

8.9. РАЗРАБОТКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ И СТОИМОСТНОЙ ПОДХОД К СТРАТЕГИЧЕСКОМУ РАЗВИТИЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

Симонова Я.Г., заместитель заведующего кафедрой «Экономика предпринимательства» Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации

В статье рассматриваются различные типы инвестиционных стратегий, применяемых в практике российского стратегического менеджмента, значительное место отводится стоимостному подходу к стратегическому развитию предприятия. Настоящий подход в своей реализации обеспечивает капитализацию предприятия. В работе он представляется в качестве стоимостной концепции современного менеджмента.

Как правило, инвестиционная стратегия составляет наиболее важную часть любого проекта развития организации. Существуют различные определения этой важной финансовой категории, но наиболее емким и адекватным для нас представляется следующее: «Под разработкой инвестиционной стратегии промышленно-предприятия понимается процесс формулировки в явном виде приоритетных направлений распределения ресурсов между инвестиционными программами и проектами для наиболее полного достижения целей. По замыслу автора, данный процесс заключается в последовательной реализации комплекса управленческих моделей, ключевое место в которой занимает разработка инвестиционной стратегии промышленного предприятия»¹.

Наше определение инвестиционной стратегии – это целевая упорядоченность управленческих решений по привлечению инвестиционных ресурсов из различных источников и дальнейшему их использованию.

В классическом представлении для разработки инвестиционной стратегии в проекте развития организации используется управленческий подход, предусматривающий предварительную разработку таких стратегий, как производственная, товарно-рыночная (маркетинговая), диверсификации, дифференциации, позиционирование и др.

Среди названных в плане дальнейшего определения инвестиционной стратегии необходимо выделить важность маркетинговой стратегии.

Взаимосвязь между стратегией проекта развития предприятия и концепцией маркетинга представлена на рис. 1.

Оценка ситуации и анализ первоначального положения – первые шаги, необходимые для определения стратегии проекта развития предприятия. Они включают спрос и анализ рынка. В случае проектов, связанных с расширением или реабилитацией, внутренний анализ сильных и слабых сторон важен как при разработке ТЭО, так и при анализе рынка.

Цель определения стратегии проекта развития организации – идентификация и систематическое отображение основных стратегических проблем проекта. Обычно значимость таких проблем изменяется от про-

екта к проекту, поэтому для подготовки и оценки проекта важно выявить и тщательно анализировать такие критические элементы.



Рис. 1. Схема стратегии проекта развития предприятия и концепция маркетинга

Например, для проекта, где на рынок предлагается хорошо известная базовая технология в стадии зрелости жизненного цикла, может оказаться важным сосредоточить внимание на проблемах, связанных с каналами сбыта и с достижением каких-либо преимуществ перед существующими конкурентами. Задача внедрения на мировой рынок товаров производственного назначения требует кооперации в исследованиях, а совершенствование продукта или технологии может стать центральным вопросом для определения стратегии проекта развития предприятия. При разработке стратегии проекта особое внимание следует уделить следующим четырем элементам:

- целевой географический регион;
- доля рынка;
- связи «продукт-рынок»;
- конкуренция и развитие рынка.

Когда стратегия проекта развития предприятия выбрана, при разработке ТЭО надо всегда рассматривать возможные альтернативные стратегии. При оценке таких альтернатив следует обратить внимание на следующие вопросы:

- в какой степени стратегические альтернативы способствуют выполнению задач, первоначально поставленных перед ТЭО?
- каковы финансовые аспекты альтернативных вариантов (прибыльность, прибыль на инвестированный капитал)?
- какие риски связаны с каждым альтернативным вариантом (политические, экологические, финансовые и т.д.)?

Когда будут решены все вопросы, связанные с основной стратегией проекта развития предприятия и стратегией маркетинга, тогда и приступают к разработке вариантов инвестиционной стратегии.

В зависимости от структуры источников финансирования деятельности и развития предприятия, а также

¹ Хацкевич Е.М. Разработка инвестиционных стратегий. – М.: Инфра-М, 2005. С. 74.

от реализуемых инвестиционных проектов можно выделить наиболее характерные типовые варианты финансово-инвестиционной стратегии.

Приводимая далее типология стратегий достаточно условна, т.к. не охватывает полного их набора, однако она представляется, тем не менее, весьма полезной для понимания основных закономерностей инвестиционного поведения предприятий, действующих в условиях рынка².

Тип 1

«Сам себе голова». Предполагает использование преимущественно собственных средств предприятия для инвестирования обычно ограниченного круга наиболее инвестиционных проектов. Соответствует «веерной» структуре финансово-инвестиционной стратегии, при которой стрелки направлены из одного финансового источника на весь спектр стратегических решений. Применение этой стратегии ограничено, т.к. предполагает самодостаточность предприятия и значительные возможности самофинансирования, которые имеются лишь у крупных (в редких случаях средних) компаний. При среднем уровне эффективности эта стратегия характеризуется высокой надежностью, т.к. ее реализация почти полностью зависит от деятельности самого предприятия (при условии его стабильности и стабильности внешней среды). Наиболее характерна для зрелой экономики и сложившихся рынков реализации товара, не требующих радикальной перестройки деятельности предприятия.

Тип 2

«Любимое чадо». Предполагает использование преимущественно централизованных источников (государственных инвестиций и кредитов). Так же как и первый тип, характеризуется «веерной» или «квазивеерной» структурой, ориентированной на реализацию стратегических решений. Это может быть:

- проект технического перевооружения предприятия в связи с переходом его на выпуск новой продукции;
- проект переобучения трудовых ресурсов предприятия;
- автономный проект организационной перестройки предприятия.

