3.5. УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ И ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Матяш И.В., д.э.н., доцент, профессор, кафедра «Финансы и кредит»

Барнаульский филиал Финансового университета при Правительстве РФ, г. Барнаул

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Целью статьи является исследование содержания, методологии и методики оценки устойчивого роста предприятий. В статье рассматривается понятие «качество устойчивого роста», для оценки качества роста предлагается определять рост рыночной стоимости предприятия от реинвестирования прибыли с помощью модели оценки добавленной рентабельности (***sP$_R$***). Автор поясняет возможный диапазон изменения добавленной рентабельности (***sP$_R$***) и ее влияние на результативность устойчивого роста. В статье поясняется содержание и методика обоснования рыночной барьерной ставки. Автор дает определение понятий «устойчивый рост рыночной стоимости предприятия», «стратегически устойчивый рост». Предлагаемые методики поясняются на реальном примере.

Управление экономическим ростом становится критически важным для предприятий в период спада экономики. От достигнутого уровня устойчивого роста зависит возможность сохранения и развития бизнеса без привлечения дополнительного капитала. Современные проблемы устойчивого роста организаций в условиях глобального экономического кризиса представлены в работах Лимитовского М.А. [7], Белоусова К.В. [2], Тепловой О.В. [12], Выборовой Е.Н. [3], Щетинина Е.Н., Неверова П.А., Зиновьева А.Г. и др. [1, 15, 9, 6]. Проблемы «устойчивости», «устойчивого роста» и «устойчивого развития» экономических систем активно обсуждаются сегодня в экономической науке. Понимание «устойчивости» рассматривается в разных контекстах и с разных сторон: с точки зрения системной динамики, с позиций экономического, управленческого, корпоративного подходов. Вместе с тем, по мнению К.Ю. Белоусова, это направление остается дискуссионным, не достигнуто единство трактовки понятийного аппарата, нет отработанных методик практического применения [2, с. 122].

Базовые основы оценки устойчивости состояния и развития предприятия

Системный подход задает основной вектор исследований, позволяет уточнить принципиальные моменты в понимании проблематики устойчивого роста и развития предприятия.

Бизнес-предприятие представляет собой открытую неравновесную экономическую систему, которая в процессе функционирования и развития может переходить в устойчивое (структурно обусловленное) и неустойчивое состояние.

С позиций системного подхода понятие организационной устойчивости предприятия многомерно и включает как более частные ее проявления, производственно-техническую, социальную, инновационную, экономическую и финансовую устойчивость. В обобщенной трактовке экономическая устойчивость характеризует способность предприятия во взаимодействии с внешней средой сохранять неизменным критически важные структурно-функциональные параметры своей экономической и финансовой системы.

Исходя из современной экономической практики, устойчивость рассматривается с точки зрения разных аспектов: как состояние предприятия, как условие его роста и как качество роста.

1. Устойчивость как состояние предприятия – в данной трактовке основной акцент управления направлен на снижение изменчивости (вариабельности) критических параметров. Например, сохранение в финансовом состоянии оптимальных соотношений структуры капитала, статей активов и пассивов и т.д. Устойчивость понимается как снижение вариабельности соответствующих коэффициентов, показателей платежеспособности в пределах установленного нормального диапазона.
2. Устойчивость как условие роста – такая трактовка нацеливает управление на достижение доступного положительного роста при имеющихся собственных ресурсах. В данном случае рост считается устойчивым, потому что он доступен в сложившихся стабильных условиях при отсутствие риска изменения ситуации в связи с привлечением дополнительного собственного капитала, перераспределением сил, появлением новых владельцев. Здесь устойчивость понимается как сохранение тренда роста продаж и показателей рентабельности. Данный подход применяется при оценке устойчивого экономического роста предприятия и, по сути, является вариантом трактовки устойчивости как состояния предприятия, состава и структуры его капитала.
3. Устойчивость как качество роста – такая трактовка ориентирует на достижение динамического опережения целевых показателей, обеспечивающего структурное развитие предприятия в нестабильной среде. Данная ситуация отличается от первой и второй качеством постановки задачи: а) применяется принципиально новый по сложности класс критериев управления. Целевыми ориентирами принимаются подвижные, динамически изменяющиеся, по своей природе – сложные, макроэкономические параметры; б) целью управления принимается динамическое опережение, когда при достоверно неопределяемой, но неизбежной вариабельности внешних и внутренних параметров необходимо достигнуть и сохранить опережающий рост целевых критериев.

Сохранение устойчивости, входит в известное противоречие с необходимостью роста и развития предприятия. Абсолютно устойчивая система неспособна к развитию, так как любые отклонения от определенного состояния подавляются, и система возвращается в первоначальное равновесное состояние. Рост должен быть достаточно сильным и направленным, чтобы влиять на закрепление положительной динамики целевых параметров системы предприятия. Исходя из этого, появляется понятие «качества роста» и, соответственно, проблема критериев измерения качества роста предприятия.

Понятие «рост» предприятия используется в разных трактовках. В узком смысле рост – это процесс количественного, функционального изменения. В широком смысле рост предприятия представляет собой количественное изменение производственной системы, выражающееся в количественном увеличении персонала, выпускаемой продукции, финансовых результатах. Различают экстенсивный рост

без качественного изменения производственных систем, и интенсивный рост, сопровождающийся совершенствованиями в структуре и функциях системы. В процессе структурного изменения производственных, экономических, финансовых отношений происходит развитие потенциала и рост эффективности предприятия.

Очевидно, при переходе от трактовки устойчивости как состояния к трактовке устойчивости как качества роста неизбежно должны меняться и критерии оценки. Говоря в самом общем виде, понимание устойчивости как качества роста должно опираться на оценочные критерии, отражающие структурный рост предприятия.

В зависимости от качества роста можно выделить:

- функциональный рост предприятия – здесь рост рассматривается как совокупность незначительных, временных нестойких и обратимых изменений. Целью управления является сохранение и наращивание целевого вектора роста в рамках текущего проекта предприятия;
- структурный рост – это совокупность системообразующих глубоких изменений, влекущих за собой стойкое изменение целевых параметров ресурсного потенциала предприятия. Организационно, технически и технологически такой рост проявляется в переходе от текущего проекта к проекту следующего поколения по уровню эффекта. Факт перехода от проекта к проекту не является самоцелью и не гарантирует «качество роста». Критерием структурного качества роста является критический рост эффекта предприятия.

