над бизнесом. *Второй* — оставаться единовластным хозяином, жертвуя необходимой скоростью развития, а затем и долей на рынке. Таким образом, финансовые кризисы на стадиях юности и расцвета (этап роста) воспроизводятся на новой базе. В чем их особенности?

Первая особенность вызвана изменениями драйверов кризиса бизнес-ликвидности. 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 может наступить снова, но его природа будет связана со скоростью роста, которая на данном этапе ЖЦО не должна определяться волевыми решениями и субъективным видением менеджмента. Темп роста диктуется компанией самим рынком: отставание ведет к утрате стратегически важных конкурентных позиций. Парадокс заключается в том, что снижение темпа роста, способствуя сокращению инвестиций в оборотный капитал (в результате чего отток ДС на эти цели резко уменьшается), позволяет устранить отрицательный знак потока капиталов от операционной деятельности, т. е. создает видимость успешности бизнеса. Иначе говоря, наличие прибыли, положительного потока ДС от основной деятельности и определенной динамики роста могут стать своего рода ловушками, если эта динамика является недостаточной.

Вторая особенность связана с тем, что компании нужно одновременно финансировать и рост масштабов деятельности, и качественные сдвиги для достижения необходимого ускорения. Задача расширения бизнеса требует увеличения инвестиций в оборотный капитал (рост запасов, а также числа клиентов-дебиторов), а задача ускорения — долгосрочных капиталовложений в развитие (новое оборудование, технологии, консолидация бренда). В итоге образуется барьер для инвестиций. Решение этих задач путем наращивания кредитных вливаний ухудшает структуру капитала, и собственники, «чувствуя» накопившиеся риски, выдвигают повышенные требования к доходности. На данном этапе ЖЦО, как правило, появляется еще одна проблема. К моменту «созревания рынка» — завершения стадии его быстрого роста — меняется характер конкуренции. Если рынок на подъеме, все фирмы имеют пространство для расширения масштаба деятельности — нужно лишь правильно расти. Когда темп этого процесса начинает замедляться, расти удается исключительно за счет выталкивания конкурентов из бизнеса, что возможно только при построении эффективной бизнес-модели или роста за счет ре-

зультативности. Таким образом, возникает новый драйвер — финансирование роста эффективности (производительность, оборудование, бизнес-процессы и т. п.). Итак, на этапе роста кризис ликвидности капитала предпринимателя (собственника) также приобретает новые очертания и возможности для развертывания: теперь он протекает в плоскости оптимизации структуры капитала.

К стадиям расцвета и стабильности компания должна пройти через новую серию управленческих кризисов, и при нормальном развитии событий к этому времени структура ее собственного капитала должна стать дисперсной по сравнению с предыдущими стадиями ЖЦО. Финансовые кризисы первого типа, связанные с проблемами ликвидности бизнеса, более не являются актуальными. Зрелая компания наконец становится, по меткому определению специалистов «Бостон консалтинг групп», «дойной коровой». Тем не менее причины для возобновления финансовых кризисов, связанных со структурой капитала, могут сохраняться.

Жизненный цикл в контексте инвестиционного риска

Движение по траектории ЖЦО в финансовой системе координат связано с изменениями инвестиционных рисков компании. На рис. 5 схематично показаны ключевые комбинации ведущих факторов риска на главных этапах ЖЦО. В области делового риска условия, фиксирующие устойчивость коммерческих взаимосвязей, существенно трансформируются. Например, если на этапе зарождения бизнеса значительные колебания в финансовых результатах компании могут быть вызваны чрезмерной зависимостью от узкого круга клиентуры или поставщиков, слабостью сбытовой сети, то с переходом к стадиям роста возникают опасности излишней диверсификации. В анализе инвестиционного риска такое состояние компании не связывается исключительно с количеством позиций в продуктовом ассортименте, разнородностью типов клиентов или рынков, на которых представлена продукция фирмы. 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 управленческой команды. Подобные ситуации создают почву для возникновения так называемых скидок за диверсификацию, означающих снижение стоимости компании.

По мере усложнения задач происходят сдвиги и в группе факторов, условно названных нами «качеством управления». Постепенно расширяется «поле риска», возникают новые факторы неопределенности будущего финансового результата, и одновременно изменяются формы проявления риска ключевой фигуры. На ранних фазах цикла риски фигуры предпринимателя связаны с глубиной проработки бизнес-идеи, «управленческой

энергетикой» первого лица. Но на стадии «давай-давай», когда складываются условия для развития дилеммы профессионализма, значение фактора ключевой фигуры предпринимателя существенно иное. Поскольку для данного периода главная задача — соответствовать среднеотраслевому темпу роста или даже создавать возможности для его опережения, риск ключевой фигуры выражается в отказе от перехода к профессиональному менеджменту или затягивании этого процесса и влечет за собой утрату необходимых в конкурентной гонке темпов роста, потерю эффективности. На более поздних стадиях ЖЦО этот фактор риска проявляется в подавлении профессионального менеджмента, создании неоправданных ограничений для профессионального решения возникающих управленческих задач.

Выделенные комбинации факторов инвестиционного риска, на мой взгляд, являются определяющими для формирования требуемой за риск доходности, или барьерной доходности компании (*hurdle rate*), которая колеблется в зависимости от восприятия рисков инвесторами. Ставка барьерной доходности рассчитывается на основе концепции затрат на капитал (*cost of capital*). Нормальное восприятие факторов инвестиционного риска должно по мере продвижения по траектории ЖЦО 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* — это рост инвестиционной устойчивости компании, расширение диапазона ее инвесторов за счет снижения рисков, усиления контроля над ними. Повышение управляемости рисками ведет к снижению пороговой планки доходности и, значит, требований к минимальной эффективности рассматриваемых проектов. Это «развязывает руки», расширяет диапазон приемлемых проектов, ускоряет их внедрение. *Второй процесс*, демонстрирующий успех, — это рост устойчивости финансирования за счет дополнительно привлекаемого капитала. Контроль инвестиционных рисков, их снижение ведут к смягчению условий получения нового капитала и от кредиторов, и от собственников.

Понимание финансовых измерений компании и качества ее капитала на разных стадиях ЖЦО позволяет структурировать управленческие проблемы, 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 наступающие кризисы. Особенности финансового управления и анализа компании на разных стадиях ЖЦО — тема следующих выпусков рубрики «Корпоративные финансы». **ЖУИ**