Стратегия имеет весьма узкую область применения ввиду дефицита государственных средств и недоступности их для подавляющего числа предприятий. Реализация этой стратегии в значительной степени зависит от политических рисков и структурно-промышленной политики. Наибольшее распространение имела в дореформенный период; может быть использована для реализации крупномасштабных проектов предприятий, имеющих статус особо важных и стратегических. В настоящее время реализуется в ситуациях, где руководители предприятия имеют тесные личные связи с представителями властных структур федерального или местного уровня.

Тип 3

«Консолидация». Предполагает использование более широкого спектра финансовых источников: собственного капитала и внешних инвестиций, получаемых за счет акционирования банковских и коммерческих кредитов и др. данная стратегия предполагает консолидированный способ финансирования, требующий значительной

предварительной подготовки для своего осуществления. Используется для крупномасштабных стратегических решений при нехватке собственных средств. Имеет широкое применение среди значительного круга современных предприятий, действующих по принципу «с мира по нитке». Эффективность и надежность стратегии зависит от структуры привлекаемых источников и может колебаться в значительных диапазонах.

Тип 4

«Консорциум». Предполагает консолидированное финансирование из различных источников, но в отличие от стратегии типа «Консолидация» характеризуется партнерским принципом деятельности, предполагающим интеграцию усилий нескольких предприятий (фирм, банков и т.п.) в реализации одного или нескольких крупных проектов. При этом происходит диверсификация рисков предпринимательской деятельности, согласование интересов участников сформированной группы как по горизонтали, так и по вертикали. Т.к. в крупномасштабном проекте обычно реализуется весь спектр стратегических решений и привлекаются самые различные источники финансирования, структура стратегии имеет характер «сетки», образуемой взаимным пересечением стрелок, ведущих от инвестиционных источников к стратегическим решениям.

Данная стратегия используется при наличии у предприятия интеграционных возможностей для радикального изменения своего положения на товарном или ресурсном рынке при внедрении инноваций. Встречается достаточно редко, но является перспективной, т.к. обеспечивает снижение рисков и увеличение эффективности.

Тип 5

«Пирамида». Представляет собой наиболее последовательный вариант реализации стратегии «консолидация». В этом случае в консолидированное финансирование попадают все инвестиционные источники, а усилия концентрируются на реализации одного стратегического решения или узкоспециализированного проекта развития предприятия. Структура стратегии образует при этом пирамиду. Данная стратегия берется на вооружение, например, в тех случаях, когда фирма реализует маркетинговую стратегию, ориентированную на достижение лидерства на своем рынке. Применяют в основном крупные фирмы, имеющие существенный стартовый капитал, т.к. значительное привлечение инвестиционных ресурсов невозможно без предоставления гарантий в форме имущества.

Тип 6

«Быстрота и натиск». Предполагает использование какого-либо одного вида финансовых ресурсов (например, собственных средств) для реализации одного стратегического решения. Обычно предполагающего короткий срок исполнения. Данная стратегия характерна для малых и средних предприятий, характеризующихся высокой мобильностью и способностью быстро адаптироваться к новым условиям. Что определяет перманентный переход от одного развития фирмы к другому. Характеризуется повышенным риском и восприимчивостью к новым инвестиционным предложениям. В силу этого является неустойчивой и имеет склонность к трансформации в другие стратегии (типа «консолидация», «сам себе голова», «консорциум» и т.д.)

² Стратегии бизнеса: аналитический справочник. Под общей редакцией акад.РАЕН д.э.н. Г.Б. Клейнера. Москва, «КОНСЭКО», 1998, с. 128.

Тун 7

«Зонтик». Представляет собой по существу метастратегию, характеризующую высокую степень защиты используемых инвестиционных контрактов. Данная защита может быть обеспечена с помощью различного рода страховок и перестраховок, авалированием финансовых обязательств, операциями хеджирования инвестиционных рисков и т.д. Это предполагает взаимодействие рассматриваемой фирмы с различными финансовыми институтами, формирующими рыночную инфраструктуру. В качестве своего ядра метастратегия «зонтик» может содержать любой перечисленный выше тип стратегий. Она в современных условиях имеет ограниченное применение в силу незрелости рыночной инфраструктуры (особенно характерной для сферы страхования), но является перспективной, т.к. позволяет снизить риски.

При выборе типа стратегии в условиях конкурентной среды одним из основных является критерий устойчивости предприятия. Довольно часто возникает ситуация, когда фирма, казалось бы, успешно реализовавшая свою инвестиционную стратегию, оказывалась в зависимости от своего партнера по бизнесу. Такое положение возможно при акционировании капитала, когда фирма теряет контрольный пакет акций, часто потеря «суверенитета» возникает при банковском кредитовании, когда экономическое состояние фирмы оказывается зависящим от решений финансовых партнеров.

Здесь возникает уже проблема оценки безопасности инвестиционной стратегии предприятия и вероятности его слияния (или поглощения) другой экономической структурой.

Говоря о том или ином варианте инвестиционной стратегии, по нашему мнению, уместно будет напомнить о существующих методах оценки инвестиций.

1. Метод дисконтированных денежных потоков (или метод чистой текущей стоимости).
2. Метод взаимоисключающих инвестиций (если осуществление любого инвестиционного проекта из некоторого набора уменьшит доходность остальных инвестиций, то такие инвестиции взаимозаменяемы (субституты). Осуществление одного из инвестиционных проектов делает невозможным получение денежных доходов от остальных инвестиций. Такие инвестиции называются взаимоисключающими).
3. Метод традиционных инвестиций (денежных потоков).