Мерилом экономического роста является полученный финансовый результат от инвестированного капитала, измеряемый показателями «экономический эффект» и «эффективность» предприятия / проекта. Понятие «полезный эффект» в экономике предприятия многомерно, и охватывает множество экономических и внеэкономических факторов. В итоге в финансовых расчетах экономическая эффективность проекта / предприятия выражается ставкой процента от вложенного капитала, долей полученной прибыли / денежного потока от начальных инвестиций. В глобально интегрированной экономике ставка процента становится универсальным кодом измерения роста: норма прибыли на капитал является индикатором экономической эффективности организаций, рыночная процентная ставка отражает процессы макроэкономического роста в отраслях, на уровне национальной и мировой экономики.

Поскольку субъекты экономики относительно самостоятельны, процентные ставки роста каждого субъекта могут существенно различаться. В то же время процессы в экономике взаимосвязаны и, при всем различии предприятий, можно определить некий средний (барьерный) уровень процента, отражающий усредненный темп роста совокупного капитала, – своеобразный центр динамики экономических процессов, вокруг которого колеблются значения индивидуальных ставок роста экономических субъектов. В таком понимании рыночная барьерная ставка процента, выражая темп изменения показателей входа и выхода экономической системы, вложения капитала в проекты и получения эффекта в виде его прироста – является индикатором качества роста и развития экономики.

Экономическое понимание рыночной (барьерной) ставки процента связано с понятием альтернативной стоимости, или издержек упущенных возможностей. Альтернативная стоимость (opportunity cost) отражает упущенную возможность участия в другом проекте, в производстве другого вида товара или услуг, требующих тех же затрат капитала. Другими словами, альтернативная стоимость – это доход, упущенный экономическим агентом в результате принятия им какого-либо решения. Тогда альтернативные издержки – это издержки производства товаров и услуг, измеряемые стоимостью наилучшей упущенной возможности использования затраченных на их создание факторов производства.

Концепция альтернативных издержек составляет основу сравнительной (рыночной) оценки эффективности деятельности предприятия. В современной практике рыночная барьерная ставка процента отражает альтернативные условия использования капитала. Рыночная ставка (альтернативная стоимость, opportunity cost) применяется как объективный и независимый внешний критерий обоснованной максимальной стоимости и минимально допустимой доходности капитала в операциях дисконтирования при оценке эффективности инвестиционных проектов и оценке бизнеса.

Сопоставлением внутренней, индивидуальной оценки эффективности предприятия с рыночной ставкой оценивается эффективность и качество роста предприятия относительно направления и силы роста экономики. Предприятие, генерирующее опережающий рост относительно среднего на рынке, получает конкурентное преимущество по уровню отдачи на вложенный капитал, по скорости накопления реинвестированной прибыли, и, в конечном итоге, по возможности внедрения технических и технологических инноваций.

Устойчивость как состояние стабильности организации

В классической экономике понятие «устойчивость» отождествлялось с понятием «равновесие» систем. В промышленно развитых странах проблема устойчивости промышленных предприятий рассматривается прежде всего в связи с конкурентоспособностью и возможностью избежать банкротства.

Экономическую устойчивость предприятия справедливо отождествляют с устойчивостью его финансового состояния. Исходя из общего подхода, предприятие обладает финансовой устойчивостью, если оно может противостоять неблагоприятным внешним воздействиям, сохраняя постоянство качества и свойств его финансов, если возникающие в его рамках противоречия в процессе их разрешения, не выводят предприятие за установленные критические пределы (М.И. Баканов, А.В. Грачев, О.В Ефимова, В.В. Ковалев, А.А. Колобов, Р.С. Сайфулин, Г.В. Савицкая, А.Д. Шеремет).

Финансовая устойчивость, по мнению многих экономистов – исследователей данной проблемы, является отражением стабильного превышения доходов над расходами, обеспечивает свободное маневрирование

денежными средствами предприятия: путем эффективного их использования, способствует бесперебойному процессу производства и реализации продукции. Именно поэтому финансовая устойчивость, формируемая в процессе всей производственно-хозяйственной деятельности, является главным компонентом экономической устойчивости предприятия [12, с. 405]. С точки зрения К.Ю. Белоусова, устойчивость компании можно рассматривать как [2, с. 122]:

- стабильное существование;
- стойкость к внешним и внутренним воздействиям;
- постоянство корпоративной стратегии;
- неподверженность рискам;
- отсутствие прямых потерь в результате воздействия внешней и внутренней среды;
- предотвращения негативных воздействий компании.

Е.Н. Выборова считает, что устойчивость предприятия является интегральной категорией и при этом выделяет организационную и экономическую устойчивость. В свою очередь экономическая устойчивость зависит от производственной, финансовой и деловой устойчивости. В рамках финансовой устойчивости она выделяет: платежеспособную, ликвидную и кредитоспособную устойчивость [3].

Частным случаем корпоративной устойчивости является финансовая устойчивость как важнейшее условие для стабильного текущего и перспективного функционирования предприятия, как способность предприятия отвечать по своим обязательствам, сохранять достаточность и качество своих финансовых ресурсов [4].

В современном понимании управленческой и корпоративной устойчивости прослеживается тенденция отхода от внутренней оценки и ориентация на интегрированную оценку влияния внешних и внутренних процессов на экономику предприятия.

Устойчивый рост предприятия

Долгосрочной целью компании является наращивание масштабов бизнеса, рост оборота, повышение отдачи и рост финансовых результатов. С увеличением масштабов деятельности, наращиванием продаж повышается потребность в дополнительном привлечении капитала, растут и затраты на его содержание. Поэтому планы по увеличению масштабов деятельности необходимо согласовывать с возможностью предприятия нести дополнительные затраты на расширение финансирования. Для согласованной оценки возможностей роста при разных условиях финансирования применяют показатели внутреннего и устойчивого роста.

Коэффициент внутреннего роста показывает максимальный темп роста предприятия, который может быть достигнут без внешнего финансирования любого вида. Предприятие может достигнуть такого роста, используя только внутренние источники финансирования [10, с. 119]:

$$K = \frac{ROA * b}{1 - ROA * b}. \qquad (1)$$

В отличие от данного показателя, *устойчивым ростом* называют максимальный темп роста, который предприятие может достичь без дополнительного внешнего финансирования за счет выпуска новых акций, сохраняя при этом постоянное отношение заемных средств к собственному капиталу [10, с. 120]. Это максимальный рост капитала, который компания может поддерживать без увеличения финансового рычага.

