

3.11. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ РОСТА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Ивашковская И.В., к.э.н., профессор, зав. кафедрой экономики и финансов фирмы, зав. лабораторией корпоративных финансов;

Пирогов Н.К., старший преподаватель кафедры экономики и финансов фирмы, научный сотрудник лаборатории корпоративных финансов

Государственный университет – Высшая школа экономики

Проблематика роста компании и его результатов обычно рассматривается в контексте разработки корпоративных стратегий и опирается на экспертные оценки рыночных процессов. Разработка стратегического видения перспектив компании и оценка качества роста рассматриваются как ключевые задачи советов директоров. Какую роль в осмыслении качества роста может выполнять современный финансовый анализ? Какие финансовые критерии могут использоваться для этих целей? В данной статье мы выносим на обсуждение существенные отличия, которые вносятся в оценки роста компании современной финансовой аналитикой.

ИССЛЕДОВАНИЯ РОСТА КОМПАНИИ

Качество роста, на наш взгляд, необходимо рассматривать как комбинацию достигнутых изменений одновременно в стратегическом и финансовом результатах компании. Для выражения изменений соответствующих результатов необходимо определить показатели, на основе которых целесообразно рассчитывать темпы роста. В исследованиях роста компании определение темпов рассматривается с различных позиций. Например, в качестве показателя роста используют изменение количества сотрудников. Такой подход в эмпирических работах вводится в 1980-е гг.¹, и к нему вновь возвращаются в недавних исследованиях². Другие популярные измерители роста, применяемые в эмпирических работах, основаны на использовании данных финансовой отчетности, например:

- балансовая стоимость чистых активов³;
- балансовая стоимость совокупных активов⁴;
- чистая прибыль⁵.

Однако в большинстве исследований для оценки темпов используется изменение выручки от продаж⁶. С

управленческой точки зрения важный аргумент в пользу выбора такого измерения темпов заключается в том, что выручка от продаж – это обобщающий показатель, характеризующий агрессивность корпоративной стратегии и масштабы присутствия на рынках сбыта. Поэтому динамика выручки может служить адекватным измерителем для отражения стратегического положения компании. С точки зрения финансовой аналитики, показатель выручки также обладает преимуществами: он наименее подвержен манипуляциям в финансовой отчетности, вызванным учетной политикой компании.

Большинство академических исследований в области анализа темпов корпоративного роста сводятся к выявлению его зависимости от ряда характеристик компании. Первая из них – это размер компании. В качестве прокси размера компании часто используется показатель балансовой стоимости активов. В ряде работ тестируется гипотеза о независимости темпа роста компании от ее размера, которая в литературе получила название закона Гибрата (Gibrat's Law)⁷. Исследования показывают, что об отсутствии зависимости можно в определенной степени говорить в отношении крупных компаний, в то время как в средних компаниях темп роста выручки все-таки зависит от их размера. Тестируя гипотезу о влиянии размера компании на темпы ее роста, ряд исследователей показывают, что темп роста компаний снижается с увеличением ее размера⁸. Следуя предположению о U-образной форме функции средних затрат, можно считать, что каждая фирма когда-то достигает своего оптимального размера. Достигнув оптимального размера, компания стремится остаться в таком состоянии длительное время, что в свою очередь дает возможность предположить, что ожидаемое изменение темпа ее роста равно нулю. Компании небольшого размера, которые еще не достигли оптимального размера, стремятся его увеличить. В связи с этим представляется логичным эмпирическое наблюдение о том, что компании малого размера характеризуются положительными темпами роста⁹.

Вторая характеристика компании, которую рассматривают в качестве фактора влияния на темпы роста, – это ее возраст¹⁰. Известно, что возраст компании можно использовать в качестве прокси для определения этапа ее жизненного цикла: чем старше фирма, тем выше вероятность, что она уже находится за пределами стадий быстрого роста. Evans показывает, что

¹ Hall B.H. The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector // *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 25, p. 583-606.

² Geroski P., Gugler K. Corporate growth convergence in Europe // *Oxford Economic Papers*, 2004, vol. 56(4), p. 597-620.

³ Singh A., Whittington G. The Size and Growth of Firms // *Review of Economic Studies*, 1975, vol. 42(1), p. 15-26.

⁴ Berry C.H. Corporate Growth and Diversification // *Journal of Law & Economics*, vol. 14(2), pages 371-84.

⁵ Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D. The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value // *Strategic Management Journal*, Vol. 8, №5, p. 487-497.

⁶ Stuart T.E. Interorganizational Alliances and the Performance of Firms: A Study of Growth and Innovation Rates in a High-Technology Industry // *Strategic Management Journal*, 2000, Vol. 21, №8, p. 791-811; Geroski P.A., Machin S.J., Walters C. F. Corporate Growth and Profitability // *Journal of Industrial Economics*, 1997, Vol. 45, №2, p. 171-189; Kracaw W.A., Lewellen W.G., Woo C.Y. Corporate Growth, Corporate Strategy, and the Choice of Capital Structure // *Managerial and Decision Economics*, 1992, Vol. 13, №6, p. 515-526; Brush T.H., Bromiley P., Hendrickx M. The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance // *Strategic Management Journal*, 2000, Vol. 21, №4 (Apr.), p. 455-472.

⁷ Dunne P., Hughes A. Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s // *Journal of Industrial Economics*, 1994, vol. 42(2), pages 115-40; Evans D.S. The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries // *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 35(4), p. 567-81.

⁸ Dunne P., Hughes A. Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s // *Journal of Industrial Economics*, 1994, vol. 42(2), pages 115-40.

⁹ Там же.

¹⁰ Greiner L.E. Evolution and Revolution as Organizations Grow // *Harvard Business Review*, 1972, July-August, 1972; Adizes I. Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It. – Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1988; Adizes I. Managing Corporate Lifecycles. – Paramus, NJ: Prentice Hall, 1999; Mueller D.C. A Life Cycle Theory of the Firm // *Journal of Industrial Economics*, 1972, vol. 20(3), p. 199-219; Dunne P., Hughes A. Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s // *Journal of Industrial Economics*, 1994, vol. 42(2), p. 115-140; Evans D.S. The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries // *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 35(4), p. 567-81.

темпа роста компаний падает с увеличением возраста¹¹. Данный вывод соответствует подходу, предложенному в работе Jovanovic, суть которого в том, что темп роста компаний должен падать с увеличением возраста и повышением эффективности менеджмента¹². Dunne, Hughes подтверждают полученные ранее результаты о том, что молодые компании обычно показывают более высокие темпы роста, чем компании с более продолжительным сроком жизни¹³.