С начала экономических преобразований в России ожидался значительный приток иностранных и местных инвестиций. Однако эти ожидания не оправдались, отчасти по причинам, связанным с высоким коэффициентом инфляции, отчасти ввиду политической нестабильности и несовершенства налогового и таможенного законодательства. Эти причины особенно часто называются в качестве серьезных препятствий для активного использования инвестиционного потенциала России. Однако исследования последних трех лет показали, что такое утверждение далеко не так очевидно, как это кажется; в экономике страны в течение последних пяти лет большую роль играют другие факторы. Например, многие руководители российских банков считают, что общая величина аккумулированных средств еще не достигла того размера, когда эти средства принимают форму инвестиционного капитала.

Важный потенциальный источник инвестиций являются устойчиво работающие предприятия. Имеются данные, что часто руководители таких предприятий активно ищут возможности взаимного инвестирования

производства смежников по технологической цепочке. Значительное количество предприятий активно действует на фондовом рынке. Наличие таких явлений требует дополнительного изучения мотивов и движущих сил в этом секторе инвестиций.

Одновременно следует констатировать, что надежды на высокую инвестиционную активность коммерческих финансовых и торговых структур в настоящее время весьма призрачны. Было бы чрезвычайно просто объяснить их поведение высокими налогами или выгодными условиями вложения средств в торговлю. Однако более важная причина – принципиальное различие в управлении торговым и промышленным капиталом, что требует от предпринимателя и промышленного инвестора различного образования, опыта и деловых качеств.

Таким образом, во многих случаях торговый капитал перетекает в промышленный только при наличии у его владельца особого набора личных качеств, а также специфических приемов и методов управления, что может встречаться лишь в немногих исключительных случаях.

Наконец, инвестиционный потенциал населения страны в последнее время служит предметом активного обсуждения специалистами, но не активного вовлечения этих средств в развитие промышленных предприятий. Ни сами предприятия, ни банки, ни инвестиционные учреждения не прикладывают усилий к аккумуляции средств населения в инвестиционных целях.

По мнению банковских руководителей, еще одна причина низкой инвестиционной активности – возможность получения «легких» денег за счет краткосрочных кредитов – проходит. На смену ему пришел интерес к государственным ценным бумагам, который вскоре также исчез.

Возможный путь стимулирования инвестиционной активности банков – использование весьма жесткой конкуренции между банками, в частности, между крупными банками, имеющими филиалы в регионах, и местными самостоятельными относительно небольшими банками. Сильные стороны первых – возможность использовать при необходимости аккумулярованные по всей стране средства для реализации крупных проектов, а также способность привлечь нужных специалистов для оценки этих проектов; слабые – вполне закономерное опасение местных властей и предприятий, что средства, аккумулярованные региональными филиалами, в основном «откачиваются» из региона в центр; кроме того, собственно банковский персонал филиалов, как правило, еще малоопытен и не имеет необходимой квалификации. Сильные стороны местных банков – наличие опытных работников; прочные связи с местной властью и руководителями государственных и приватизированных предприятий, а также реальное предназначение аккумулярованных средств в основном на внутрирегиональные цели.

Поддерживая такую конкуренцию, органы власти и Центрального банка РФ могли бы стимулировать направление средств на промышленные инвестиции, так как исход конкурентной борьбы во многом зависит от позиции государственных органов.

Подавляющее большинство предприятий – 83% – остро нуждаются в инвестициях. Две трети предприятий не могут найти инвесторов вообще, а 4% – нужных инвесторов, 17% экономически устойчивых предприятий привлекли инвесторов, еще 17% рассматривают раз-

личные имеющиеся предложения. Нашли инвесторов 12% предприятий с экономическими результатами, соответствующими средним по региону; среди экономически неустойчивых предприятий нет ни одного, решившего проблему инвестиций.

Необходимо подчеркнуть, что, как было установлено с помощью опроса руководителей предприятий, проблема инвестиций у них отошла на второй план, что обусловлено резко обострившимся вопросом дефицита оборотных средств и связанными с ними остановками производства и даже банкротством предприятий.

Как показывают последние обследования промышленных предприятий, наиболее желательными для них инвесторами являются (в порядке убывания) государство, далее – инофирмы, банки и частный капитал.

При разработке инвестиционной стратегии обычно потенциальных инвесторов разделяют на долгосрочных, среднесрочных и краткосрочных. Основные (капитальные) активы обычно являются дорогостоящим видом активов, имеющим долговременную ценность. Их приобретение трудно финансировать за счет внутренних источников, используя для этого обычный денежный поток. К ним относятся активы, дающие возможность увеличить производственную мощность предприятия.

Банки часто предоставляют ссуды на приобретение основных активов («капитальные ссуды»). Такие ссуды обычно обеспечиваются правом на взятие кредитором приобретенного актива под контроль в случае неплатежа, период погашения капитальной ссуды обычно составляет несколько лет. Если ссуда обеспечивается конкретным активом, банк может предъявить свои права на него в случае невыполнения заемщиком своих обязательств.

Страховые и ипотечные компании, пенсионные фонды также предоставляют долгосрочные ссуды на приобретение основных активов.

Вообще говоря, чем длительнее срок, тем меньше вероятность, что банк будет заинтересован в выдаче ссуды, и тем больше становится вероятность, что основным источником ссуд станут другие финансовые учреждения.

Срочные ссуды отличаются от капитальных тем, что они идут на удовлетворение потребностей в кредите на промежуточный срок, то есть они могут быть погашены за более короткий период времени. Они обычно используются либо для увеличения оборотного капитала и расширения производственных мощностей, либо для приобретения других предприятий, фирм.

Среднесрочные ссуды – более рискованные, нежели краткосрочные, главным образом, потому, что удлинение срока уменьшает вероятность погашения. Поэтому такие ссуды обычно предоставляются под более высокий процент и связаны с рядом неценовых факторов.