Под *устойчивым экономическим ростом* предприятия понимается темп увеличения продаж, роста производства, и, в конечном итоге, рост собственного капитала при неизменности сложившейся финансовой политики и без привлечения внешнего финансирования [10, с.120].

Показателем устойчивого экономического роста является коэффициент, характеризующий темп роста собственного капитала за счет текущей деятельности без привлечения внешних источников финансирования.

На практике для оценки устойчивости рыночного роста применяют несколько моделей, в зависимости от того, какая разновидность капитала принята за базу отсчета. Разграничим два понятия собственного капитала:

- собственный капитал акционеров (богатство владельцев) складывается из капитала акционеров, инвестированного в предприятие и суммы дивидендов, полученных от вложения капитала;
- собственный капитал предприятия, включает капитал, полученный от эмиссии акций, нераспределенную прибыль и т.д.

Устойчивый рост собственного капитала владельцев определяется согласно модели, предложенной в работе С. Росса, Р. Вестерфилда., Б. Джордана [10]:

$$g = \frac{ROE_1 * b}{1 - ROE_1 * b}, \qquad (2)$$

где ROE_1 – рентабельность собственного капитала на конец периода;

b – коэффициент накопления (retention ratio) – отношение реинвестированной (нераспределенной) прибыли к общей сумме чистой прибыли.

Данная модель (2) отражает рост капитала собственников (по бухгалтерской оценке), где за базу отсчета принят собственный капитал, инвестированный в предприятие, увеличенный на размер выплаченных дивидендов.

Поясним сказанное, в формуле (1) за базу расчета в знаменателе принят коэффициент. Преобразуем это выражение:

$$(1 - ROE_1 * b) = (E_1 / E_1 - (NI / E_1) * b) =$$

$$= (E_1 / E_1 - (NI / E_1) * (RE / NI)) =$$

$$= (E_1 / E_1 - RE / E_1) = (E_0 + Div) / E_1.$$

Отсюда получаем модель роста капитала владельцев от реинвестирования прибыли:

$$g = (RE / E_1) / ((E_0 + Div) / E_1) = RE / (E_0 + Div),$$

где RE – нераспределенная (реинвестированная) прибыль (retained earnings);

E_0 – собственный капитал на начало периода;

NI – чистая прибыль;

Div – часть прибыли, распределенная на дивиденды.

Распределенная прибыль не входит в состав собственного капитала предприятия, но она является

частью капитала владельцев. Поэтому данный вариант модели (1) отражает рост капитала собственников. Устойчивый рост *собственного капитала предприятия* определяют по формуле, предложенной в работе Р. Хиггинса [13]:

$$g = ROE * b, \quad (3)$$

где ROE_0 – рентабельность собственного капитала, собственный капитал E_0 принят в оценке на начало периода ($ROE_0 = NI / E_0$).

Выразим коэффициент устойчивого роста предприятия (3) через рентабельность собственного капитала по реинвестированной прибыли:

$$K_g = \frac{RE}{E_0}. \quad (4)$$

Таким образом, исходя из рассматриваемой трактовки устойчивого роста, данные коэффициенты показывают, какими темпами увеличивается собственный капитал предприятия за счет реинвестирования нераспределенной прибыли. Такой подход (1, 2, 4) представляет собой оценку роста собственного капитала предприятия за счет реинвестирования прибыли относительно внутренних бухгалтерских критериев результативности.

Применяемая трактовка устойчивого роста позволяет оценить возможные темпы роста, которые может достичь компания без привлечения дополнительных ресурсов. Это важно с точки зрения того, что существует прямая связь между темпами роста, которые может достичь организация и ее финансовой политикой [10].

Необходимо отметить, что в данной трактовке *устойчивого экономического роста предприятия* «устойчивость» понимается как стабильные условия сохранения роста, а не как «устойчивое качество роста». Любой рост, получаемый в заданных условиях, признается устойчивым, независимо от того, какое влияние он оказал на состояние организации. В рамках данной модели оценивается возможность роста предприятия с точки зрения стабильных условий финансирования, а не возможность сохранения и повышения устойчивости предприятия от результатов роста.

Устойчивый рост предприятия и критерии рыночной стоимости

Целью финансового управления является не экономический рост сам по себе, а наращивание рыночной стоимости капитала и максимизация стоимости акций. Это требует уточнить критерии оценки, связать устойчивый рост с ростом рыночной стоимости.

В соответствии с концепцией управления стоимостью предприятия (value-based management, ***VBM***) дополнительная, вновь созданная стоимость инвестированного капитала равна превышению бухгалтерской прибыли компании над альтернативными издержками его использования (экономическая добавленная стоимость (economic value added, ***EVA***^{TM}) [11].

В последние годы появляются исследования роли критериев ***VBM***-концепции в оценке устойчивого роста организаций. В частности, в работе И.В. Ивашковской предлагается ряд инструментов оценки устойчивости роста с использованием экономической прибыли [5, с. 16].

Экономическая прибыль как критерий добавленной стоимости в применяемых подходах оценивается сравнением рентабельности инвестированного капитала по операционной прибыли с альтернативной рыночной барьерной ставкой:

$$PI = NORAT - (WACC * CE), \quad (5)$$

где ***NORAT*** (net operating profit after tax) – прибыль от основной деятельности после налога на прибыль;

WACC (weighted average cost of capital) – средневзвешенная ставка затрат на капитал;

CE (capital employed) – инвестированный капитал.

Добавленная стоимость трактуется как финансовый результат после выплат издержек финансирования по рыночной ставке. Данный подход не дает ответ на вопрос, добилось ли предприятие от реинвестирования прибыли добавленного роста капитала, оставшегося на предприятии после выплат издержек финансирования.

Для оценки качества роста предприятия целесообразно применять критерий роста его рыночной стоимости. В качестве базы примем прибыль, направленную на реинвестирование.

Если ставку роста капитала предприятия (по реинвестированной прибыли) сравнить с рыночной ставкой процента, получим соотношение роста компании относительно общей динамики рынка капитала. Исходя из политики реинвестирования, рост компании может отставать или опережать рыночный рост капитала.