Третья группа работ нацелена на выявление зависимости темпа роста от различных показателей финансовой эффективности¹⁴. В эмпирическом исследовании Geroski, Machin, Walters (1997) используется модель развития компании, суть которой состоит в том, что текущий темп роста компании зависит, с одной стороны, от исторических результатов деятельности компании (агрегируется лагированным темпом роста), а с другой – от будущих показателей доходности, вероятности будущих шоков, и др. Авторы полагают, что ожидания инвесторов относительно будущей финансовой эффективности должны отражаться в ценах на акции компании. Таким образом, под финансовой эффективностью в данной работе подразумевается изменение рыночной стоимости компании. Использование такого подхода предполагает наличие эффективного рынка капитала. Менеджмент компаний в любой момент времени готовится к будущим шокам, например, путем создания резервов. Учитывая, что будущие шоки практически невозможно предсказать, темпы роста компаний также будут непредсказуемы. Авторы заявляют, что темпы роста компаний отражают изменения текущих ожиданий о долгосрочной доходности компании. Результат работы в целом говорит в пользу закона Гибрата, а именно, что темп роста компании следует случайному процессу. Varaiyat, Kerin и Weets пытаются выявить степень влияния доходности собственного капитала (*return on equity*, **ROE**) и темпов роста прибыли на соотношение рыночной стоимости собственного капитала и его балансовой стоимости (*market – to-book ratio*, **MV/BV**)¹⁵. Авторы показывают, что компании с высоким темпом роста прибыли и положительным спредом доходности, рассчитанным как разность фактической доходности собственного капитала и требуемой на него доходности (**ROE-Ke**) имеют систематически более высокий показатель **MV/BV**. Однако для компаний с отрицательным спредом не было выявлено отрицательной зависимости между темпом роста прибыли и показателем **MV/BV**. Гипотеза о том, что высокий темп роста прибыли в финансово неэффективных компаниях (компании с отрицательным спредом) должен приводить к уменьшению стоимости, не подтвердилась.

¹¹ Evans D.S. The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries // *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 35(4), p. 567-81.

¹² Jovanovic B. Selection and the Evolution of Industry // *Econometrica*, Vol. 50, №3, p. 649-670.

¹³ Dunne P., Hughes A. Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s // *Journal of Industrial Economics*, 1994, vol. 42(2), p. 115-140.

¹⁴ Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D. The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value // *Strategic Management Journal*, Vol. 8, №5, p. 487-497; Geroski P.A., Machin S.J., Walters C.F. Corporate Growth and Profitability // *Journal of Industrial Economics*, 1997, Vol. 45, №2, p. 171-189.

¹⁵ Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D. The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value // *Strategic Management Journal*, Vol. 8, №5, p. 487-497.

В ряде исследований рассматривается возможная зависимость темпов роста компании и ее механизмов корпоративного управления (контроля). Исследование McEachern (1978) посвящено изучению влияния типа контроля в фирме на темпы ее роста. Автор разбивает все фирмы на три группы по виду контроля:

- с доминирующим акционером-менеджером;
- с доминирующим акционером, который не участвует в управлении;
- с отсутствием доминирующего контроля. Автор в своем исследовании не контролирует внутренние показатели эффективности компании.

Проводился только контроль отрасли и возраста компании. Результаты анализа говорят о том, что компании с доминирующим акционером, который непосредственно участвует в управлении в качестве менеджера, показывают более высокие темпы роста.

Таким образом, предыдущие исследования поставили проблему выявления многогранности зависимости темпа роста компании от показателей, выражающих финансовые результаты компании и ее риски.

РОСТ КОМПАНИИ В КОНТЕКСТЕ СОВРЕМЕННОЙ ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ АНАЛИЗА

В анализе компании необходимо различать два противоположных подхода. Первый предполагает, что оценка результата деятельности построена на критерии прибыли, в расчетах которой в соответствии с конкретным стандартом финансового учета отражаются фактически понесенные, явные издержки и не учитываются альтернативные, неявные издержки инвесторов компании. Такой подход не выводит анализ за рамки бухгалтерской трактовки операций компании и противоречит финансовой модели анализа¹⁶. Использование подобного критерия ограничивает область видения, не позволяя учесть ключевые финансовые измерения современной компании, с разной степенью интенсивности проявляющиеся на протяжении жизненного цикла организации: ликвидность, инвестиционный риск и стоимость бизнеса¹⁷. Основу традиционного финансового анализа роста компании, построенного на бухгалтерской модели, составляет концепция темпа устойчивого роста (*sustainable growth rate*), впервые разработанная еще в 1960-х гг. всемирно известной сегодня консалтинговой компанией Boston Consulting Group (BCG). Устойчивый темп роста – это темп роста выручки компании, которого она в состоянии достичь при условии постоянства ее операционной политики и политики финансирования бизнеса. Эти условия формализованы в приведенном ниже уравнении (1), позволяющем рассчитывать такой показатель темпа роста.

В уравнении (1) операционная политика компании описывается двумя финансовыми коэффициентами: рентабельности продаж, отражающей практику контроля над текущими производственными и производственными расходами компании, и оборачиваемости активов, отражающей совокупную производительность компании при данной операционной политике:

¹⁶ Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // *Российский журнал менеджмента*. – 2004. – №4. – С. 113-132.

¹⁷ Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // *Управление компанией*. – 2006. – №11.

$$g = \frac{NI}{S} * \frac{S}{A} * \frac{A}{E} * (1 - \frac{D}{NI}), \tag{1}$$

где:

- g** – темп устойчивого роста (sustainable growth rate);
- NI** – чистая прибыль (net income);
- S** – выручка от реализации продукции (sales);
- A** – усредненные активы (assets);
- E** – усредненный собственный капитал (equity);
- D** – дивиденды (dividends).

Вторая группа коэффициентов описывает политику финансирования. Норма накопления или реинвестирования $(1 - \frac{D}{NI})$ отражает политику использования

внутренних источников финансирования компании, к которым прежде всего относится создаваемая в ней прибыль, и политику выплат собственникам. Коэффициент финансового рычага $\frac{A}{E}$ описывает политику заимствования. Чем больше заемного капитала привлекает компания, тем выше данный коэффициент, а значит, шансы наращивания прибыли растут, поскольку именно на эту задачу направлен финансовый рычаг компании. Поэтому темп устойчивого роста можно считать вмененным или предписанным для компании двумя видами ее политик – операционной и финансирования. Но это вовсе не означает, что именно таким темпом компания действительно будет расти, поскольку на фактическую скорость роста влияют меняющиеся рыночные условия и остальные аспекты корпоративной политики.