Альтернативой покупке оборудования для предприятия иногда является аренда (лизинг). Почти любой основной актив может быть арендован, а его приобретение в аренду фактически финансируется так же, как если бы использовалась капитальная ссуда. Банки и лизинговые компании представляют собой главный источник финансирования аренды (после производителей оборудования).

Цели финансирования за счет краткосрочных ссуд отличаются от задач долгосрочного кредитования. Долгосрочное кредитование призвано помочь бизнесу спра-

виться со значительным и иногда неравномерным ростом потребностей в капитале, который планируется заранее. С другой стороны, краткосрочная ссуда обычно идет на удовлетворение незапланированных нужд в денежных средствах, не покрываемых долгосрочным кредитованием.

К основным формам краткосрочного кредитования относятся:

- возобновляемые кредиты для образования оборотного капитала;
- кредитование под счета дебиторов;
- кредитование под товарно-материальные запасы.

Закljučая характеристику долгосрочного, среднесрочного и краткосрочного кредитования, целесообразно будет привести сводную табл. 1, в которой осуществляется их сравнение.

Теперь следует разобраться в вопросе: что выгоднее для инвестируемого предприятия – кредит или акции? Руководитель предприятия часто оказывается в таком положении: он хочет расширить свое предприятие, однако не может этого сделать без дополнительных финансовых ресурсов; он либо может быть готовым самостоятельно обеспечить дополнительное увеличение капитала предприятия, либо не может добиться этого. Перед ним лежат два пути получения средств: долг или акции. Вложившие средства в акции инвесторы получают свою долю в бизнесе. С другой стороны, заимствование денег – это путь финансирования роста, не связанный с уступками владельцев в отношении прав собственности и контроля над предприятием. Какие же существуют плюсы долга в сравнении с акциями?

Кредитор не предъявляет прямых претензий в отношении будущих прибылей предприятия. В данном случае не имеет значения, насколько успешно действует предприятие, кредитор имеет право только на получение оговоренной суммы долга и процентов по нему.

Проценты по долгу могут вычитаться при составлении налоговой декларации предприятия. Это уменьшает фактические издержки заемщика. Проценты и выплаты в погашение основной суммы долга по большей части представляют собой известную сумму, поэтому их можно предсказывать и планировать.

Теперь следует рассмотреть вопрос: какие же существуют минусы долга в сравнении с акциями? Процент по ссудам представляет собой фиксированные издержки и поэтому сдвигает вверх точку безубыточности предприятия, высокие расходы на выплату процента во время финансового кризиса или просто нестабильного в финансовом отношении периода могут увеличить риск возникновения неплатежеспособности. Предприятия, имеющие слишком высокую степень долговой зависимости (то есть значительные суммы непогашенной задолженности в сравнении с размерами собственного капитала), часто оказываются неспособными сохранить достаточный уровень прибыльности для роста и благополучия из-за высоких издержек на обслуживание долга.

Для выплат основной суммы долга и процентов необходим соответствующий денежный поток и это обстоятельство следует учитывать при планировании. Выплаты в погашение основной суммы не исключаются из налогооблагаемой прибыли.

Средства, взятые в долг, не являются долгосрочным капиталом с неограниченным сроком жизни (в какой-то момент их приходится возвращать).

Таблица 1

СРАВНЕНИЕ КРАТКОСРОЧНЫХ, СРЕДНЕСРОЧНЫХ И ДОЛГОСРОЧНЫХ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Основные условия	Краткосрочные инструменты			Долгосрочные кредиты		
	Финансирование счетов дебиторов	Финансирование запасов	Возобновляемый кредит	Капитальные	Среднесрочные ссуды	Аренда
1	2	3	4	5	6	7
Использование	Обеспечение оборотного капитала	Обеспечение оборотного капитала	Обеспечение оборотного капитала	Финансирование приобретения оборудования с длительным сроком службы	Финансирование расширения, удовлетворение значительных потребностей в оборотном капитале	Финансирование приобретения оборудования с длительным сроком службы
Наличие обеспечения	Да	Да	Нет	Да	Да	Да
Требуется ли компенсационный остаток	Обычно нет	Обычно нет	Да, обычно в размере до 10% от установленного лимита	Обычно нет	Требования варьируются	Нет
Период выплаты	Изменяется вместе с остатком дебиторской задолженности	Изменяется вместе с остатком запасов	До 1 года	5-7 лет	1-7 лет	Варьируется
Пункты (дополнительные комиссионные сборы, % от номинальной суммы кредита)	1	1	1	1	1	1
Комиссия за обязательство, %	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Плата за долгосрочное погашение ссуды	Обычно отсутствует	Обычно отсутствует	Обычно отсутствует	Варьирует	Варьирует	Меняется
Вознаграждение за услуги административного и юридического характера, %	1-2	1-2	1-2	1-2	1-2	1-2
Прочие	Часто можно получить ссуду в размере 80% от величины дебиторской задолженности	Можно получить ссуду в размере до 50% от объема запасов	Величина процента связана со ставкой приоритетных заемщиков	-	Величина процента связана со ставкой приоритетных заемщиков	-

Долговые инструменты могут включать ограничивающие условия (ограничение будущих действий менеджмента в отношении финансирования и управления предприятием).

И наконец, долг часто сопровождается передачей в залог активов предприятия в дополнение к личным гарантиям руководителя предприятия.

Очевидно, что способ финансирования предприятия может существенно повлиять на его финансовые результаты в будущем и возможности выбора в отношении роста и прибыльности.

Считаем целесообразным здесь рассмотреть еще один инвестиционный источник – факторинг как альтернативную форму финансирования под счета дебиторов.

Дополнительные издержки возникают из-за того, что заказчик принимает на себя кредитный риск клиентов заемщика и сам обеспечивает погашение дебиторской задолженности. Факторинг предусматривает постоянное соглашение, по которому финансовое учреждение приобретает счета ваших дебиторов, когда они появляются, принимает на себя риск неплатежа по любому из этих счетов и отвечает за поступление денег в уплату. Факторинговые компании также проводят проверку кредитоспособности всех клиентов.