Для реализации бизнеса предприятие привлекает общественный капитал в форме собственных и заемных источников для производительного использования и наращивания общественного богатства. Полученные результаты бизнеса имеют общественную (рыночную) стоимость в той степени, в какой они способствуют росту экономического богатства глобальной экономической системы. В терминах процентного роста это означает: если ставка роста капитала предприятия от заработанной прибыли выше рыночной ставки, значит, предприятие создает (наращивает) рыночную стоимость, создает для общества новые блага, новый капитал. В ситуации, когда темп роста капитала предприятия, по уровню ниже рыночной барьерной ставки, это свидетельствует о разрушении (снижении) рыночной стоимости капитала, авансированного в данный проект.

Очевидно, что, если устойчивый рост компании опережает альтернативную ставку рыночного роста капитала, значит, компания генерирует дополнительную стоимость и рыночная стоимость инвестированного капитала растет. Если же устойчивый рост компании отстает от рыночного роста капитала, значит, происходит разрушение стоимости и рыночная стоимость инвестированного капитала уменьшается.

Определим вклад устойчивого роста в стоимость предприятия. Рост рыночной стоимости компании оценивается сравнением рентабельности капитала предприятия и рыночной барьерной ставки. Спрэд рентабельности собственного капитала по реинвестированной прибыли (ROE_{RE}) и рыночной барьер-

ной ставки (***rs**$_g$*) показывает ставку рентабельности собственного капитала по добавленной рыночной стоимости (добавленную рентабельность), которая отражает рост стоимости компании от реинвестирования (***sP**$_R$*):

$$sP_R = \frac{RE}{E_0} - rs_g = ROE_{RE} - rs_g, \quad (6)$$

где ROE_{RE} – рентабельность собственного капитала по реинвестированной прибыли ($ROE_{RE} = RE / E_0$);

E_0 – собственный капитал в оценке на начало периода.

Рост рыночной стоимости компании от реинвестирования прибыли (***sP**$_R$*) представляет собой прирост (положительный или отрицательный) ставки рентабельности собственного капитала относительно уровня барьерной ставки.

Для оценки роста стоимости компании от реинвестирования предлагается модель устойчивого роста рыночной стоимости (добавленная рентабельность) (***sP**$_R$*).

Ситуация, при которой $sP_R > 0$, означает, что сложившийся уровень устойчивого роста предприятия (***K**$_g$*) превышает (обгоняет) рыночную норму роста, т.е. компания генерирует создание новой стоимости, вследствие чего происходит увеличение ее рыночной стоимости.

$sP_R = 0$ характеризует ситуацию безубыточности по рыночной стоимости, когда сложившийся уровень устойчивого роста (***K**$_g$*) в точности обеспечивает покрытие рыночной нормы роста стоимости предприятия (***rs**$_g$*), и не происходит ни роста, ни снижения сложившей стоимости.

$sP_R < 0$ показывает, что сложившейся уровень устойчивого роста предприятия (***K**$_g$*) недостаточен для амортизации естественного (среднерыночного) темпа обесценивания капитала, и отстает от рыночной нормы роста, т.е. происходит разрушение рыночной стоимости предприятия.

Рыночная барьерная ставка как критерий качества роста предприятия

При переходе на целевые ориентиры роста добавленной стоимости появляются дополнительные рыночные факторы, которые необходимо включить в оценку устойчивого роста предприятия.

Исходя из концепции максимизации добавленной стоимости, необходимо оценивать степень роста стоимости компании относительно общерыночного критерия, в качестве которого применяют рыночную барьерную ставку.

Динамичность, условность и слабая предсказуемость рыночной барьерной ставки как инструмента управления. Необходимо учитывать особенности рыночной барьерной ставки как критерия управления. Рыночная барьерная ставка – это условный обобщающий макроэкономический индикатор, который непрерывно и разнонаправленно изменяется во времени. Можно выделить глобальную и локальные рыночные ставки для мировой экономики, национальных, региональных, отраслевых сегментов. Чем больше развиты интеграционные процессы финансовых рынков, тем в большей степени рыночные локальные ставки подвержены взаимному влиянию и выравниванию. Очевидно, что и в современных условиях развития информационных и сетевых коммуникаций факторы несовершенного рынка влияют на локальные замедления и ускорения взаимодействия потоков информации и формирования равновесных рыночных ставок.

Учитывая сложность и неравновесный характер процессов в глобальной экономике, определить единственно верное значение текущей и будущей величины рыночной барьерной ставки в каждый момент времени невозможно, это значение определяется каждым аналитиком / аналитическим центром как условная, гипотетическая величина, которая может в разной степени приближения отражать реальные процессы. С другой стороны, принятый уровень барьерной ставки существенно влияет на точность и эффективность управленческих решений, поэтому все ресурсы – опыт и компетентность аналитиков, техническая база, методические подходы к сбору, обработке и актуализации информации, – должны быть направлены на максимальное приближение прогноза к реальному истинному значению рыночной ставки.

На практике применяются различные подходы к определению значения рыночной барьерной ставки. При выборе способа обоснования рыночной барьерной ставки (market barrier rate, (***rs***)) принципиально важно учитывать следующие требования:

- рыночная барьерная ставка должна определяться как средняя, максимально доступная ставка процента по альтернативным проектам;
- рыночная барьерная ставка не может ориентироваться на льготные, пониженные условия привлечения капитала, поскольку они носят временный, исключительный характер и недоступны для всех участников рынка. При наличии льготных условий кредитования нецелесообразно в качестве барьерной ставки использовать расчетное значение средней стоимости капитала;
- рыночная барьерная ставка должна включать индивидуальный повышенный риск бизнеса / проекта. При повышенном индивидуальном риске предприятия уровень барьерной ставки принимается по значению средней стоимости капитала.

Исходя из вышеперечисленных допущений, для оценки устойчивого роста стоимости компании рыночную барьерную ставку рекомендуется определять сопоставлением альтернативной ставки ссудного процента (opportunity cost), принимаемой по данным группы наиболее надежных доступных банков и ставки средней стоимости капитала (***WACC***).