Финансовая модель анализа компании основана на критерии экономической, а не бухгалтерской прибыли и предполагает оценку результатов компании с точки зрения изменений в ее стоимости. Таким образом, анализ роста компании предполагает применение этого критерия для понимания признаков качественного роста. Критерий экономической прибыли предполагает, что финансовый эффект роста должен быть оценен через показатели стоимости компании и рассмотрен в комбинации с показателем, отражающим стратегическое положение компании. Применяя этот критерий, возможно исследовать анализировать устойчивость роста¹⁸ и классифицировать компании по качеству роста. Оценка качества роста, вытекающую из финансовой модели анализа компании, можно проиллюстрировать с помощью базовой матрицы типов роста (рис. 1).

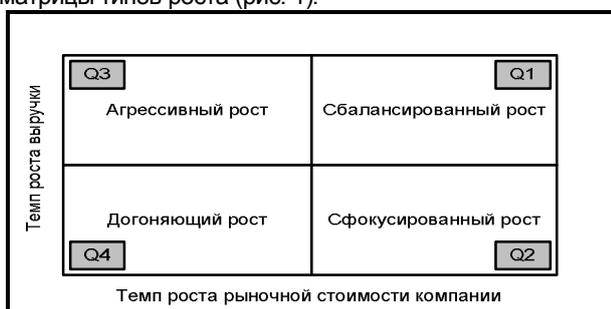


Рис. 1. Базовая матрица качества роста

На вертикальной оси отложен традиционный критерий – средний темп роста продаж за несколько лет, который

может означать средний показатель по выборке конкурирующих компаний в рамках отрасли либо средние темпы роста той же компании за длительный период. Правильный способ определения такой средней – использовать прием средней геометрической, что позволяет отразить накопительный эффект увеличения выручки год за годом. Такой способ расчета показателя среднего темпа роста помогает точнее учесть усложнение самой управленческой задачи наращивания оборотов растущей компании. Горизонтальная ось представлена показателем рыночной стоимости собственного капитала. Эта средняя величина также рассчитывается способом средней геометрической. Данная ось в матрице нужна, чтобы отразить современное понимание критерия успеха компании – рост ее стоимости. В соответствии с принципами, формализованными в матрице, рост, соответствующий параметрам в ячейке 1, – выше среднего темпа выручки и темпа роста стоимости компании – это эталон качества роста. На первый взгляд, на ступеньку ниже находится тип роста компании, соответствующий параметрам ячейки 2, поскольку им свойственен высокий темп роста стоимости компании, но ниже среднего – рост выручки. Такой тип сфокусирован на рост прибыли, ведь темп роста продаж у этих компаний ниже среднего в выборке. Компаниям из ячейки 3, напротив, присущ рост, сфокусированный на агрессивной политике продаж, который означает расширение бизнеса без увеличения его размера по финансовому критерию. Компаниям из ячейки 4 присущ некачественный рост, им не удастся добиться средних результатов ни по одному измерению роста. Компания, относящаяся к ячейке 2, стремится делать то же самое и в тех же объемах, но несколько «лучше» по критерию расходов. Компаниям из ячейки 3, напротив, нацелены делать «больше» (осваивать новые рынки и продукты), а не «лучше». Компаниям из наиболее привлекательной группы – ячейки 1 – сочетают подходы «больше» и «лучше». Таким образом, ячейки матрицы отражают разное качество роста.

Такова логическая картина качества роста в статике. Но если рассмотреть матрицу в динамике, то можно предположить, что рост будет скорее похож на движение зигзагами по ячейкам матрицы. Тип роста, соответствующий параметрам ячейки 2, весьма вероятно ведет компанию в «ловушку прибыли». Прежде всего это выражается в том, что при таких акцентах в политике роста компании способны добиваться успехов на краткосрочном горизонте, но не на долгосрочном. Такая своего рода близорукость политики роста объясняется несколькими причинами. «Ловушка прибыли» создает существенные сложности, если не барьеры, для взлета и возврата в наиболее привлекательную группу, поскольку для достижения роста, сфокусированного именно на бухгалтерской прибыли, приходится снижать издержки и срезать инвестиционные программы, то есть сужать базу будущего роста продаж. Таким образом, качество роста зависит от способности компании трансформировать рост объемов продаж в потоки денежных средств, покрывающие инвестиционные риски и удовлетворяющие ожиданиям инвесторов. Интересные результаты получены консультантами А.Т. Кеатей, исследовавшими рост 20 тыс. компаний Европы, Америки и Азии на протяжении 12 лет в координатах выручка – капитализация. Если за 100% принять компании из ячейки 1, факты говорят о следующем: 53% переместились в ячейку 2, 38% компаний попали в самую низшую категорию роста (ячейку 4) и только 9% оказа-

¹⁸ Ивашковская И.В. Устойчивость роста компании: финансовый подход // Российское предпринимательство. – 2008. – №3

лись в результате зигзагов роста в ячейке 2. Вторым важным результатом касается сроков, потребовавшихся для возврата к прежнему типу роста, соответствующему параметрам ячейки 1. Для возврата из ячейки 2 в ячейку 1 требовалось более трех лет, что вдвое длиннее, чем для ситуаций возврата в ячейку 1 из ячейки 3. Важно также отметить, что период возврата в лучшую позицию был вдвое короче даже из ячейки 4 для тех компаний, кто временно совершал зигзаг роста, выпав из лучшей ячейки матрицы именно в этот наиболее слабый тип роста¹⁹. Таким образом полученные комбинации темпов роста, рассмотренные как в статике, так и с учетом детализации характера движения в рамках длительного периода позволяют увидеть более объемную картину качества роста компании.

МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА РОСТА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Рассмотренный выше подход к финансовому анализу роста компании, основанный на финансовой, а не бухгалтерской модели, использован нами для эмпирической оценки роста российских компаний. Проведенный нами эмпирический анализ включает три основных этапа. Во-первых, формирование выборки российских компаний и заполнение базовой матрицы качества роста. Для создания этой матрицы ячейки разделены на основе средних показателей темпов роста по выборке за весь период наблюдения с 2000 по 2006 г. Темпы рассчитаны на основе средних геометрических:

$$1 + r_{gm} = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n (1 + r_i)}, \quad (2)$$

где

r_{gm} – среднегеометрический темп роста;

r – годовой темп роста;

n – количество лет.

