

## 10.12. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАДИЙ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА ОРГАНИЗАЦИЙ: ИСТОРИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

Ованесова Ю.С., аспирант кафедры  
фондового рынка и рынка инвестиций

*Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»*

Данная статья посвящена рассмотрению статей зарубежных и российских авторов, которые исследовали жизненный цикл организации через финансовые детерминанты. При анализе статей в хронологическом порядке можно увидеть, что раньше авторы больше уделяли внимание таким параметрам как стратегия управления компаний, этическая культура, принятие решений топ-менеджментом и др. Финансовые показатели анализировались недостаточно, анализ сводился к оценке роста прибыли компании. В последующие годы теория жизненного цикла набирала обороты, появились статьи, авторы которых рассматривали стадии жизненного цикла уже исключительно через финансовые детерминанты.

Жизненный цикл организаций (ЖЦО) – это последовательное прохождение компанией всех или только некоторых стадий развития либо деградации компании, начинающая с ее образования и заканчивая смертью. В современном мире для лучшего понимания действительности мы стараемся упорядочивать наши знания. Данная статья посвящена рассмотрению некоторых теоретических методов определения стадии жизненного цикла организаций, основываясь на количественных характеристиках. Чаще всего ЖЦО рассматривается со стороны стратеги-

ческого менеджмента. Основными показателями, характеризующими стадии, выступают стратегия развития компании, количество сотрудников компании, уровень образования топ-менеджмента, организационно-правовая форма, этическая культура, степень бюрократизации организации и т.д. Если предположить, что каждая компания старается максимизировать свою прибыль, то результат многих неколичественных параметров (таких как способ управления, например) может быть отображен в финансовых показателях. Предположим, что финансовые показатели являются отображением эффективности управления руководства и, как следствие, местом компании на кривой жизненного цикла.

Миллер и Фрейзен в 1983 г. [3, с. 1164], пытаясь анализировать стадии жизненного цикла, провели исследование на 36 компаниях, которые существовали, по меньшей мере, уже 20 лет на рынке. Информация о компаниях обрабатывалась на основании опросника, который был направлен топ-менеджменту. Авторы выделили пять стадий жизненного цикла компаний, которые отличаются друг от друга стратегией управления компанией, структурой, методами принятия решений и организационной ситуацией. Финансовым показателем для анализа выступал показатель роста продаж, который авторы рассматривали относительно 15%-ного уровня.

Скотт и Брюс в статье «Пять стадий роста малого бизнеса» [4, с. 48], помимо нефинансовых критериев, определили какой поток денежных средств может быть на разных стадиях жизненного цикла организации. Модель (табл. 1), разработанная Скотт и Брюс, не была эмпирически проверена и носит больше теоретическую ценность для теории ЖЦО.

Таблица 1

МОДЕЛЬ ДЛЯ РОСТА МАЛОГО БИЗНЕСА

Параметры	Стадия 1. Начало	Стадия 2. Выживание	Стадия 3. Рост	Стадия 4. Расширение	Стадия 5. Зрелость
Стадия отрасли	Развивающаяся, фрагментированная	Развивающаяся, фрагментированная	Растущая, несколько крупных конкурентов, новые компании	Растущая, турбулентность	Рост / турбулентность или зрелость / спад
Основные проблемы	Завоевание потребителя, экономическое производство	Прибыль и убыток	Управляемый рост, обеспечение ресурсами	Финансовый рост, поддерживающий контроль	Контроль издержек, производительность, рыночная ниша, если имеется спад отрасли
Роль топ-менеджеров	Прямой контроль	Контролирующий наблюдатель	Разделение обязанностей и согласование	Децентрализация	Децентрализация
Стиль управления	Предприниматель, индивидуалистический	Предприниматель, административный	Предприниматель, координатор	Профессионал, административный	Отслеживание, чтобы не было хищений в компании
Организационная структура	Неструктурированная	Простая	Функциональная, централизованная	Функциональная, децентрализованная	Децентрализованный функционал / продукт
Разработка продукта и исследование рынка	Нет	Небольшие	Разработка нескольких новых продуктов	Инновации новых продуктов, исследование рынка	Инновация продукта
Системы контроля	Простое ведение бухгалтерского учета, eyeball контроль	Простое ведение бухгалтерского учета, личный контроль	Системы бухгалтерского учета, простой контроль через отчеты	Системы бюджетирования, ежемесячных продаж и отчетов по продуктивности, контроль делегирования обязанностей	Системы формального контроля, управление по целям
Основные источники финансирования	Собственники компании, друзья, родственники, лизинг поставщику	Собственники, поставщики, банки	Банки, новые партнеры, нераспределенная прибыль	Нераспределенная прибыль, новые партнеры, секьюритизированные долгосрочные обязательства	Нераспределенная прибыль, долгосрочный долг