При расчете средней стоимости капитала стоимость источников средств принимается по ставкам не ниже рыночного уровня, чтобы исключить льготные условия финансирования, и по ставкам выше среднерыночного уровня при наличии повышенных дивидендных и процентных выплат. В итоге, рыночная барьерная ставка (***rs***) принимается на основе сравнения ссудного процента и средней стоимости капитала по наибольшему значению одной из этих двух ставок (метод максимизации требований [8]).

Поиск адекватного значения барьерной ставки остается важной проблемой, уровень этой ставки,

заложенный в норму реинвестирования, и распределения дивидендов определяет границы допустимой финансовой политики и возможность достижения баланса интересов стейкхолдеров.

Управление устойчивым ростом рыночной стоимости предприятия

Ориентируясь на значение рыночной барьерной ставки, предприятие формирует политику реинвестирования, определяет норму рыночного роста (***rs_g***). Рыночная барьерная ставка, в качестве нормы рыночного роста капитала представляет собой минимальную плановую границу (норму) реинвестирования прибыли:

$$RE_{норм} = E * rs_g, \quad (7)$$

Где ***$RE_{норм}$*** – плановая величина прибыли, направляемая на реинвестирование.

Как показано выше, предприятие достигнет положительного значения *устойчивого роста рыночной стоимости* при условии, если фактическая рентабельность собственного капитала по реинвестированной прибыли достигает уровня не ниже рыночной барьерной ставки:

$$\frac{RE}{E} \geq rs_g, \quad (8)$$

где ***rs_g*** **–** рыночная норма роста (***$rs_g = rs$*).**

Показатель добавленной рентабельности (***sP_R***) свидетельствует о приросте либо снижении рыночной стоимости предприятия от прибыли, направляемой на реинвестирование. Представим декомпозицию показателя рентабельности собственного капитала (***ROE_{RE}***) в виде суммы рыночной нормы роста (***rs_g***) и ставки добавленной рентабельности (***sP_R***):

$$ROE_{RE} = rs_g + sP_R. \quad (9)$$

В данной модели рентабельность (***ROE_{RE}***) определяется относительно значения собственного капитала компании на начало периода.

Необходимо разграничить понятия «устойчивый экономический рост предприятия» и «рост рыночной стоимости предприятия». Относительно общей динамики рынка экономический рост предприятия (***g***) не всегда сопровождается ростом его рыночной стоимости. Предприятие создает дополнительную рыночную стоимость, если фактический темп роста капитала (***g***) не ниже уровня рыночной барьерной ставки (***РБС***, ***rs***), то есть выполняется условие ***(g – rs) ≥ 0***.

Если рост предприятия за счет реинвестирования капитала ниже границы ***РБС*** (***rs***), это значит, что в рамках устойчивого роста происходит разрушение стоимости предприятия. Рост рыночной стоимости предприятия достигается при темпе роста предприятия (***g***) выше уровня рыночной барьерной ставки (***РБС, rs***).

В зависимости от соотношения условий на рынке капитала и эффективности предприятия / проекта устойчивый рост может сопровождаться или не сопровождаться ростом рыночной стоимости предприятия.

Разграничим понятия «рост стоимости предприятия» и «устойчивый рост стоимости предприятия».

Очевидно, что изменение рыночной стоимости компании может происходить как вследствие изменения финансовой политики, привлечения дополнительных собственных и заемных источников, так и без привлечения новых источников, вследствие эффективного использования имеющегося капитала, реализации высокоэффективного проекта. Отсюда устойчивым ростом рыночной стоимости предприятия можно признать финансово обеспеченный рост ее рыночной стоимости, без изменения финансовой политики и без привлечения дополнительных внешних источников финансирования.

По показателю добавленной рентабельности собственного капитала (***sP_R***) можно определить устойчивый прирост рыночной стоимости от реинвестирования прибыли в стоимостном выражении (***sV_R***), руб.:

$$sV_R = E * \left(ROE_{RE} - rs_g\right). \quad (10)$$

Уточним преимущества предлагаемого подхода. Предлагаемые показатели устойчивого роста рыночной стоимости компании позволяют организовать финансовое управление компаний по слабым сигналам нарастающих угроз разрушения рыночной стоимости капитала.

Применение внутреннего метода оценки устойчивости роста предприятия (***K_g***) не показывает истинную картину роста его рыночной стоимости (рис. 1). По бухгалтерским данным предприятие может иметь положительную реинвестированную прибыль в течение многих лет, когда внутренний коэффициент устойчивости роста (***K_g***) показывает положительную динамику роста. При этом, если скорость роста, измеряемая рентабельностью собственного капитала, ниже ставки рыночного процента, то происходит разрушение рыночной стоимости компании. Подобная картина показана на рис. 1.

Рис. 1. Сравнение динамики показателей устойчивого роста капитала и устойчивого роста рыночной стоимости

На рис. 1 в периодах 1 и 2 устойчивый темп роста предприятия обеспечивает рост его рыночной стоимости, линии графика устойчивого роста и графика рыночной стоимости находятся выше нуля. Начиная с периода 3 и далее при положительном, хотя и снижающемся устойчивом росте собственного капитала происходит нарастающее снижение рыночной стоимости (***sP_R***), график добавленной рыночной стоимости снижается ниже нуля (рис. 1).

При использовании традиционного метода оценки устойчивого роста предприятия существует «слепая зона», когда менеджер не может уловить начавшееся разрушение рыночной стоимости предприятия. Эта «слепая зона» находится в диапазоне рента-

бельности собственного капитала по реинвестированной прибыли, равном:

$$rs_g > ROE_{RE} > 0. \quad (11)$$

Предприятие может находиться в данном диапазоне долгое время, когда показатели рентабельности еще положительны, но уже происходит «проедание», разрушение рыночной стоимости и сокращение капитала. Своевременное диагностирование такой ситуации с помощью предлагаемого метода (K_R) (sP_R) позволяет менеджерам оперативно принимать меры по оптимизации бизнеса, изменения финансовой политики и предотвращения нарастающих потерь.

Таким образом, устойчивый рост предприятия может сопровождаться, а может и не сопровождаться ростом рыночной стоимости предприятия. При этом рост рыночной стоимости свидетельствует о более высоком качественном уровне устойчивого роста предприятия.