Каждая компания размещается в одну из четырех ячеек, означающих разные уровни качества роста, в соответствии с примененными критериями. По горизонтальной оси – средний темп роста капитализации собственного капитала, по вертикали – средний темп роста выручки. Во-вторых, для изучения перемещения компаний по ячейкам, означающим разное качество роста, строятся вспомогательные матрицы за каждый год наблюдений на основе годовых значений темпов роста выручки и капитализации. Это позволяет от статичной картины перейти к динамичной.

Для эмпирического анализа использована выборка из российских компаний за период с 2000 по 2006 г. Выборка российских компаний формировалась с использованием нескольких критериев:

- акции компаний должны торговаться в Российской торговой системе (РТС);
- фундаментальные показатели компаний и рыночная капитализация должны быть доступны с 1999 г. Была сделана попытка собрать наиболее глубокую историю по отдельным компаниям;
- из выборки исключаются компании, рост выручки или капитализации которых оказывается необъяснимо высоким или низким. Компания исключается, если выручка или капитализация увеличивается более чем в 10 раз в каком-то из периодов; выручка или капитализация уменьшается более чем в 10 раз в каком-то из периодов.

Первоначальная выборка включала все компании (270 компаний), акции которых торговались в РТС и доступны через систему Bloomberg. По мере использования определенных ранее критериев в выборке осталось 60 компаний. Описательная статистика, характеризующая сформированную выборку, представлена в табл. 1.

Таблица 1

ОПИСАТЕЛЬНАЯ СТАТИСТИКА ИСПОЛЪЗУЕМЫХ ПЕРЕМЕННЫХ

Переменная	Количество наблюдений	Средняя арифметическая	Стандартное отклонение	Мин.	Макс.
Темп роста выручки	420	1,22	0,56	0,26	6,72
Темп роста рыночной капитализации	420	1,78	1,13	0,14	9,03

Для определения границ ячеек базовой матрицы качества роста использованы показатели средних геометрических темпов роста выручки и рыночной стоимости собственного капитала. Чтобы увидеть содержательность такого способа расчета средних темпов для нашей выборки, сравним их значения с годовыми темпами роста за все семь лет наблюдений (табл. 2).

Таблица 2

ГОДОВЫЕ СРЕДНИЕ ЗНАЧЕНИЯ ТЕМПОВ РОСТА ПО ВЫБОРКЕ

Год	Темп роста выручки	Темп роста капитализации
2000	19,74	17,96
2001	12	49,34
2002	18,79	52,35
2003	11,42	93,1
2004	27,5	40,2
2005	6,6	57,98
2006	13,74	66,77

Можно отметить, что в шести из семи лет темпы роста капитализации не падали ниже 40% в год. Темп роста выручки был минимальным в 2005 г. в размере 6,6%, а максимальный усредненный по всей выборке годовой рост выручки наблюдался в 2004 г. и составил более 27%. Как видно из табл. 2, за шесть лет средняя геометрическая темпов роста выручки составила 15,51%, а капитализации 52,46% (табл. 3).

Таблица 3

ПОКАЗАТЕЛИ СРЕДНИХ ТЕМПОВ РОСТА

Переменная (1 + r)	Тип средней	Кол-во наблюдений	Значение	95% доверительный интервал	
Темп роста выручки	Арифметическая	420	1,22	1,17	1,28
-	Геометрическая	420	1,16	1,12	1,19
-	Гармоническая	420	1,10	1,06	1,14
Темп роста капитализации	Арифметическая	420	1,78	1,67	1,89
-	Геометрическая	420	1,52	1,45	1,61
-	Гармоническая	420	1,29	1,20	1,39

Хотя годовые средние значения темпов роста по всей выборке сильно изменяются от года к году, тем

¹⁹ McGrath et al, 2001.

не менее, в пяти годах из семи лет наблюдений их значения близки величине средней геометрической. Похожая картина и по показателям темпа роста капитализации: в пяти годах годовые значения близки к средней геометрической величине.

Поскольку выборка формировалась на базе компаний торгуемых в РТС, построенная в следующем разделе матрица содержит тикеры, присвоенные им в этой торговой системе. Перечень тикеров приведен в табл. 4.

Таблица 4

СПИСОК КОМПАНИЙ: ТИКЕРЫ И НАЗВАНИЯ

Обозн.	Компания	Обозн.	Компания
AFLT	ОАО «Аэрофлот»	MFGS	ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз»
ARHE	ОАО «Архэнерго»	MGNZ	ОАО «Соликамский магниевый завод»
ASRE	ОАО «Астраханьэнерго»	MGTS	ОАО «МГТС»
AVAZ	ОАО «Автоваз»	MREN	ОАО «Мордовэнерго»
BEGY	ОАО «Башкирэнерго»	MSNG	ОАО «Мосэнерго»
BISV	ОАО «Башинформсвязь»	MTSS	ОАО «МТС»
CHEP	ОАО «ЧТПЗ»	NGNR	ОАО «Новгородэнерго»
CHMF	ОАО «Северсталь»	NKNC	ОАО «Нижнекамскнефтехим»
CHNG	ОАО «Челябэнерго»	NKSH	ОАО «Нижнекамскшина»
CNTL	ОАО «Центральный телеграф»	NNSI	ОАО «ВолгаТелеком»
EESR	ОАО «РАО «ЕЭС России»	OMZZ	ОАО «ОМЗ»
ENCO	ОАО «Сибирьтелеком»	PAZA	ОАО «Павловский автобус»
ESMO	ОАО «ЦентрТелеком»	PKBA	ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»
FESH	ОАО «ДВМП»	PNZE	ОАО «Пензаэнерго»
GAZA	ОАО «ГАЗ»	PRIM	ОАО «ПМП»
GAZP	ОАО «Газпром»	PSEN	ОАО «Псковэнерго»
GMKN	ОАО «ГМК «Норильский никель»	RTKM	ОАО «Ростелеком»
GUMM	ОАО «ТД ГУММ»	SARE	ОАО «Саратовэнерго»
IRGZ	ОАО «Иркутскэнерго»	SIBN	ОАО «Газпром нефть»
KIRZ	ОАО «Кировский завод»	SNGS	ОАО «Сургутнефтегаз»
KMAZ	ОАО «КАМАЗ»	SPTL	ОАО «Северо-Западный телеком»
KOEN	ОАО «Комизэнерго»	SVER	ОАО «Свердловэнерго»
KROT	ОАО «Красный Октябрь»	TATN	ОАО «Татнефть им. В.Д. Шашина»
KRSG	ОАО «Красноярская ГЭС»	TMAT	ОАО «Авиакомпания ЮТэйр»
KUBE	ОАО «Кубаньэнерго»	TZUM	ОАО «ЦУМ»
KUBN	ОАО «ЮТК»	URKA	ОАО «Уралкалий»
KZBE	ОАО «Кузбассэнерго»	URSI	ОАО «Уралсвязьинформ»
KZOS	ОАО «Казаньоргсинтез»	VIMP	ОАО «Вымпелком»
LKOH	ОАО «ЛУКОЙЛ»	VSMO	ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»
LOMO	ОАО «ЛОМО»	ZMZN	ОАО «Заволжский моторный завод»