Параметры	Стадия 1. Начало	Стадия 2. Выживание	Стадия 3. Рост	Стадия 4. Расширение	Стадия 5. Зрелость
Генерирование денежного потока	Отрицательный	Отрицательный/безубыточный	Положительный, но реинвестированный	Положительный с небольшими дивидендами	Генерация денежного потока, более высокий дивиденд
Основные инвестиции	Здания и оборудование	Оборотный капитал	Оборотный капитал, на расширение внеоборотных активов	Новые операционные устройства	Управление за внеоборотными активами и рыночной позицией
Рынок продукта	Монопродукт и ограниченные каналы поставок и рынка	Монопродукт и рынок, но увеличение масштаба и канала поставок	Расширенная, но ограниченная линия продуктов, один рынок, множественные каналы продаж	Расширенный ассортимент продуктов, увеличение рынков и каналов продаж	Ограниченные линии, множественные рынки и каналы продаж

Таблица 2

**СООТВЕТСТВИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И СТАДИЙ ЖИЗНЕННОГО ЦИКЛА КОМПАНИЙ**

Стадии жизненного цикла компании	Показатели жизненного цикла компаний			Возраст компании
	Дивидендные выплаты	Рост продаж	Капитальные расходы / (Рыночная стоимость собственного капитала + Балансовая стоимость долгосрочного долга)	
Рост	Низкий	Высокий	Высокий	Молодая
Зрелость	Средний	Средний	Средний	Взрослая
Стагнация	Высокий	Низкий	Низкий	Старая

Рассмотрение жизненного цикла с финансовой точки зрения и подкрепление его эмпирическим исследованием впервые встречается в работе Дж. Энтони и К. Рамеша, которая была опубликована в 1992 г. [5, с. 207]. Авторы статьи предполагали, что стадии «рост», «зрелость» и «стагнация» определяются следующими детерминантами:

- уровнем дивидендных выплат;
- ростом продаж;
- капитальными расходами, разделенными на рыночную стоимость акций плюс балансовая стоимость долгосрочного долга;
- возрастом компании.

В табл. 2 представлена взаимосвязь показателей и стадии жизненного цикла компании.

В статье Дж. Энтони и К. Рамеша «Связь между данными бухгалтерской отчетности и стоимостью акций: тестирование гипотез жизненного цикла компаний» (1992 г.), жизненный цикл компании классифицировался с помощью финансовых показателей.

Выборка для исследования жизненного цикла Дж. Энтони и К. Рамеша состояла из 3 686 компаний, входящих в базу Compustat и CRSP с 1976 г. по 1986 г. Из выборки исключались компании финансового, страхового сектора и компании, обеспечивающие коммунальные услуги. Также были исключены компании, данные по которым отсутствовали за предшествующие шесть лет. Таким образом, выборку составили 1 825 компаний с 14 258 данными по годам.

В работе И.В. Ивашковской «Жизненный цикл организации: взгляд финансиста» [1, с. 62], предлагается рассматривать развитие конкретной компании на протяжении жизненного цикла в системе ключевых финансовых координат: ликвидности, инвестиционного риска и подлинной стоимости.