Устойчивый рост рыночной стоимости как качественно новый уровень роста предприятия формирует новые конкурентные преимущества:

Первое. В условиях экономической рецессии чистые активы компании сокращаются пропорционально уровню рыночной ставки под воздействием роста затрат на заемный капитал, на формирование запасов сырья, материалов, вследствие снижения продаж продукции. Компания с устойчивым ростом рыночной стоимости имеет запас финансовой прочности, когда полученная добавленная стоимость компенсирует (амортизирует) снижение чистых активов. Чтобы нанести существенные потери темп угроз по росту затрат должен превышать уровень рыночной ставки.

На предприятии, достигшем устойчивого роста рыночной стоимости, снижаются риски критических потерь, это повышает его конкурентоспособность и жизнеспособность в условиях рецессии.

Второе. Компания, обеспечивающая устойчивый рост рыночной стоимости собственного капитала без дополнительных заимствований полностью восстанавливает (удваивает) размер собственного капитала со среднерыночной скоростью и выше. Период восстановления (период окупаемости) собственного капитала за счет устойчивого роста ($T_{ок}$) равен или меньше аналогичного среднерыночного показателя:

$$T_{ок} = E_0 / RE \le 1 / rs_g . \quad (12)$$

Способность быстрее наращивать собственные источники снижает зависимость от заемных средств, позволяет предприятию быстрее накопить капитал для новых проектов за счет нераспределенной прибыли.

Третье. Компания, обеспечивающая устойчивый рост рыночной стоимости способна формировать новую финансовую политику расширения бизнеса и привлекая новые источники за счет реинвестированной прибыли может за один период кратно увеличить привлеченный капитал.

Четвертое. Возможности наращивания капитала дает преимущества по инициализации новых проектов и структурного развития бизнеса.

Подводя итог, отметим, устойчивый рост, обеспечивающий рост стоимости предприятия, увеличивает его долгосрочные конкурентные преимущества по развитию структурного потенциала бизнеса, поэтому может быть определен как стратегически устойчивый рост. Состояние стратегически устойчивого роста доступно для высокоэффективных проектов и / или высококомпетентной управляющей компании, дает стратегические конкурентные преимущества по расширению возможного диапазона финансовой стратегии и политики.

Пример оценки стратегического устойчивого роста по материалам группы предприятий Алтайского края

Рассмотрим оценки и управления устойчивым ростом рыночной стоимости на материалах группы предприятий Алтайского края. В выборку вошли шесть предприятий края разных отраслей. В качестве барьерной рыночной ставки приняты средние ставки по информации Центрального банка РФ о средневзвешенных процентных ставках по кредитам, предоставленным кредитными организациями (по данным 30 крупнейших банков РФ) нефинансовым организациям в рублях [15]. Рыночная барьерная ставка в 2014 г. принята на уровне 13%, в 2015 г. – 16%.

Предприятия региона в 2014-2015 гг. тяжело пережили наступающий период рецессии. По имеющимся данным, ряд предприятий ведущих отраслей региона в анализируемом периоде работали с убытком (рис. 2).

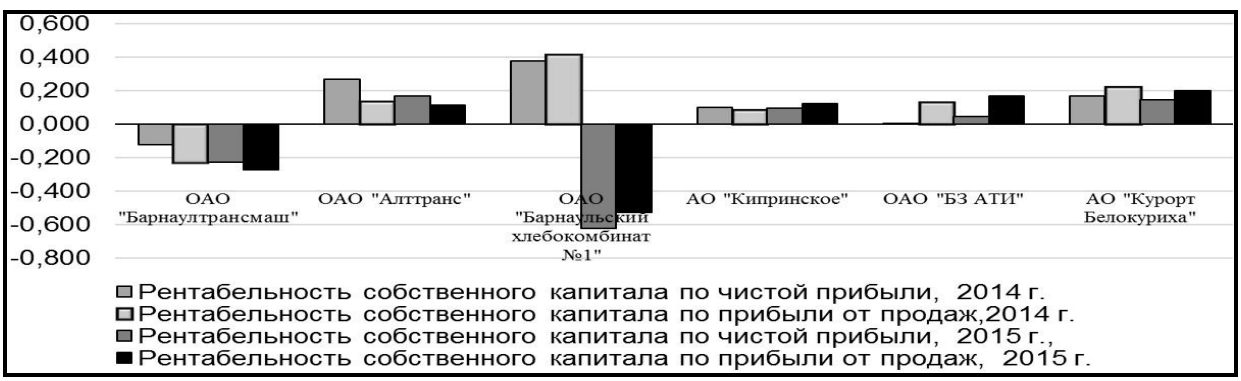

Рис. 2. Показатели устойчивого роста по группе предприятий Алтайского края 2014-2015 гг.

Вместе с тем, в 2014 г. ряд предприятий добился роста рыночной стоимости (Открытое акционерное общество (ОАО) «Алттранс», Акционерное общество (АО) «Курорт Белокуриха»). У остальных предприятий выборки в 2014 г. происходило снижение стоимости предприятия (рис. 3). В 2015 г. происходит повышение рыночной ставки. Ухудшение ситуации в экономике в 2015 г. приводит к снижению показателей рентабельность капитала в бизнес секторе. Наращение стоимости в 2015 г. отмечается за счет полученной прибыли только по предприятию ОАО «Барнаултрансмаш» (с учетом корректировки на абсолютное значение собственного капитала).

По остальным предприятиям выборки в 2015 г. происходит разрушение стоимости капитала (рис. 3).

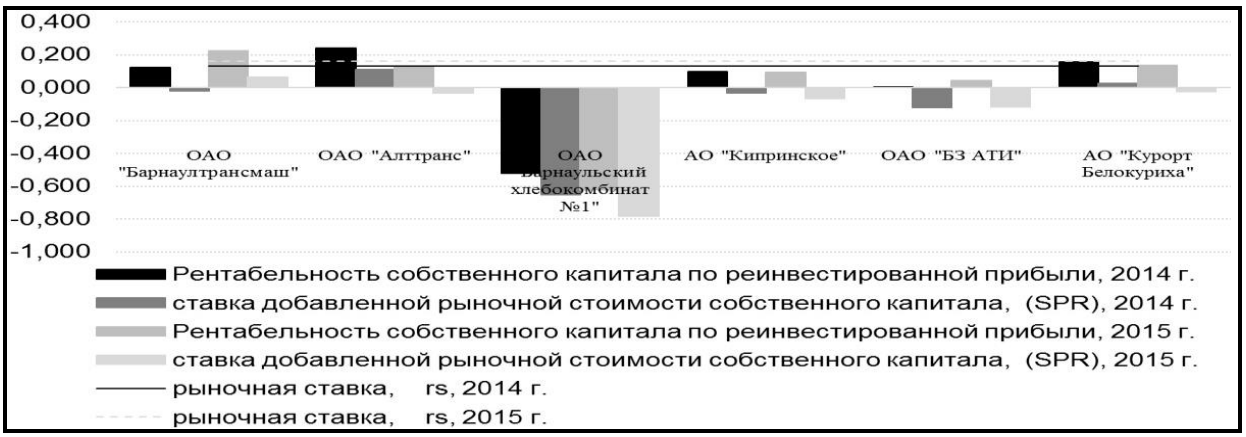

Рис. 3. Рост рыночной стоимости по данным ряда предприятий Алтайского края в 2014-2015 гг.