Результаты исследования роста компаний, приведенных в табл. 4, показаны в следующем разделе.

РЕЗУЛЬТАТЫ И АНАЛИТИЧЕСКИЕ ЗАДАЧИ НА БУДУЩЕЕ

На основе полученных данных была сформирована матрица качества роста за период с 2000 по 2006 гг. (рис. 2) по всей выборке.

Как следует из матрицы (см. рис. 2), в первой ячейке не наблюдается ярко выраженной отраслевой принадлежности компаний. В ней оказались такие компании, как Челябинский трубопрокатный завод, «Северсталь», «Сибирьтелеком», «Уралсвязьинформ», авиакомпания «ЮТэйр», «Газпром», «Мегафон», «ВСМПО-Ависма», «Татнефть», «ЛУКОЙЛ» и др.

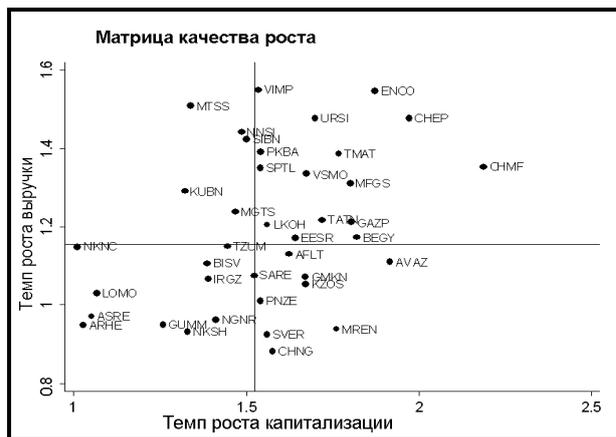


Рис. 2. Матрица качества роста по выборке 60 российских компаний

Матрица, приведенная на рис. 2, предлагает статичную картину результатов роста, достигнутых рассматриваемыми компаниями в период с 2000 по 2006 гг. Для анализа динамических изменений необходимо рассмотреть альтернативный вариант построения матрицы, когда в качестве темпов роста используются не среднегеометрические показатели роста компаний за весь период, а темпы роста за один год. При этом средние значения по всей выборке остаются неизменными. Такой подход позволяет:

- отследить перемещение отдельно взятой компании в матрице;
- попытаться выделить закономерности в перемещениях и разделить компании на группы в соответствии со стратегией управления ростом;
- увеличить количество наблюдений и использовать эконометрические методы для выявления существующих систематических взаимосвязей.

Таблица 5

КОМПАНИИ С САМЫМ ВЫСОКИМ КАЧЕСТВОМ РОСТА: ГОДОВОЙ СРЕЗ

Кол-во компаний в ячейке 1	Годы						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1	BEGY	ARHE	CNTL	BISV	AFLT	BEGY	AFLT
2	BISV	ENCO	KUBN	CHEP	AVAZ	CHEP	ASRE
3	CHEP	FESH	OMZZ	CHMF	CHMF	CNTL	BEGY
4	CHMF	KOEN	PKBA	GMKN	ENCO	GAZA	CHEP
5	EESR	MSNG	PNZE	KRSG	FESH	GAZP	CHMF
6	GAZP	OMZZ	SIBN	LOMO	GAZP	KIRZ	CHNG
7	KOEN	PSEN	URSI	MGTS	IRGZ	KMAZ	EESR
8	MFGS	SIBN	VIMP	MTSS	KIRZ	KUBE	FESH
9	MGTS	TMAT	-	URSI	KZOS	KZBE	GAZA
10	OMZZ	VSMO	-	VIMP	MFGS	LKOH	GAZP
11	SNGS	-	-	ZMZN	MREN	MFGS	GMKN
12	TATN	-	-	-	MSNG	NKNC	IRGZ
13	TMAT	-	-	-	MTSS	NKSH	KMAZ
14	-	-	-	-	NKSH	PKBA	PKBA
15	-	-	-	-	PAZA	PRIM	PNZE
16	-	-	-	-	PKBA	TATN	PSEN
17	-	-	-	-	PSEN	TMAT	RTKM
18	-	-	-	-	SPTL	TZUM	TMAT
19	-	-	-	-	URKA	URKA	TZUM
20	-	-	-	-	VIMP	VSMO	VIMP
21	-	-	-	-	VSMO		VSMO
22	-	-	-	-	ZMZN		
Всего	13	10	8	11	22	20	21

Как видно из табл. 5, нет ни одной компании, которая бы смогла продержаться в ячейке 1 в течение всех шести лет. Более того, ни одна из компаний не смогла сохранить сбалансированный рост более трех лет. Например, компания «Вымпелком» находилась в ячейке 1 с 2002 по 2004 г. В 2005 г. «Вымпелком» попал в ячейку 3, а в 2006 г. вернулся в первую. Компания ОМЗ держалась в ячейке 1 с 2000 по 2002 г. В 2003 г. завод переместился в ячейку 3 и после этого так и не смог вернуть себе лидирующие позиции в матрице качества роста.

Для анализа динамических изменений были построены матрицы передвижения компаний для каждого года. Пример такого отслеживания для 2001 г. показан в матрице на рис. 3, где количество компаний для каждой ячейки принято за 100%, что позволяет увидеть векторы передвижений из соответствующего типа роста.