Есть два основных типа факторинга. При соглашении о факторинге по первому типу факторингового учреждения (факторинговая компания или фактор) не выполняет типичной функции по представлению денег в долг. Предприятие и фактор договариваются относительно пределов кредита для каждого из ее клиентов и устанавливающий (уточняемый, как правило, ежеквартально) средний период получения денег непосредственно фактором по всем счетам дебиторов, а фактор выплачивает предприятию суммы, исходя из согласованного периода вне зависимости от того, выплатил ли клиент фактору деньги или нет.

При другой форме факторинга, который называют традиционным факторингом, фактор выполняет функцию по предоставлению денег в долг, производя платежи авансом еще до получения денег от дебиторов. Факторы обычно выплачивают авансом 70-90% от суммы выставленного счета и взимают проценты по ставке, превышающей на 1-1,5% ставку для приоритетных заемщиков³.

Ставка аванса зависит от общей степени «разбавленности» счетов дебиторов из-за наличия сомнительных должников, медленной оборачиваемости и

³ Формэн Д. Использование капитала. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. С. 79.

т.д. Ставка аванса обычно определяется путем увеличения на 10-15% «ставки разбавленности» и вычитания полученной величины из 100%.

Благодаря пользованию услугами фактора, предприятие обычно может:

- ускорить оборачиваемость своего оборотного капитала, тем самым сокращая потребность в финансировании;
- ограничить величину расходов, связанных с использованием дебиторской задолженности и ее бухгалтерским учетом;
- защитить себя от сомнительных должников.

Факторинг – это дорогостоящий способ финансирования дебиторской задолженности, во многих отраслях он не стал общепринятым.

За рубежом существует практика кредитования под запасы. Банки и финансовые компании также дают деньги в долг под залог запасов, проявляя, однако, разборчивость в отношении их видов. Например, сырье, которое может храниться в течение длительного срока, и физически прочные материалы считаются наилучшими с этой точки зрения, поскольку в случае невыплаты денег клиентом их можно реализовать. Готовая продукция также может использоваться в качестве обеспечения кредита в зависимости от ее рыночной стоимости. Поскольку запасы обладают меньшей степенью ликвидности по сравнению с другими текущими активами, банк редко одалживает суммы, превышающие 50% их стоимости. Существует несколько форм кредитования под залог запасов.

Когда товары хранятся на складе общего пользования, его владелец (складская компания) выдает складскую расписку и отпускает товары только с разрешения ее держателя. Поскольку он контролирует запасы, складская расписка может использоваться в качестве обеспечения при получении ссуды. Заимодавцы требуют, чтобы товары хранились на опечатанном таможенном складе и запрещают их перемещение до выплаты ссуды. Складская расписка служит гарантией, что материальные ценности будут храниться под охраной. Она передается кредитору на весь срок ссуды.

Существует еще и практика инвестирования расширения предприятия (бизнеса).

Расширение обычно означает инвестиции в дополнительные здания и оборудование и увеличение общего объема оборотного капитала, требующегося для бизнеса. При займе денег для инвестирования расширения предприятия испытывают потребности в капитале, отличающиеся от запросов предприятия, занимающего деньги для образования первичного оборотного капитала. Беря ссуду на инвестирование (финансирование) расширения предприятие уже знает, что ему нужно следующее:

- крупная сумма долгосрочного финансирования;
- более длительный срок для погашения ссуды.

Важнейший вид финансирования приобретения зданий и оборудования – среднесрочные ссуды.

Главная форма долгосрочного банковского долга обычно носит название среднесрочной ссуды или ссуды, погашаемой в рассрочку. Большинство таких ссуд требует регулярных равных выплат основной суммы и процентов, в отличие от краткосрочных ссуд, погашаемых в некоторый момент времени.

Среднесрочные ссуды допускают возможность погашения за более длительный период времени в сравнении с возобновленными ссудами или другими формами инструментов краткосрочного долга; его обычная продолжительность – свыше одного года, но не более

семи лет. В некоторых случаях период выплаты может быть даже более длительным, особенно, если ссуда используется для приобретения основных активов. Годовые выплаты в погашение основной суммы долга могут быть спланированы следующим образом, чтобы их размер со временем возрастал по мере увеличения денежных поступлений.

Наиболее существенными целями и, соответственно, критериями эффективной деятельности предприятия традиционно считаются прибыль, рентабельность и доход. Наряду с указанными в качестве важных критериев деятельности предприятия называют доход на акцию, долю рынка, объем продаж, долю рынка относительно конкурента, долю отдельных товаров (услуг) в общем объеме продаж и т.д.

Смена парадигмы управления, выдвижение стратегического подхода диктуют и новые принципы оценки успешной деятельности предприятия. Причины изменения критериев деятельности предприятий в современных условиях следует искать в отличиях стратегического и тактического подходов к управлению. В научной литературе называются различные отличительные признаки таких подходов к управлению (табл. 2).

Таблица 2

ПОДХОДЫ К УПРАВЛЕНИЮ

Характерные черты	Тактический подход	Стратегический подход
Горизонт планирования	Краткосрочное	Долгосрочное
Направленность на прибыль	Превращение потенциала в реальную прибыль	Обеспечивает постоянный потенциал прибыльности
Основной вопрос	Как организация должна эта делать	Чего хочет добиться организация
Решения	По отдельным хозяйственным мероприятиям	По элементам стратегии
Принимаются во внимание	В основном внутренние проблемы	Факторы среды
Среда	Стабильная и прогнозируемая	Динамичная
Обратная связь	Отрицательная	Положительная

Обычно считается, что главное отличие тактического и стратегического подходов во временной составляющей: стратегическое – долгосрочное, тактическое – краткосрочное. Краткосрочные цели отражают те непосредственные усовершенствования и результаты, которые руководство намеренно получить в ближайшее время. Долгосрочные цели определяют, что необходимо делать сейчас, чтобы предприятие заняло положение, позволяющее ему эффективно работать в течение длительного времени.