Анализ ликвидности, следуя концепции И.В. Ивашковской, приравнивают к способности компании отвечать по возникшим обязательствам и изучают коэффициенты, выражающие покрытие имеющихся обязательств разными группами активов.

Риски на протяжении всего жизненного цикла изменяются от деловых до финансовых. Они формируются под влиянием широкого круга факторов, вызывающих неопределенность в результатах деятельности фирмы.

Независимо от конкретного профиля деятельности, любой компании в рыночной среде свойственны три типа потоков денежных средств (ДС).

- Первый – поток ДС от основной деятельности – возникает в операциях, непосредственно определяющих конкурентные характеристики компании и формирующих чистую прибыль. Этот поток образует фундамент устойчивости фирмы, внутренний финансовый источник ее развития.
- Второй тип – поток от инвестиционной деятельности – возникает в связи с периодической реструктуризацией долгосрочных активов компании и отражает ее приспособление к изменениям условий конкуренции, которые вынуждают продавать одни активы и покупать другие.
- Третий тип – поток от финансирования – обеспечивает финансовую гибкость компании, а точнее, скорость ее приспособления к меняющимся условиям бизнеса.

Все три типа потоков имеют собственные приливы и отливы и формируют волну движения ДС организации в целом (рис. 1).

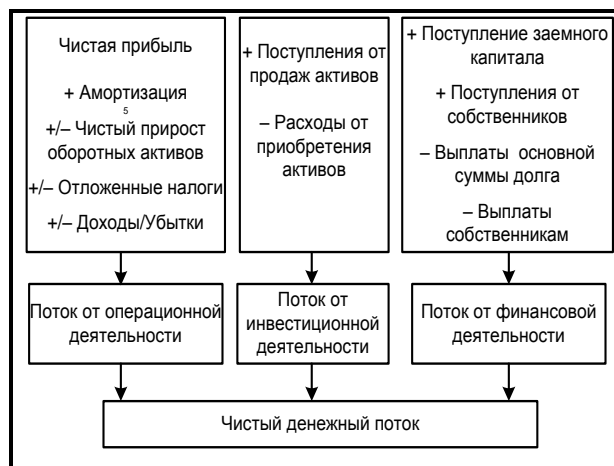


Рис. 1. Потоки денежных средств компании

Сумма всех трех составляющих – чистый поток ДС (net cash flow) – важный компонент финансового анализа компании на любой стадии ее жизненного цикла. Именно способность бизнеса выступать генератором потока ДС, либо, напротив, его нацеленность на преобладание расходов денег над их поступлением яв-

ляется ключом к анализу фирмы как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Российская традиция анализа финансовой отчетности, к сожалению, пока не сформировала подобную культуру отслеживания потоков ДС и построена практически исключительно на показателях прибыли.

На разных этапах ЖЦО норма соотношения операционного, инвестиционного и финансового потоков ДС выглядит по-разному, как это показано на рис. 2.

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

В 2007 г. В. Дикинсон [6, с. 12] пишет диссертацию, где предлагает определять жизненный цикл компании на основании знака трех потоков денежных средств от разных видов деятельности. Данные показатели не были представлены в исследовании Дж. Энтони и К. Рамеша, так как отчет о движении денежных средств компаний по международным стандартам был введен в 1994 г. В данном отчете раскрываются три наиболее важных показателя: движение денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности. В диссертации Виктории Дикинсон проведен тщательный анализ взаимосвязи жизненного цикла организации и финансовых параметров компании. Ее модель проста в применении, и с ее помощью можно эффективно определить, на какой стадии находится компания в установленный временной промежуток.

В статье В. Дикинсон «Денежный поток, как показатель жизненного цикла компании» (2007 г.) выделяет

следующие детерминанты, которые описывают стадии жизненного цикла компаний.