Для оценки эффекта устойчивого роста группы предприятий, в рамках характеристики кластера, отрасли или региона предлагается применять модель средней добавленной рентабельности, взвешенной по размеру собственного капитала предприятий, входящих в оцениваемую группу:

$$\overline{sP_R} = \frac{\sum(sP_R^{\,i} * E_0^{\,i})}{\sum E_0^{\,i}}. \qquad (13)$$

Данный показатель характеризует инвестиционный устойчивый рост системы предприятий за период. Рассматриваемую модель рекомендуется применять для оценки эффекта управляющего воздействия на отраслевой / региональный комплекс: от внедрения программ, проектов, изменения политики государственно-частного партнерства, изменения налоговой, бюджетной политики и т.д. Выполним оценку средней величины роста стоимости по исследуемой группе предприятия (табл. 1).

При оценке рентабельности по материалам ОАО «Барнаултрансмаш» значение собственного капитала принималось по модулю.

В целом в 2014 г. в результате устойчивого роста рыночная стоимость собственного капитала группы исследуемых предприятий выросла на 2,7% от уровня на начало периода.

В 2015 г. рыночная стоимость собственного капитала группы исследуемых предприятий снизилась на 8% от уровня на начало периода. В 2015 г., если судить по традиционным показателям, эффективность работы ОАО «Алттранс» снизилась, но сохранилась на положительном уровне рентабельности. Однако в 2015 г. происходит критической снижение показателей рентабельности и отмечается разрушение рыночной стоимости предприятия на 3% (рис. 4).

Таблица 1

ОЦЕНКА СРЕДНЕЙ ВЕЛИЧИНЫ РОСТА СТОИМОСТИ ПО ГРУППЕ ПРЕДПРИЯТИЙ АЛТАЙСКОГО КРАЯ ЗА 2014-2015 гг.

Показатель	ОАО «Барнаултрансмаш»		ОАО «Алттранс»		ОАО «Барнаульский хлебокомбинат №1»		АО «Кипринское»		ОАО «БЗ АТИ»		АО «Курорт Белокуриха»	
	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.
Рыночная ставка (*rs*)	0,16	0,13	0,16	0,13	0,16	0,13	0,16	0,13	0,16	0,13	0,16	0,13
Рентабельность собственного капитала по реинвестированной прибыли, (ROE_{RE})	0,225	0,123	0,126	0,239	-0,62	-0,52	0,094	0,098	0,044	0,007	0,137	0,157
Ставка добавленной рыночной стоимости собственного капитала, ($_sP_R$)	0,065	-0,02	-0,03	0,109	-0,78	-0,65	-0,07	-0,03	-0,13	-0,12	-0,02	0,027

Средняя ставка добавленной рыночной стоимости по группе компаний ($_sP_R$)	
2014	0,027
2015	-0,08

Учитывая стратегическую роль показателей устойчивого роста стоимости, предприятия заинтересованы планировать управленческие решения для достижения целевых показателей рыночной стоимости.

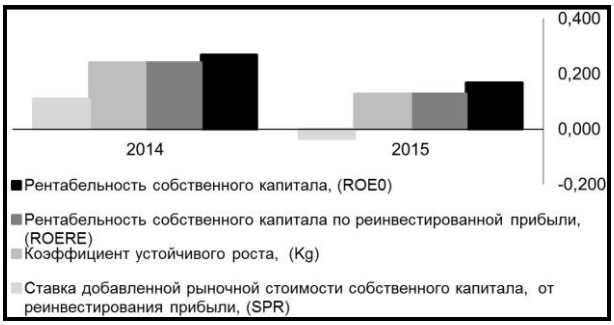

Рис. 4. Показатели устойчивого роста и роста инвестиционной стоимости ОАО «Алттранс» в 2014-2015 гг.

Для примера определим требуемую выручку от продаж для получения прибыли для реинвестирования, необходимой для достижения устойчивого роста стоимости предприятия ОАО «Алттранс».

Допустим, в 2016 г. рыночная ставка составит 15%, тогда норма прибыли для инвестирования в ОАО «Алттранс» при E_0 = 1 459 763 тыс. руб. составит:

$$REнорм = 1\,459\,763 * 0,15 = 218\,964,45\,тыс.руб.$$

Эта сумма больше прибыли, направленной не реинвестирование в 2015 г. на 218 964,45 – 163 857 = = 55 107,45 тыс. руб. С учетом налога разница составит: 55 107,45 / (1 – 0,2) = 68 884,3 тыс. руб. Отсюда целевой уровень валовой прибыли составит: 293 729 + 68 884,3 = 36 2613,3 тыс. руб.

Предприятию рекомендуется провести оптимизацию затрат, снизить постоянные затраты на 7%. Доля маржинальной прибыли в выручке – 0,224. Определим требуемую выручку от продаж для получения заданной величины прибыли:

$$S = \frac{Const + P}{D_{MPS}}; \qquad (14)$$

$$S = \frac{53\,641,4}{0,224} + \frac{362\,613,3}{0,224} = 1\,858\,280,2\,тыс.руб.$$

где D_{MPS} – доля маржинальной прибыли в выручке;

Const – постоянные затраты;

P – требуемая величина прибыли.

Таким образом, для достижения заданной величины прибыли, достаточной до достижения нормы реинвестирования, предприятие должно увеличить продажи по сравнению с уровнем 2015 г. на 549 571,2 тыс. руб.