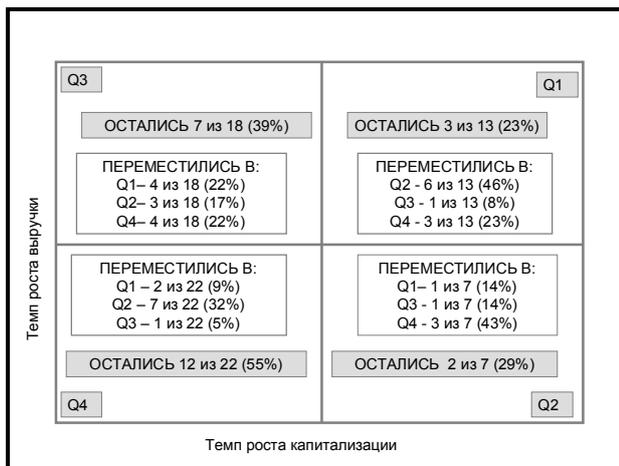


Рис. 3. Матрица качества роста российских компаний: динамика перемещений

Если рассмотреть прежде всего компании из ячейки 1, как видно из рис. 3, лишь три компании показали сбалансированный рост и остались в этой ячейке в течение года: ОАО «Комизнерго», ОАО «ОМЗ», ОАО «Авиакомпания Ютэйр». Остальные перемещения из наиболее привлекательной позиции по росту были связаны с утратой динамики по выручке, причем сохранить высокий темп по капитализации удалось 46% исследуемых российских компаний 2001 г., а 23% из них компании утратили одновременно лидирующие позиции и по темпам выручки, и по темпам капитализации. Наиболее типичной для исследуемой выборки оказалась в 2000 г. группа компаний с самыми низкими характеристиками роста (22 из 60 компаний). Из них только две – ОАО «Сибирьтелеком» и ОАО «ДВМП» – смогли переместиться сразу в ячейку 1. Подавляющее число компаний с догоняющим типом роста (55%) остались на прежних позициях и в 2001 г.

Аналогичный подход к анализу перемещений был использован для выборки за весь период наблюдения. В матрице на рис. 4 представлены результаты ежегодных перемещений для всех периодов, принимая 2000 г. за стартовый, объясняющих «происхождение» компаний в соответствующей ячейке: из каких типов роста переместились компании в рассматриваемый тип.

Как видно из матрицы на рис. 4, перемещение компаний в тип сбалансированного роста в меньшей мере связаны в переходом от сфокусированного на прибыли

роста. Движение к наиболее качественному росту оказалось более типично для компаний, обладавших агрессивным ростом, нацеленным на удержание наиболее высоких темпов по выручке, и даже для тех, кто в начале периода исследования стартовал из догоняющего роста. Характерно также, что наиболее высокая доля компаний, утративших высокие темпы и по выручке, и по капитализации, попала в догоняющий тип роста именно из ячейки 2. Такие передвижения в рамках выборки российских компаний соответствуют выводам, полученным по международной выборке экспертами AT Kearney, сделавшими вывод о возможности попадания в «ловушку прибыли» для тех, кто видит задачи роста в поддержании высоких темпов по прибыли.

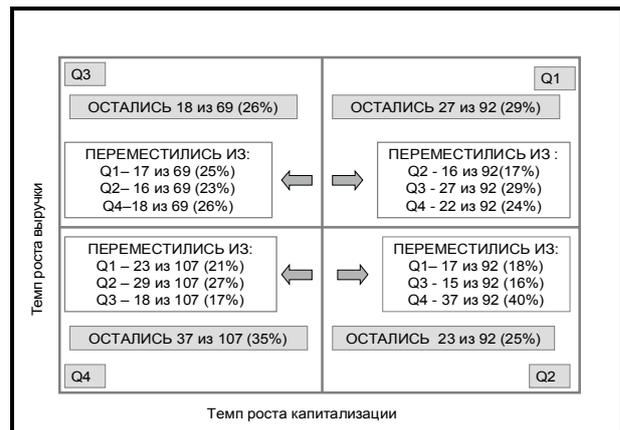


Рис. 4. Матрица качества роста за 2000-2006 гг.: логика появления компаний в соответствующем типе роста

В матрице на рис. 5, напротив, показаны векторы перемещения компаний выборки из типов роста, которые были идентифицированы для них в начале анализа.

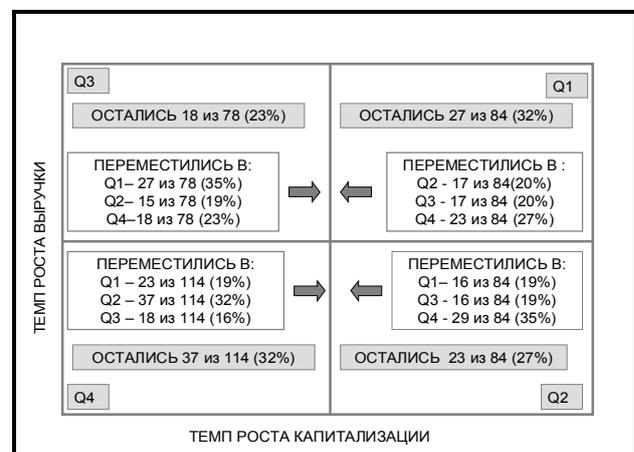


Рис. 5. Матрица качества роста за 2000-2006 гг.: векторы перемещения компаний от стартовой позиции

На данном этапе исследования выявлено, что ориентация на рост выручки не является популярной у российских компаний, включенных в выборку. Исходя из данных табл. 6, необходимо отметить, что наименьшее число наблюдений (87) соответствует именно ячейке 3, где отражается агрессивный тип роста с темпом роста выручки выше среднего по выборке.

Таблица 6

СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОСТА В РАЗЛИЧНЫХ ЯЧЕЙКАХ МАТРИЦЫ КАЧЕСТВА РОСТА ВЫБОРКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ за 2000-2006 гг.