Ориентация управления на максимизацию прибыли в краткосрочном периоде свидетельствует о преобладании в системе управления вопросов тактики. Преобладание тактического подхода в управлении предприятием приводит к слабой его адаптации к меняющимся условиям функционирования и, как следствие, к ухудшению положения на рынке. Ориентация на прибыль, соответственно, на увеличение дивидендов обычно достигается в ущерб долгосрочным тенденциям развития и может привести к неэффективному использованию потенциальных инвестиций предприятия.

Существенным отличием стратегического подхода к управлению, в том числе и управлению стоимостью, является не просто направленность на получение прибыли

ли (дохода) в долгосрочном периоде, а, как отмечают многие авторы, обеспечение постоянного потенциала прибыльности. Об этом пишут И. Ансофф и другие авторы. Осознание такого существенного изменения приводит к смене критериев управления.

На первый план в качестве критерия успеха предприятия выходит его стоимость. Еще в 70-е годы XX столетия в США типичным представлением руководства предприятия о его миссии были корпоративный рост и диверсификация, которые часто были связаны со значительным уменьшением стоимости фирмы для акционеров. В конце 1970-х годов в США стали осуществляться поглощения подобных компаний, в результате их высшее руководство стало менять свои приоритеты. Одной из главных задач становилась максимизация рыночной стоимости. На Западе стоимость компании стала главным критерием, по которому оценивается эффективность ее работы на рынке.

Ориентация управления на максимизацию стоимости акционерного капитала позволяет получать большую отдачу от вложенного капитала. Это особенно важно в условиях дальнейшей глобализации рынка капитала, когда он сам становится все более мобильным.

Далее следует перейти к рассмотрению непосредственно методологических основ стоимостного подхода к стратегическому управлению предприятием.

Управление стоимостью предприятия можно рассматривать с трех точек зрения: содержательной, организационной и технологической:

- с содержательной точки зрения управление стоимостью направлено на максимизацию стоимости предприятия посредством воздействия на факторы стоимости;
- с организационной – складывается из функций управления и этапов процесса управления стоимостью предприятия;
- с технологической – включает формирование информационной базы процесса управления стоимостью посредством проведения оценки бизнеса предприятия и дальнейшего использования полученной информации.

Методология управления стоимостью предприятий по экономическому содержанию и последовательности действий на основных этапах процесса управления стоимостью представлена на рис. 2.

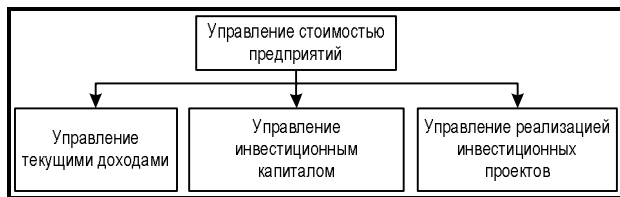


Рис. 2. Экономическое содержание концепции управления стоимостью предприятий

Указанные в схеме процессы взаимосвязаны между собой. Так, текущий доход зависит от бесперебойного функционирования технологических установок, достаточного количества оборотных средств и прочих факторов, связанных с инвестированным капиталом; реализация инвестиционных проектов зависит и от текущих доходов, и от амортизационных отчислений (зависящих от стоимости основных фондов). Поэтому более определенную информацию дает анализ факторов стоимости, их взаимосвязи и приоритетности на определенном временном интервале.

Для того чтобы осуществлять управление стоимостью, необходимо четко представлять технологию данного процесса.

Основные этапы процесса управления стоимостью предприятия⁴:

- базовая оценка;
- разработка стратегии;
- функциональный этап;
- итоговая оценка.

Основные принципы стоимостного подхода к стратегическому управлению предприятием:

- максимизация стоимости предприятия является главной целью стратегического управления;
- стоимость в наибольшей степени связана с денежным потоком, который генерирует предприятие;
- увеличение стоимости является главным критерием эффективности управления.

Многолетний западный и уже накопившийся отечественный опыт свидетельствует о существовании двух крупных классов целей (табл. 3) в практике управления⁵.

Таблица 3

КЛАССИФИКАЦИЯ ВИДОВ ЦЕЛЕЙ

Финансовые цели	Стратегические цели
Более быстрый рост доходов	Рост стоимости компании
Более быстрый рост денежных поступлений	Более высокое и надежное положение отрасли
Более высокие дивиденды	Повышение качества продукции
Более широкие пределы получения прибыли	Снижение издержек производства по сравнению с основными конкурентами
Увеличение прибыли на вложенный капитал	Расширение и улучшение номенклатуры
Повышение надежности облигаций и ставок по кредитам	Повышение репутации компании среди клиентов
Увеличение притока денежных средств	Улучшение обслуживания клиентов
Повышение цены акции	Признание компании лидером в области технологии и инноваций
Признание прочного финансового положения компании	Повышение конкурентоспособности на международных рынках
Более диверсифицированная база для получения прибыли	Увеличение возможностей роста
Стабильный доход в периоды экономических спадов	Полное удовлетворение запросов клиентов

Известно, что компании, ориентированные на прибыли, или в целом – на финансовые цели, не достигают значительных результатов. Очевидно, что собственнику далеко не безразлично, как приумножается вложенный им в предприятие капитал. Понятно, что инвесторы вкладывают деньги не в активы, а в свои будущие доходы. Им важно, как увеличивается «цена» бизнеса, то есть стоимость приходящейся им доли в конкретном предприятии.

