

52 | Финансовые измерения качества роста



Ирина Ивашковская

зав. кафедрой экономики и финансов
фирмы ГУ-ВШЕ,
канд. экон. наук, профессор
E-mail автора: eff@hse.ru

Проблема роста компании многогранна. Ее можно анализировать с позиций корпоративной стратегии, с точки зрения маркетинговых приемов освоения рынков или, например, политики управления персоналом в условиях расширения бизнеса. Как должны интерпретировать проблематику роста компании финансовые аналитики и менеджеры? Чем инструментарий современного финансового анализа отличается от традиционного?

Устоявшиеся методы

В основе привычного подхода к анализу роста компании лежит концепция темпа устойчивого роста (*sustainable growth rate*), разработанная еще в 60-х гг. прошлого века всемирно известной сегодня консалтинговой фирмой *Boston Consulting Group (BCG)*. Устойчивый темп роста — это скорость увеличения выручки от продаж, которой компания в состоянии достичь при условии сохранения ее операционной и финансовой политик неизменными. Приведенные на рис. 1 формулы помогают уточнить это определение и рассчитать темп устойчивого роста. Операционная политика компании описывается в них двумя финансовыми коэффициентами. Первый — коэффициент рентабельности продаж — фиксирует выручку от реализации продукции, которая зависит от сложившейся политики цен и положения фирмы на рынке; за эти параметры отвечают сотрудники маркетинговой службы. Кроме того, данный коэффициент отражает контроль над текущими производственными и непроизводственными расходами компании, которые влияют на прибыль от операций в ее основной деятельности. Это означает, что коэффициент рентабельности продаж также включает в себя информацию о сложившемся ассортименте и текущей практике управления оборотными активами компаниями. Второй финансовый коэффициент — оборачиваемость активов — демонстрирует в агрегированной форме эффективность компании, поскольку отвечает на вопрос о том, сколько раз в течение хозяйственного года все активы (включая долгосрочные) способны создавать годовой оборот фирмы (выручку). Поэтому данный коэффициент отражает практику управления инвестированным капиталом при существующей операционной политике компании: сложившемся ассортименте, рыночной позиции, результативности производственного менеджмента.

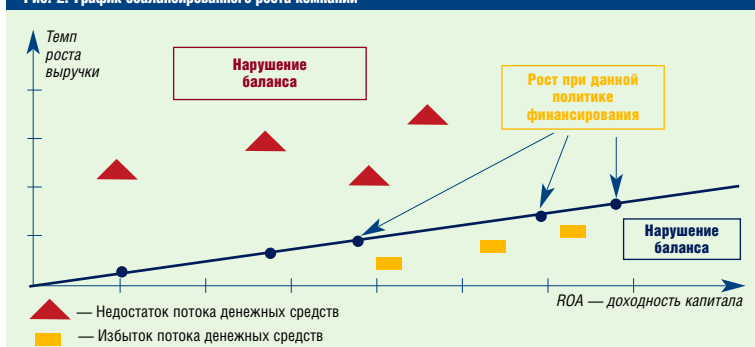
Вторая группа коэффициентов описывает стратегию финансирования. *Норма накопления* или *реинвестирования* напрямую зависит от системы использования внутренних источников финансирования, к которым прежде всего относится создаваемая в компании прибыль, и от политики выплат собственникам. *Коэффициент финансового рычага* описывает принципы привлечения капитала. Чем больше заемного капитала, тем выше данный коэффициент, а значит, шансы наращивания прибыли растут, поскольку на решение именно этой задачи направлено действие финансового рычага компании¹. Одновременно может возрастать и риск неплатежа.

Иными словами, темп устойчивого роста — это единственно возможная скорость увеличения продаж при неизменности рассмотренных четырех коэффициентов. Если темп развития компании становится иным, какой-то из коэффициентов должен измениться, и, следовательно,

Рис. 1. Темп устойчивого роста



Рис. 2. График сбалансированного роста компании



либо в операционной политике, либо в стратегии финансирования происходят перемены. Поэтому данный темп можно считать вмененным или предписанным компании двумя видами ее политик — операционной и финансирования. Но это вовсе не означает, что фирма будет развиваться с заданной скоростью: на нее влияют меняющиеся рыночные условия и остальные виды политик.

Формулу темпа устойчивого роста (см. рис. 1) можно преобразовать в более компактные с точки зрения математики, но менее удобные для финансового анализа варианты. Важнее, конечно, детализировать факторы, влияющие на зависимую переменную — темп, чем стремиться упрощать формулу. Тем не менее, обратившись ко второму, более краткому ее варианту, можно проиллюстрировать еще одну грань рассматриваемой концепции — проблему сбалансированности роста. На графике, изображенном на рис. 2, формула 2 с рис. 1 определяет движение по горизонтальной оси; также использована предпосылка о стабильности политики финансирования (остальные коэффициенты формулы 2 на рис. 1 фиксированы).