1. Чистая прибыль на акцию (*EPS*).
2. Стандартное отклонение квартальных данных чистой прибыли на акцию ( $\sigma(EPS)$ ).
3. Рост продаж – *GrSALES*, который находится по следующей формуле ( $NetSales_t / laggedNetSales_{t-1} - 1$ ).
4. Рост чистых операционных активов – *GrNOA* – определяется как ( $NOA_t / NOA_{t-1} - 1$ ).
5. Отношение рыночной стоимости акции к балансовой стоимости акции (*MB*).
6. Годовая доходность акций *RET*.
7. Стандартное отклонение доходностей акций за предыдущие 250 дней –  $\sigma(RET)$ .
8. Отношение чистого финансового долга к величине собственного капитала из обыкновенных акций (*LEV*).
9. Средняя рыночная *BETA*.
10. Эффективная ставка налога (*ETR*).
11. Коэффициент выплаты дивидендов – *DIVPAY*, который находится как отношение дивиденда по обыкновенным акциям к чистой прибыли.
12. Логарифм рыночной стоимости акции – *SIZE*.
13. Логарифм количества лет с того момента, как компания появилась в базе Центра по исследованию стоимости ценных бумаг (Center for research in security prices, *CRSP*) – *AGE*.

Выборка состоит из компаний, акции которых торгуются на NYSE, AMEX и NASDAQ (не включая ADR). Данные по компаниям взяты из базы Compustat. Период выборки с 1989 г. (когда впервые компании опубликовали отчетность о движении денежных средств по международным стандартам финансовой отчетности, МСФО) по 2005 г. Из выборки были исключены компании с чистыми операционными активами (*NOA*), выручкой от продажи, или рыночной стоимостью акций меньше, чем 1 миллион долларов. Компании с SIC-кодами больше чем 9 100 были тоже исключены, так как деятельность таких компаний не направлена на получение прибыли. В результате выборку составили 47 234 наблюдений компаний за рассматриваемый период.