Учитывая получаемые преимущества, стратегической задачей предприятия является совершенствование финансовой политики, направленной на повышение устойчивого инвестиционного роста за счет оптимизации факторов операционного рычага. Исходя из предлагаемого подхода, предприятие может определить целевую границу минимального требуемого размера реинвестируемой прибыли, целевые уровни масштаба производства и выручки от продаж, достаточные при прочих равных условиях для достижения прироста рыночной стоимости.

Литература

1. Афанасьева М.А. Генезис современного экономического кризиса [Текст] / М.А. Афанасьев // Вестник Кыргызско-Российского славянского ун-та. – 2012. – Т. 12 ; №11. – С. 12-16.
2. Белоусов К.Ю. Устойчивое развитие компании и корпоративная устойчивость: проблемы интерпретации [Текст] / К.Ю. Белоусов // Проблемы современной экономики. – 2012. – №4.
3. Выборова Е.Н. Особенности методологии анализа и управления устойчивостью предприятия: новые тенденции [Текст] / Е.В. Выборова // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. – №20. – С. 24-30.
4. Грачев А.В. Финансовая устойчивость предприятия: критерии и методы оценки в рыночной экономике [Текст] : учеб. пособие / А.В. Грачев. – М. : Дело и сервис, 2008. – 358 с.
5. Ивашковская И.В. Оценка устойчивости роста компании: стейкхолдерский подход [Текст] / И.В. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2010. – №43. – С. 14-18.
6. Ковалева И.В. и др. Формирование региональной политики на основе инвестиционно-инновационного подхода [Текст] / И.В. Ковалева, И.С. Санду, Л.А. Семина, О.М. Зарянкина // Вестн. Алтайского госуд. аграрного ун-та. – 2015. – №5. – С. 153-157.
7. Лимитовский М.А. Устойчивый рост компании и эффекты левериджа [Текст] / М.А. Лимитовский // Российский журнал менеджмента. – 2010. – Т. 8; №2. – С. 35-46.
8. Матяш И.В. Показатели системной эффективности в оценке кредитоспособности и устойчивости предприятия в условиях кризиса [Текст] / И.В. Матяш // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – №13. – С. 2-9.
9. Панасюк Я.М. О финансовых аспектах глобализации [Текст] / Я.М. Панасюк // Социально-экономическая политика России при переходе на инновационный путь развития : мат-лы 3-й Междунар. науч.-практ. конф. ; г. Барнаул, 24 июня 2011 г. / Администрация Алтайского края, Алтайский банковский союз, ФГБОУ ВПО «Алтайский государственный технический университет им. И.И. Ползунова» (АлтГТУ). – Барнаул, 2011. – С. 161-163.
10. Росс С. и др. Основы корпоративных финансов [Текст] / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – 704 с.
11. Стюарт Г.Б. Рост стоимости [Текст] : руководство по EVATM менеджменту / Г.Б. Стюарт. – Нью-Йорк: HarperCollins Publishers Inc., 1991.
12. Теплова О.В. Сущность понятия и теоретические подходы к определению экономической устойчивости предприятий нефтеперерабатывающего комплекса [Текст] / О.В. Теплова // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – №4.
13. Хигтинс Р. Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений [Текст] / Р. Хигтинс. – М. : Вильямс, 2007.
14. Центральный банк РФ [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics.
15. Щетинин Е.Н. и др. Исследование динамики финансового состояния аграрных организаций Алтайского края [Текст] / Е.Н. Щетинин, П.А. Неверов, А.Г. Зиновьев // Экономика и предпринимательство. – 2015. – №3-2. – С. 247-251.

Ключевые слова

Финансовая устойчивость; устойчивый рост предприятия; добавленная стоимость; рыночная барьерная ставка; альтернативные затраты; рост рыночной стоимости; рост собственного капитала; качество устойчивого роста предприятия; политика реинвестирования; стейкхолдеры.

Матяш Ирина Васильевна

РЕЦЕНЗИЯ

Статья И.В.Матяш выполнена на актуальную тему. В условиях экономической нестабильности для предприятий важно сохранить эффективность хозяйственных операций и не допустить сокращения стоимости вложенного капитала. В этой связи проблемы управления устойчивым ростом остаются актуальными. Содержание статьи соответствует заявленной в названии теме.

Целью данной статьи является уточнение понятий «устойчивый экономический рост» предприятия, «устойчивый рост рыночной стоимости» предприятия и разработки методического инструментария для оценки устойчивого роста рыночной стоимости предприятия. Реализация данной цели достигнута посредством предложенного автором понятийного аппарата, методического инструментария и их апробацией на практическом примере.

Автор представил достаточно полный обзор литературы по выбранной научной проблематике. В тексте статьи представлены ссылки на источники, список источников представлен в конце статьи. В статье представлен оригинальный материал по исследуемой проблеме.

В статье автор рассматривает разные аспекты применения понятия «устойчивость» в характеристиках состояния и динамики предприятия: показаны особенности понимания устойчивости как состояние предприятия, устойчивости как условия роста, устойчивости как характеристики качества роста предприятия. Отмечая, что целью финансового управления является не экономический рост сам по себе, а наращивание рыночной стоимости капитала, автор подчеркивает необходимость уточнения критериев оценки, и, в частности, необходимость связать устойчивый рост с ростом рыночной стоимости. Для оценки роста стоимости компании от реинвестирования предлагается модель устойчивого роста рыночной стоимости (добавленная рентабельность) ***(sP_R).***

Приведенный авторский подход к трактовке понятия, условий и модели определения устойчивого роста рыночной стоимости предприятия представляет элемент научной новизны и позволяет оценить качество устойчивого роста предприятия.

Выводы, представленные автором, логичны и обоснованы.

Для рассматриваемой работы характерны точность формулировок и корректность применяемой терминологии. Следует отметить ясность и строгий научный стиль изложения. Для удобства восприятия информации статья разбита на четкие и логично обоснованные рубрики. Оформление статьи соответствует предъявляемым требованиям.

Представленный авторский подход к трактовке рассматриваемых понятий и апробация авторской методики на конкретном примере характеризуют теоретическую и прикладную значимость исследования.

Рецензируемая статья рекомендуется для публикации в журналах, рекомендуемых Высшей аттестационной комиссией РФ.

Семина Л.А., д.э.н., профессор кафедры «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» Алтайского государственного университета, Международный институт экономики, менеджмента и информационных систем.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