Вертикальная ось графика используется для демонстрации темпа роста компании, на горизонтальной оси отображаются ситуации, складывающиеся в операционной политике. Состояние сбалансированности на рис. 2 показано при помощи зеленой линии, на которой расположены точки, возникающие как комбинации постоянной модели финансирования с меняющейся операционной политикой, выражающейся в изменении доходности капитала (ROA). Стремление развиваться в темпе выше

¹ См. Ивашковская И. От финансового рычага к структуре капитала // Управление компанией. 2004. № 11.



зеленых точек линии сбалансированности ведет к несбалансированности источников финансирования, проявляющейся в форме нехватки капитала. Напротив, стремление расти в темпе ниже зеленых отметок для разных операционных ситуаций ведет к образованию избытка капитала. Совершенно очевидно, что конкретные шаги компании, планирующей рост выше линии сбалансированности, будут кардинально отличаться от действий, предпринимаемых в случае движения ниже этой линии. К организациям, чьи темпы фактического или планируемого развития находятся выше зеленой линии, относятся в основном компании, переживающие стадии роста. Фирмы, достигшие зрелости или приближающиеся к ней, будут, скорее всего, иметь темпы развития ниже линии сбалансированности.

Таким образом, в формате традиционного финансового анализа рост компании рассматривался преимущественно в ракурсе проблемы обеспечения необходимыми денежными средствами. И с точки зрения финансиста такой подход выглядит естественным и даже полезным для правильной постановки задачи планирования, однако для современного понимания бизнес-процессов этого явно недостаточно.

Новый подход

Современный, более продвинутый финансовый анализ формирует иное представление о проблемах роста компании, главным для которого является понятие многомерности. Проиллюстрировать новое видение проблемы поможет представленная на рис. 3 матрица анализа качества роста, в которой заложены два критерия его оценки.

Вертикальная ось — средний темп роста продаж за несколько лет, который можно подсчитать как средний показатель для конкурирующих компаний в рамках отрасли, или путем определения средних темпов развития одной фирмы за длительный период. Правильный способ расчета этого значения (прием средней геометрической) позволяет отразить накопительный эффект увеличения выручки год за годом и помогает точнее учесть сложную управленческую задачу наращивания оборотов растущей компании. Горизонтальная ось представлена интегральным показателем рыночной стоимости фирмы, что применительно к анализу роста публичной компании означает средний темп роста капитализации ее совокупного капитала. Эта величина также рассчитывается способом средней геометрической. Данная ось в матрице отражает современное понимание критерия успеха компании —

увеличение ее стоимости. Матрица строится по данным за несколько лет. Рост, который соответствует измерениям в ячейке 1 (темпы роста выручки и стоимости компании выше среднего), — это эталон качества роста. Иными словами, «путеводная звезда» для управленческой команды. Несколько менее ценным представляется тип роста, соответствующий параметрам ячейки 2, предполагающим высокий темп увеличения стоимости компании, но при этом рост выручки ниже среднего. В данном случае внимание фокусируется на повышении прибыли, поскольку темп роста продаж у этих фирм ниже среднего в выборке. Компании ячейки 3, напротив, ориентированы на агрессивную политику продаж, которая с точки зрения современного финансового анализа приводит к простому росту. Фирмы ячейки 4 характеризует некачественный рост: им не удается добиться успеха ни по одному направлению. Таким образом, ячейки матрицы отражают разное качество роста. Компании ячейки 2 стремятся делать то же самое и в тех же объемах, что и фирмы ячейки 4, но несколько «лучше» в терминах сокращения расходов. Компании ячейки 3 нацелены делать «больше» (осваивать новые рынки и продукты), а не «лучше». Те, что составляют наиболее привлекательную группу — в ячейке 1 — сочетают подходы «больше» и «лучше».

Такова в статике картина, отображающая качество роста с точки зрения современного финансового анализа. Но если попытаться рассмотреть ситуацию в динамике, то ответ на вопрос о более успешных типах роста вряд ли останется прежним. Получается, что с точки зрения финансового эффекта рост не может быть монотонным и линейным. Наблюдая за ним на протяжении длительного периода (пять и более лет) на примере конкретной выборки конкурентов, мы обнаружим зигзагообразное движение: практически все компании перемещаются из одной ячейки в другую в зависимости от того типа роста, который присущ им в данный момент. Изучением этих зигзагов заняты сегодня крупные консультационные фирмы и аналитические агентства с мировым именем. В качестве примера можно привести результаты исследования американской консалтинговой компании *A. T. Kearny*, в котором специалисты на протяжении 12 лет наблюдали рост 20 тыс. компаний в Европе, Америке и Азии и фиксировали полученные данные в координатах выручка/капитализация. Чтобы осознать аналитические проблемы, возникающие при попытке рассмотреть рост фирмы в течение длительного периода, следует сфокусировать внимание сначала только на компаниях ячейки 1. Если за 100% принять те фирмы, которые переместились куда-либо из ячейки 1 (согласно результатам исследования за изучаемый период это произошло практически со всеми компаниями, для которых был характерен преимущественно данный тип роста),

то получается, что 53% фирм передвинулись в ячейку 2, 38% попали в самую низшую категорию роста (ячейку 4) и только 9% оказались в ячейке 3.