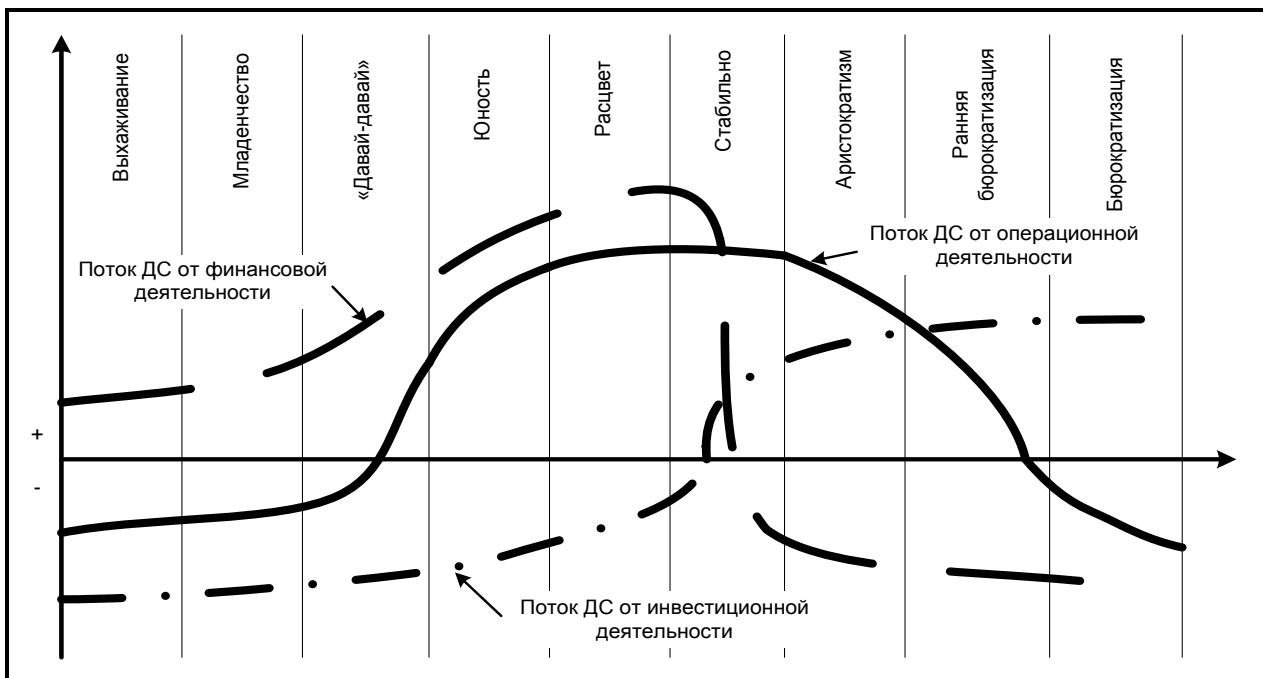


Рис. 2. Потоки денежных средств на стадиях ЖЦО

Сами же стадии жизненного цикла в работе В. Дикинсон предлагается определять с помощью «знаков» потоков денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности, как показано в табл. 3.

Таблица 3

**СТАДИИ ЖЦО И ЗНАКИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ОТ РАЗНЫХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ**

Стадия ЖЦО /знак денежного потока	Зарождение	Рост	Зрелость	Турбулентность	Турбулентность	Турбулентность	Спад	Спад
Денежный поток от операционной деятельности	-	+	+	-	+	+	-	-
Денежный поток от финансовой деятельности	+	+	-	-	+	-	+	-
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-	-	-	-	+	+	+	+

В 2008 г. в работе «Как могут показатели денежного потока помочь диагностировать финансовое здоровье компании», написанной У.С. Брувер и У. Хамманом [7, с. 23],

была предложена следующая концепция определения жизненных циклов на основе потоков денежных средств от разных видов деятельности. Авторы проводили исследование на компаниях Южной Африки, которые работают в промышленном секторе и акции которых торгуются на Йоханнесбургской фондовой бирже.

В табл. 4 структурированы и описаны различные случаи развития компании при различных знаках потоков денежных средств компании.

Финансовые характеристики, участвовавшие в исследовании:

- доходность, равная чистой прибыли / выручку (*NP*, %);
- отношение денежных средств от операционной деятельности к выручке (*CFO*, %);
- отношение размера выплаты дивиденда к чистой прибыли (*Div*);
- размер компании, равный общим активам ;
- процент роста продаж;
- процент роста активов;
- отношение денежных средств от инвестиционной деятельности к продажам (*CFI*, %);
- отношение денежных средств от финансовой деятельности к продажам (*CFE*, %);
- отношение общего долга к общим активам (*TD/TA*).

Таблица 4

**ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЖЦО ПО ЗНАКУ ПОТОКОВ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ.**

Пример	Денежные средства от операционной деятельности	Денежные средства от инвестиционной деятельности	Денежные средства от финансовой деятельности	Комментарии	Фаза жизненного цикла
1	+	+	+	Редкий случай, может быть только временно	Не определена
2	+	-	-	Здоровая компания, которая генерирует достаточный <i>CFO</i> для финансирования ежедневной деятельности. Некоторые инвестиции в развитие, выплачиваются долги	Характеризует зрелую компанию, растущую средними темпами
3	+	+	-	Компания генерирует положительный <i>CFO</i> , но продает долгосрочные активы и инвестиции. Возможно, чтобы погасить дог или выкупить обратно акции	Компания может находиться в стадии падения, а так же возможна реструктуризация
4	+	-	+	Положительный поток от операционной деятельности, но не достаточный для финансирования всех инвестиций	Обычно компания находится в последней стадии роста
5	-	+	+	Редкий случай, когда компания не генерирует положительный денежный поток от операционной деятельности и финансирует дефицит средств за счет продажи активов, получения нового займа или выпуска акций	Как правило, конец жизненного цикла организации
6	-	-	+	Компания не генерирует достаточно денежных средств для финансирования ежедневной деятельности. Заем долгов или выпуск акций используется для финансирования текущего и долгосрочного увеличения капитала	Характерно для молодой компании, находящейся в стадии раннего роста или зарождения
7	-	+	-	Долгосрочные активы продаются для того чтобы покрыть отрицательный поток от операционной деятельности и погашения долгов. Такое соотношение денежных потоков, как правило, ведет к ликвидации	Компания находится на этапе умирания
8	-	-	-	Нетипичный случай, возможно, компания имеет внутренние запасы денежных средств. Такое соотношение денежных средств означает финансовые проблемы и как правило существует недолго	н/о