Поэтому менеджеры, работающие на приумножение благосостояния собственников (акционеров), должны анализировать каждый свой шаг с точки зрения влияния на рост стоимости предприятия. В этом отношении в России, где почти половина предприятий принадлежит менеджерам, есть очевидные стимулы для переориентации руководителей на стоимостное мышление.

В табл. 4 представлена схема внедрения системы управления стоимостью на предприятии, отражающая содержание и последовательность основных действий по практической реализации концепции управления стоимостью.

⁴ Кузин Б., Юрьев В., Шахдиноров Г. Методы и модели управления фирмой. – СПб.: Питер, 2001. – С. 93.

⁵ Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. – М.: Банки и биржи, 1998. – С. 62.

Таблица 4

СХЕМА ВНЕДРЕНИЯ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ НА ПРЕДПРИЯТИИ⁶

Решение о внедрении управления стоимостью	Разработка технологии внедрения	Механизмы внедрения и обмена информацией			Непрерывное совершенствование системы управления стоимостью
		Преобразование системы управления	Подготовка персонала	Практическая реализация	
Основные действия	1. Разработать инструментарий управления стоимостью:	1. Преобразовать системы планирования и контроля в механизмы обеспечения управления стоимостью:	1. Реализовать программу поэтапной подготовки персонала по:	1. Произвести оценку стоимости	1. Проверять адекватность модели стоимостной оценки и ее методического инструментария
	• модель оценки стоимости;	• перестроить процесс планирования в соответствии с требованиями управления стоимостью;	• внедрению новых управленческих процессов и требований;	2. Разработать систему факторов стоимости на ближайший период	2. Совершенствовать процессы оперативного и стратегического планирования
	• периодичность проведения оценки;	• разъяснить сем структурным подразделениям и функциональным службам новые оценки деятельности	• основам и принципам стоимостной оценки;	3. Определить структуру факторов стоимости с определением приоритетных зон контроля	3. Поощрять творческие инициативы менеджеров
	• формы управленческой отчетности;	2. Выделение целевых групп специалистов по приоритетным факторам стоимости	• ознакомлению персонала с моделью управления стоимостью предприятия	4. Разработать стратегию развития предприятия	4. Внедрять новые методы стимулирования персонала на основе стоимости
	2. Определить охват и глубину подготовки персонала предприятия	-	-	5. Наладить потоки оперативной информации (прямая и обратная связь)	-
	3. Определить сроки и этапы внедрения стоимостных принципов	-	-	6. Осуществлять оперативный мониторинг факторов стоимости	-
	4. Разработать детализированный план внедрения системы управления стоимостью	-	-	7. Внедрить поощрение на основе стоимости	-

Чтобы осуществить этот процесс, предприятию понадобится помощь оценочных и консультационных компаний, способных предоставить методические материалы по обучению персонала предприятия основам стоимостной оценки и принципам управления стоимостью.

Успешное внедрение системы управления стоимостью и ее эффективное функционирование позволит менеджерам осуществлять устойчивое развитие предприятия и непрерывно увеличивать капитал его собственников (будь то акционеры, пайщики или государство). Чтобы это реализовать, необходимо соблюдение пяти важнейших факторов, обеспечивающих жизнеспособность управления стоимостью на предприятии.

1. Всеобщее четкое понимание стоимостных принципов.
2. Уделение особого внимания совершенствованию оперативных решений производственного персонала, а не только финансовых аналитиков.
3. Сосредоточение усилий на практических аспектах, а не на методологии оценки.
4. Разработка доступных пониманию и простых в применении форм отчетности для всех подразделений и служб предприятия.
5. Повсеместное поощрение творческого подхода к принятию решений.

Без отчетливого понимания сущности стоимостного подхода к управлению предприятием на всех уровнях управления невозможно добиться ощутимого прогресса. Именно понимание нового управленческого подхода по-

зволит всем работникам предприятия «говорить на одном языке». Это особенно важно для производственных менеджеров предприятия, от обоснованности решений которых зависит эффективность производственного процесса. Также не стоит забывать, что управление стоимостью – это не только стоимостная оценка, а подход, обеспечивающий стабильное развитие предприятия, зависящее более всего от практических решений. Формы управленческой отчетности на предприятии должны быть разработаны координационной группой, способной учесть требования к ней высшего руководства, финансовых аналитиков и специфику всех подразделений и служб предприятия. Важно также поощрять творческий подход на всех уровнях управления, основанный не на механическом, а на деятельном мышлении.

Важным последним аспектом успешной реализации концепции управления стоимостью является его оптимизация, которая должна осуществляться по трем параметрам:

- затраты на внедрение системы управления стоимостью;
- качество подготовки персонала предприятия;
- сроки реализации.

Очевидно, что все без исключения решения в менеджменте находят отражение в денежном потоке, то есть влияют на изменения притоков или оттоков денежных средств. Именно поэтому предприятия должны ставить перед собой цели, выраженные в показателях дис-

⁶ Класон Б. Управление финансовой деятельностью компании. – М.: ИНФРА-М, 1996. – С. 217.

контрированного денежного потока, которые являются самыми подходящими критериями создания стоимости.

Но цель предприятия нужно привязывать к каждому уровню управления. Общая цель увеличения стоимости должна быть детализирована на основе выявления основных факторов стоимости. Например, для сервисной службы она будет сведена к нормативу обслуживания потребителей, а для производственного подразделения – к нормативной длительности оборота товарно-материальных запасов и удельным затратам на производство.