Ячейка	Показатель роста	Количество наблюдений	Среднее по выборке	Стандартное отклонение
1	Выручка	105	1,47	0,39
	Капитализация	105	2,55	1,11
2	Выручка	99	0,99	0,15
	Капитализация	99	2,48	1,33
3	Выручка	87	1,56	0,96
	Капитализация	87	1,09	0,33
4	Выручка	129	0,97	0,18
	Капитализация	129	1,09	0,29

Как мы видим из табл. 6, компании в ячейках 2 и 4 в среднем за весь рассматриваемый период показывают отрицательные темпы роста по выручке. Компании ячеек 1 и 3 показывают положительные темпы роста по выручке (47% и 56% соответственно). Можно отметить, что самый высокий темп роста выручки наблюдается в ячейке 3, которая в соответствии с принципами анализа качества роста в координатах продаж – капитализация не является целью для менеджмента. Ориентация менеджмента на высокие темпы роста выручки не всегда приводит к соответствующему увеличению рыночной стоимости собственного капитала. Заметим, что стандартное отклонение по показателю темпа роста выручки ниже, чем по показателю темпа роста капитализации, в трех из четырех ячеек.

Таким образом, обе матрицы (рис. 4-5), отражающие перемещения компаний, демонстрируют зигзагообразные траектории движения компаний в рассматриваемых координатах роста. Комбинации типов роста, формирующие траектории роста, видны на примере движения в матрице конкретных компаний. На рис. 6 показаны зигзаги роста компании ОАО «Аэрофлот» в период с 2000 по 2006 г.

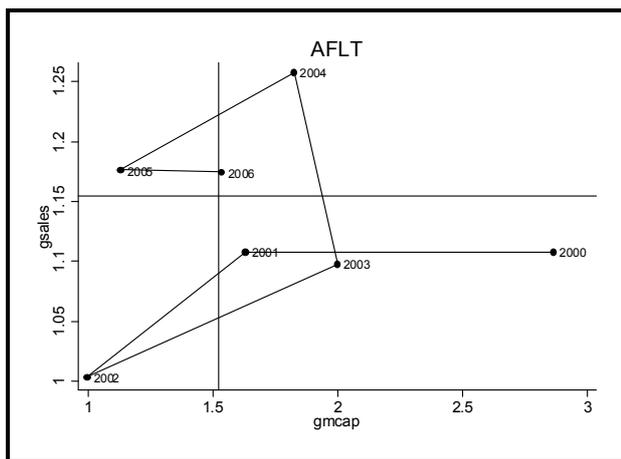


Рис. 6. Траектория роста компании ОАО «Аэрофлот» (2000-2006 гг.)

Изначально в 2000 г. компания соответствует сфокусированному на прибыли типу роста. В течение следующих двух лет качество роста компании ухудшается. За два

года компания переместилась в ячейку, для которой свойственен догоняющий средние показатели тип роста. По результатам деятельности в 2003 г. компания смогла вернуть себе утраченные позиции и переместиться обратно в ячейку 2. ОАО «Аэрофлот» показал высокие темпы роста и по капитализации, и по выручке в 2004 г. Это позволило компании занять на один год место в самой привлекательной ячейке матрицы, отвечающей сбалансированному росту. В 2005 г. компания смогла сохранить высокие темпы роста выручки, но ее капитализация росла медленнее, чем в среднем по выборке, и компания переместилась в ячейку 3. Результаты деятельности в 2006 г. позволили компании вернуться в ячейку 1. Характеризуя динамику изменений, можно отметить спиралеобразный тип перемещений компании ОАО «Аэрофлот» в матрице качества роста, когда при всех поворотах в траектории роста она все-таки в конце периода наблюдения вышла на наиболее привлекательные позиции в матрице качества роста.

Совершенной другой тип перемещений можно отметить для компании ОАО «Иркутскэнерго» (рис. 7).

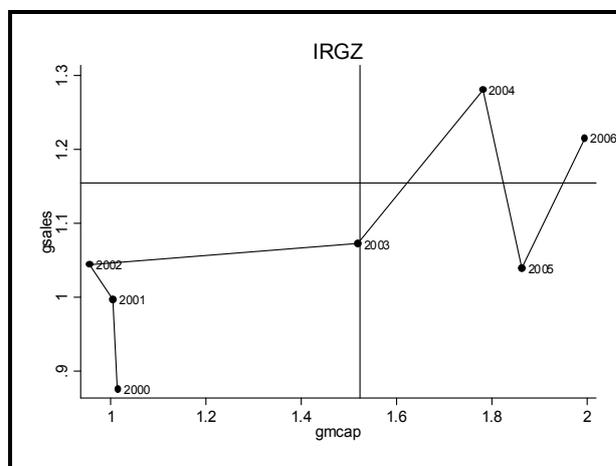


Рис. 7. Траектория роста компании ОАО «Иркутскэнерго» (2000-2006 гг.)

В данном случае компания планомерно передвигается из левой части матрицы в правую. Находясь в 2000 г. в худшей ячейке матрицы качества роста, компании удалось за шесть лет переместиться в ячейку сбалансированного роста. Интересно отметить, что компания ни разу не оказалась в ячейке 3, которой соответствует агрессивный рост.

Выводы

Подытоживая, подчеркнем, что анализ роста с позиций финансовой модели компании позволяет ставить проблему соответствия философии роста компании мышлению ее руководства на основе стоимости. Исследования качества роста вносят определенный вклад в расширение границ понимания механизмов и противоречий роста. Анализ выявленных зигзагов в процессе перемещения в матрице качества роста важен для понимания проблемы устойчивости роста, рассматриваемой с современных позиций, и выявления факторов, определяющих устойчивость наиболее привлекательных типов роста. Проведение такого анализа устойчивости – предмет для следующего этапа исследования. В данной статье ограничимся выводом о том, что понимание логики и факторов зигзагообразного движения к наиболее качественным типам роста важно не только для академических целей, но и для стратегической функции в деятельности советов директоров, требующей развития стоимостного мышления.