Иными словами, большинство самых сильных с точки зрения качества развития компаний предпочли «простой» рост фокусированию усилий на повышении прибыли. Не менее интересной оказалась информация о сроках, необходимых для возврата к прежнему типу роста, соответствующему параметрам ячейки 1. Для попадания из ячейки 2 в ячейку 1 потребовалось более трех лет, т. е. вдвое больше, чем для возвращения в ячейку 1 из ячейки 3. Важно также отметить, что обратный путь оказался вдвое короче для тех компаний, которые из лучшей ячейки матрицы попали в квадрат 4, характеризующий наиболее слабым типом роста. Иными словами, анализ бизнес-процессов не за год, а за более длительный период вносит уточнения в характеристики качественного роста.

Тип роста, соответствующий параметрам ячейки 2, весьма вероятно, приведет компанию в «ловушку прибыли». При таких акцентах фирмы способны добиться успехов только в краткосрочной перспективе: «ловушка прибыли» создает существенные сложности, а то и барьеры для возврата в наиболее привлекательную ячейку матрицы, поскольку для достижения роста, ориентированного именно на бухгалтерскую прибыль, приходится снижать издержки и урезать инвестиционные программы, т. е. сужать базу будущего роста продаж.

Выявление противоречия между краткосрочным и долгосрочным финансовым измерением роста — это важный вклад современного финансового анализа в проблематику роста фирмы. Финансист «новой формации» должен прежде всего оценивать вклад роста в стоимость фирмы. Для этого ему следует использовать оценку стоимости роста, точнее — его возможностей (*value of growth opportunities, VGO*), вычлняя компонент роста из стоимости компании. Взгляд с точки зрения измерения «вклада роста» позволяет судить о его результативности и финансовой эффективности. Один из возможных вариантов реализации такого подхода показан в матрицах финансовой эффективности роста на рис. 4 и 5.

На рис. 4 оси первой матрицы финансовой эффективности представлены в виде нормированных величин (коэффициентов) на единицу балансовой стоимости собственного капитала. На вертикальной оси фиксируется вклад роста в стоимость компании, на горизонтальной — остаточная величина, или стоимость компании без роста. Эта величина возникает в результате расчетов стоимости компании при условии отсутствия новых инвестиций и экстраполяции сложившихся тенденций и поэтому является результатом капитализации одинакового ежегодного потока денежных средств (аннуитета) для таких предпосылок. В ячейке 1 представ-



лена комбинация параметров наиболее качественного с точки зрения критериев финансовой эффективности роста. Таким компаниям удастся расти быстрее многих сопоставимых с ними фирм в двух направлениях одновременно: и по «вкладу роста», и по «стоимости активов». В ячейке 3 зафиксирован тип развития, опирающийся на положительные ожидания инвесторов в связи с возможностями роста, который следует охарактеризовать как качественный по финансовым критериям. В ячейке 2, напротив, показан тип развития, который с точки зрения финансового критерия не обладает высоким качеством, поскольку подобные компании эксплуатируют имеющиеся активы, а не ищут новые инвестиционные возможности. В матрице на рис. 5 анализ «вклада роста» в стоимость компании демонстрируется через ожидания инвесторов. Наиболее качественный рост представлен в ячейке 1, компании которой обладают высокими возможностями роста как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Уроки для российского менеджмента

Применение современного финансового анализа, основанного на принципе экономической, а не бухгалтерской прибыли, ведет к появлению новых технологий финансового анализа роста. В соответствии с ними далеко не всякий тип роста, оцениваемый при помощи традиционных измерителей, является качественным в новой системе координат. Рост, понимаемый как увеличение бухгалтерской прибыли, может превратиться для компании в ловушку. Рост, сосредоточенный на эксплуатации активов «как есть» или действующих активов, существенно примитивнее того, что современная финансовая аналитика считает эталоном качества. Изучаемый только в ракурсе стоимости компании, рост может оказаться «близоруким» — не иметь видимого долгосрочного горизонта.

Представленный в статье инструментарий всего лишь формирует начальные этапы финансового анализа корпоративного роста. Его практическое приложение к российскому бизнесу — дело ближайшего будущего.

ИЭУИ