Важнейшей совокупностью факторов, влияющих на стоимость предприятия, являются факторы со стороны спроса. Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые, в первую очередь, зависят от полезности товара, то есть его будущих прибылей, времени их получения, степени риска, с которым сопряжено их получение; возможности присвоения, при необходимости, перепродажи.

Прибыль, которую может получить собственник от реализации предприятия, зависит от характера его операционной деятельности, определяемой соотношением доходов и расходов, и возможности получить прибыль от самой продажи данного предприятия.

На доход предприятия влияют объем продаж и цены реализации, которые также зависят от платежеспособности спроса и его эластичности. На цены влияют также уровень конкуренции на рынке, степень монополизации рынка и доля оцениваемого предприятия на нем. На величину платежеспособного спроса воздействуют уровень доходов потребителей, состояние экономики, прогноз на будущее. Спрос на продукцию зависит от стадии его жизненного цикла. На величину выручки влияет качество продукции, определяемое состоянием активов предприятия и технологией производства.

Одним из важнейших факторов, определяющих рыночную стоимость предприятия, является степень контроля, которую получает новый собственник. Предприятие может быть куплено в индивидуальную частную собственность или приобретен контрольный пакет акций. В первом случае рыночная цена будет выше, чем во втором.

Другим важным фактором, определяющим рыночную цену, является ликвидность собственности. Рынок предполагает премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери стоимости.

Стоимость акций ликвидных предприятий (а значит, и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем акций неликвидных. С этим положением связано правило: акции открытых акционерных обществ стоят выше акций закрытых. Разница порой весьма значительна (35-50%), что обусловлено многими причинами.

Например, если государство ограничивает цены на продукцию предприятия, то рыночная цена на такое предприятие будет ниже, чем на предприятие, которое не имеет таких ограничений.

Таким образом, глобальная стратегия максимизации стоимости может быть превращена в ветвистое дерево целей и показателей стоимостного управления по всем уровням предприятия.

В этой связи целесообразно привести структуру дерева целей предприятия, где максимизация капитала выступает в качестве главной цели инвестиционной программы (рис. 3).

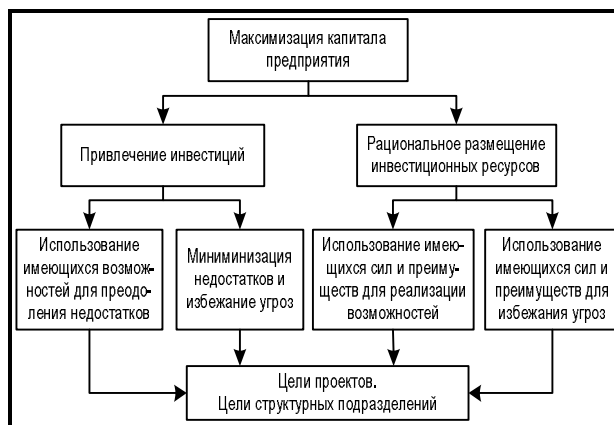


Рис. 3 Структура дерева целей предприятия – инвестиционный аспект⁷

Определение цели программы определяет совокупность инвестиционных проектов, входящих в данную программу. Построенное на основе системы стратегического планирования дерево целей позволяет провести предварительную оценку и сортировку инвестиционных программ и проектов в зависимости от степени соответствия стратегическим критериям, вытекающим из иерархии инвестиционных целей предприятия.

Литература

1. Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. – М.: Банки и биржи, 1998.
2. Формэн Д. Использование капитала. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1995.
3. Класон Б. Управление финансовой деятельностью компании. – М.: ИНФРА-М, 1996.
4. Кузин Б., Юрьев В., Шахдинов Г. Методы и модели управления фирмой. – СПб.: Питер, 2001.
5. Ларичев О.И. Теория и методы принятия решений. – М.: Логос, 2000.
6. Стратегии бизнеса: Аналитический справочник / Под общ. ред. акад. РАЕН д.э.н. Г.Б. Клейнера. – М.: КОНСЭКО, 1998.
7. Хацкевич Е.М. Разработка инвестиционных стратегий. – М.: ИНФРА-М, 2005.

Симонова Яна Григорьевна

РЕЦЕНЗИЯ

В последнее время экономисты уделяют все больше внимания стоимостному подходу в управлении различными компаниями. Сущность данного подхода заключается в предварительной оценке всех материальных и нематериальных активов, составляющих рыночную стоимость компании, и разработке инвестиционных стратегий, ориентированных на их капитализацию.

Несомненно, учитывая вышесказанное и указанные доводы, рецензируемая статья вполне актуальна.

В статье выделены наиболее характерные типовые варианты финансово-инвестиционной стратегии, существующие методы оценки инвестиций, а также приведено сравнение краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных инвестиций для стимулирования инвестиционной активности банков. При этом автор проводит сравнительный анализ стратегического и тактического подходов к управлению, направленных на максимизацию капитала предприятия.

Содержание статьи представляет интерес для специалистов в области менеджмента организации, финансового менеджмента, оценки и управления собственностью.

Статья рекомендуется к публикации в открытой печати.
 Новрузов Р.Б., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой «Экономика предпринимательства» Всероссийской государственной налоговой академии

⁷ Ларичев О.И. Теория и методы принятия решений. – М.: Логос, 2000. – С. 73.

8.9. DEVELOPMENT OF INVESTMENT STRATEGIES AND COST THE APPROACH TO STRATEGIC DEVELOPMENT OF FIRM

Y.G. Simonova, the Deputy Director of the Chair
«Business Undertakings Economics» of the Russian State
Tax Academy of Ministry of Finance of Russian Federation

In the article different types of investment strategies which are used in the practice of Russian strategic management are rated and much attention is paid to the approach of strategic enterprise development. In practice this approach provides the capitalization of the enterprise. In the work it is shown as the cost conception of modern management.