Литература

1. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. – 2004. – №4. – С. 113-132.
2. Ивашковская И.В. Устойчивость роста компании: финансовый подход // Российское предпринимательство. – 2008. – №3.
3. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста // Управление компанией. – 2006. – №11.
4. Adizes I. Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It. – Englewood Cliffs N.J.: Prentice Hall, 1988.
5. Adizes I. Managing Corporate Lifecycles. – Paramus NJ: Prentice Hall, 1999.
6. Berry C.H. (1971). Corporate Growth and Diversification, Journal of Law & Economics, vol. 14(2), p. 371-84.
7. Brush T.H., Bromiley, Philip and Hendrickx, Margaretha (2000), The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance, Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 4 (Apr., 2000), p. 455-472.
8. Dunne P., Hughes A. (1994), Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s, Journal of Industrial Economics, vol. 42(2), p. 115-40.
9. Evans D.S. (1987), The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries, Journal of Industrial Economics, vol. 35(4), p. 567-81.
10. Geroski P.A., Machin S.J., Walters C.F. (1997), Corporate Growth and Profitability, Journal of Industrial Economics, Vol. 45, № 2, p. 171-189.
11. Geroski P., Gugler K. (2004), Corporate growth convergence in Europe, Oxford Economic Papers, vol. 56(4), p. 597-620.
12. Greiner Larry E. (1972), Evolution and Revolution as Organizations Grow, Harvard Business Review, July/August, 1972.
13. Hall B.H. (1987), The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector, Journal of Industrial Economics, 25, p. 583-606.
14. Jovanovic B. (1982), Selection and the Evolution of Industry, Econometrica, Vol. 50, № 3, pp. 649-670.
15. Kracaw W.A., Lewellen W.G., Woo C.Y. (1992), Corporate Growth, Corporate Strategy, and the Choice of Capital Structure, Managerial and Decision Economics, Vol. 13, №6, p. 515-526.
16. Mueller Dennis C. (1972), A Life Cycle Theory of the Firm, Journal of Industrial Economics, vol. 20(3), p. 199-219.
17. Singh A., Whittington G. (1975), The Size and Growth of Firms, Review of Economic Studies, vol. 42(1), p. 15-26.
18. Stuart T.E. (2000), Interorganizational Alliances and the Performance of Firms: A Study of Growth and Innovation Rates in a High-Technology Industry, Strategic Management Journal, Vol. 21, №8, p. 791-811.
19. Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D. (1987), The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value, Strategic Management Journal, Vol. 8, №5, p. 487-497.

Ивашковская Ирина Васильевна

Пирогов Никита Константинович

РЕЦЕНЗИЯ

Статья содержит довольно системное рассмотрение проблемы роста российских компаний, причем значительное место при этом уделяется аналитике качества роста, в частности зависимости темпов роста от ряда факторов. Рассматриваются последовательно оба альтернативных подхода (и соответствующие им модели) к анализу компании – бухгалтерский, основанный на анализе соответствующей прибыли, и финансовый, включающий изучение рисков компании, экономической, а не бухгалтерской прибыли и др. финансовых индикаторов, позволяющих более полно изучать качество роста как в статике, так и в динамике. Весьма интересны приводимые в разделе «Модель оценки качества роста российских компаний» и заключительном разделе статьи статистические результаты расчетов по матрицам качества роста (с.10-22), позволяющие выработать представление о траекториях роста и его устойчивости (правда не в традиционном понимании этого

важного индикатора). В Целом полагаю, что статью целесообразно опубликовать в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Лившиц В.Н., д.э.н., профессор, Заслуженный деятель науки России, зав. отделом Института системного анализа РАН

3.11. FINANCIAL ANALYSIS OF RUSSIAN CORPORATE GROWTH

I.V. Ivashkovskaya, Professor,
Head of Economics and Finance of the Firm Department,
Head Corporate Finance Laboratory;
N.K. Pirogov, Faculty, Economics and Finance
of the Firm Department, Researcher at Corporate
Finance Laboratory

State University - Higher School of Economics

Corporate growth issue is usually considered in the framework of corporate strategy development and is related to expert opinions about market processes. Strategic corporate development and quality of growth assessment are on primary agenda of corporate boards of directors. What is the role of modern financial analysis in understanding quality of growth? Which financial parameters can be used to analyze growth quality? In this article we offer to discuss major differences and peculiarities of corporate growth analysis which are offered by modern financial analytics.

Literature

1. I. Adizes. Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do about It. – Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1988.
2. I. Adizes. Managing Corporate Lifecycles. – Paramus, NJ: Prentice Hall, 1999.
3. C.H. Berry. (1971), Corporate Growth and Diversification, Journal of Law & Economics, vol. 14(2), pages 371-84.
4. T.H. Brush. Bromiley, Philip and Hendrickx, Margaretha (2000), The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance”, Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 4 (Apr., 2000), pp. 455-472.
5. P. Dunne, A. Hughes. (1994), Age, Size, Growth and Survival: UK Companies in the 1980s, Journal of Industrial Economics, vol. 42(2), pages 115-40.
6. D.S. Evans. (1987), The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries, Journal of Industrial Economics, vol. 35(4), pages 567-81.
7. P.A. Geroski, Machin, Stephen J. and Walters, Christopher F. (1997), Corporate Growth and Profitability, Journal of Industrial Economics, Vol. 45, No. 2, pp. 171-189.
8. P. Geroski, K.Gugler. (2004), Corporate growth convergence in Europe, Oxford Economic Papers, vol. 56(4), pages 597-620.
9. L.E. Greiner. (1972), Evolution and Revolution as Organizations Grow, Harvard Business Review, July/August, 1972.
10. B.H. Hall. (1987), The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector, Journal of Industrial Economics, 25, pp. 583–606.
11. I.V. Ivashkovskaya. Value Based Management: challenges for Russian Management, Russian Journal of Management, 2004, №4, стр. 113-132
12. I.V. Ivashkovskaya. Corporate growth sustainability: financial approach, Russian Entrepreneurship, 2008, №3
13. I.V. Ivashkovskaya. Corporate Life-Cycle: an opinion of financial analyst, Company management, 2006, №11.
14. B. Jovanovic. (1982), Selection and the Evolution of Industry, Econometrica, Vol. 50, No. 3, pp. 649-670.
15. W.A. Kracaw. Lewellen, Wilbur G. and Woo, Carolyn Y. (1992), Corporate Growth, Corporate Strategy, and the

- Choice of Capital Structure, Managerial and Decision Economics, Vol. 13, No. 6, pp. 515-526.
16. A. William. (1978), Corporate Control and Growth: An Alternative Approach, Journal of Industrial Economics, vol. 26(3), pages 257-66.
 17. D.C. Mueller. (1972), A Life Cycle Theory of the Firm, Journal of Industrial Economics, vol. 20(3), pages 199-219.
 18. A. Singh, G. Whittington. (1975), The Size and Growth of Firms, Review of Economic Studies, , vol. 42(1), pages 15-26.
 19. T.E. Stuart. (2000), Interorganizational Alliances and the Performance of Firms: A Study of Growth and Innovation Rates in a High-Technology Industry, Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 8, pp. 791-811.
 20. N. Varaiya, Nikhil, R.A. Kerin, D. Weeks. (1987), The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value, Strategic Management Journal, Vol. 8, No. 5, pp. 487-497.