Подводя итог после рассмотрения некоторых существующих статей, посвященных жизненному циклу организации, до 2006 г. основным финансовым параметром для определения стадии был показатель роста прибыли компании, и только последующие статьи были построены на основании соотношения или «знака» потоков денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности. При анализе организаций в наше время стадии жизненного цикла часто не учитываются, а строятся исключительно на нормативных значениях финансовых показателей, которые оценивают финансовую устойчивость компании. После рассмотренных исследований следует, что финансовые показатели отличаются друг от друга на разных стадиях жизненного цикла организации. В связи с этим можно заключить, что при оценке организации следует учитывать стадию жизненного цикла, на которой она находится в рассматриваемый период.

### Литература

1. Ивашковская И.В. Жизненный цикл организации: взгляд финансиста [Текст] / И.В.Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2006. – С. 60-67.
2. Ованесова Ю.С. Анализ финансовых показателей жизненного цикла российских компаний [Текст] / Ю.С. Ованесова // Сборник статей аспирантов-2012 / Нац. исслед. ун-т «Высш. шк. экономики». – М., 2013.
3. Anthony J.H., Ramesh K. Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life-cycle hypothesis // Journal of accounting and economics. 1992. Pp. 203-227.
4. Bruwer W.S., Hamman W. How can cash-flow patterns assist analysts in investigating a company's financial health? // Corporate culture. 2008. February. Pp. 21-24.
5. Dickinson V. Cash flow as proxy for firm life cycle. PhD; CPA : Fisher school of accounting Warrington; College of Business; University of Florida, 2007. Pp. 1-35.
6. Miller D., P.H. Freisen. A longitudinal study of corporate life cycle // Management science. 1984. Pp. 1161-1183, 1984.
7. Scott M., Bruce R. Five stages of growth in small business. Pergamon Journals Ltd., 1987. Pp. 45-52.

### Ключевые слова

Жизненный цикл компании, финансовые детерминанты, выручка, генерирование денежного потока, теоретический подход, эмпирический подход, стратегия компании, финансовый анализ, стратегический анализ, развитые рынки.

*Ованесова Юлия Сергеевна*

### РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы. В данной статье предлагается рассмотреть историческое изменение исследований жизненного цикла организаций с помощью финансовых показателей. Предполагается, что финансовые показатели отображают эффективность управления компанией и включают в себя многие неколичественные характеристики деятельности компании. Поэтому возникает проблема о возможности измерения стадии жизненного цикла организации с помощью таких количественных параметров как финансовые показатели. Существует потребность в разработке рекомендаций и исследований жизненного цикла организации на развивающихся рынках капитала. В этой связи работа является весьма актуальной.

Научная новизна и практическая значимость. В статье были рассмотрены работы современных западных и российских авторов, касающихся качественной и количественной оценки жизненного цикла компаний. Проведен хронологический анализ взглядов разных авторов на жизненный цикл организаций. Интересным моментом является то, что стадии жизненного цикла организаций в последнее время рассматриваются через соотношение потоков денежных средств от разных видов деятельности, а не только через показатели роста прибыли, как это было в ранних работах. В рассматриваемых работах авторы выделяют разное количество стадий жизненного цикла организаций, описывая их различными финансовыми характеристиками. Практическая значимость представленных исследований имеет место в связи с возможностью ее применения на развивающихся рынках капитала, где сейчас уделяется больше внимания показателям прибыли компании.

Заключения. Рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

*Берзон Н.И., д.э.н., профессор, зав. кафедрой фондового рынка и рынка инвестиций Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»*