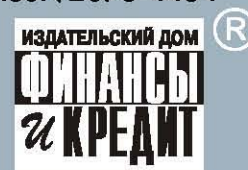


НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И
ИНФОРМАЦИОННО-
АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

ISSN 2073-4484



ФИНАНСОВАЯ[®] АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

- Теоретические аспекты корпоративного роста
- Исследование финансовых и торговых отношений в аспекте комплексных самоорганизующихся систем
- Политика повышения энергоэффективности в масштабах региона
- Методический подход к оценке финансового потенциала организации
- Использование психографических признаков при сегментации страхового рынка

15 (153) апрель 2013

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: post@fin-izdat.ru

ФИНАНСОВАЯ[®] АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Научно-практический
и информационно-аналитический сборник
Периодичность – 4 раза в месяц

15 (153) – 2013 апрель

Подписка во всех отделениях связи:

- индекс 80628 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 44368 – каталог УФПС РФ «Пресса России»
- индекс 34158 – каталог российской прессы «Почта России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала
www.elibrary.ru, www.dilib.ru

Журнал зарегистрирован в Министерстве Российской Федерации по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций.

Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-29584.

Учредитель:

ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

Издатель:

ООО «Финанспресс»

Главный редактор:

В.А. Горохова

Зам. главного редактора:

С.Н. Голда, В.И. Попов

Редакционный совет:

А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор
Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор
Л.С. Кабир, доктор экономических наук, профессор
Ю.И. Коробов, доктор экономических наук, профессор
М.А. Котляров, доктор экономических наук, профессор
А.С. Макаров, доктор экономических наук, доцент
Т.Ю. Морозова, кандидат экономических наук, доцент
А.Г. Перевозчиков, доктор физико-математических наук, профессор
В.А. Цветков, член-корреспондент РАН, доктор экономических наук, профессор

Верстка: М.С. Гранильщикова

Корректор: А.М. Лейбович

Редакция журнала:

111401, Москва, а/я 10

Телефон/факс: (495) 721-85-75

Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: post@fin-izdat.ru

© ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

Подписано в печать 02.04.2013. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 8,0 п.л. Тираж 2 130 экз.

Отпечатано в ООО «КТК», г. Красноармейск Московской обл.

Тел.: (495) 993-16-23

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Сборник реферируется в ВИНТИ РАН.

Сборник включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

СОДЕРЖАНИЕ

ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

Хотинская Г.И. Особенности развития российских компаний в условиях экономического роста 2

Каурова Н.Н. Финансово-торговые отношения как новый класс сложных самоорганизующихся систем 11

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ

Борталевич С.И. Мероприятия по обеспечению энергетической безопасности: мировой опыт и российские реалии 21

ЭКОНОМИКА ПРЕДПРИЯТИЯ

Астраханцева И.А. Оценка финансового потенциала экономического роста организации 31

Леонов П.Ю. Проблематика оценки качества системы внутреннего контроля 38

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Бокарева Е.В. Целевой капитал некоммерческой организации: мировой опыт использования и нормативное регулирование в современной России 43

СТРАХОВОЕ ДЕЛО

Русецкая Э.А., Козел И.В., Русецкий М.Г. Преимущества психографического сегментирования рынка страховых услуг 48

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Итоги и тенденции мировой экономики 56

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели.

УДК 338.1

ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Г. И. ХОТИНСКАЯ,

доктор экономических наук,
профессор кафедры корпоративных финансов
E-mail: hotinskaya@bk.ru
Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации

На развитых рынках корпоративный рост – безусловная доминанта наиболее конкурентоспособных компаний, прописанная в управленческих регламентах. В России стратегия роста крайне редко формализована на корпоративном уровне, однако потенциал роста – важный фактор инвестиционной привлекательности компаний.

В статье рассматриваются теоретические аспекты корпоративного роста, подходы к его измерению и особенности динамики развития российских компаний.

Ключевые слова: корпоративный рост, теория роста, индикатор роста.

Пути экономического роста и его закономерности с середины XX в. ищут многие ученые и экономические школы. Поиск факторов и детерминант экономического роста на сегодня не завершен и является актуальной научной и прикладной проблемой, поскольку уровень и характер динамики во многом определяют текущую и будущую конкурентоспособность экономических систем.

Теории роста экономических систем обусловили популярность динамической теории фирмы, трансформацию корпоративных приоритетов в направлении развития и смену доминант в инструментах роста с эндогенных (внутренних – прежде всего прибыли) на экзогенные (внешние, рыночные). В

этих условиях в экономической науке и финансовой практике на микроуровне со второй половины XX в. формируются приоритеты, ориентированные на корпоративный рост.

Он зачастую является более точным и надежным оценочным критерием по сравнению с максимизацией прибыли [8, с. 249–263]. Это объясняется следующими причинами:

- *во-первых*, рост через расширение рынков ставит компанию в наиболее устойчивое и безопасное положение по сравнению с конкурентами;
- *во-вторых*, в ситуации роста компания получает большую свободу маневра и возможность оказывать влияние на принятие решений в отдельных сферах бизнеса;
- *в-третьих*, осуществление стратегии диверсификации предполагает расширение номенклатуры выпускаемой продукции, а значит, освобождает компанию от узкого круга товаров (услуг) и обусловленной этим сильной зависимости. В случае убыточности производства одного из продуктов диверсификация позволяет безболезненно переключиться на выпуск более рентабельных изделий;
- *в-четвертых*, показатель роста в долгосрочном периоде – один из лучших измерителей делового успеха компании. Финансовые аналитики

и инвесторы оценивают компании не только по величине полученной прибыли, но и по потенциалу роста. В рейтингах ведущих агентств всегда представлены лучшие компании года по объему продаж, уровню прибыли, рыночной стоимости и темпам роста;

- *в-пятых*, нацеленность на рост, включая диверсификацию, создает возможность преследовать другие корпоративные цели – получение прибыли, выплату высоких дивидендов акционерам, повышение курса ценных бумаг и т. д. [5, с. 110–111].

Наиболее значимыми теориями, обосновывающими корпоративный рост, на сегодня являются закон Гибрата и эмпирические исследования его валидности, а также VBM-концепция и ее разновидности. В совокупности они работают на сформулированный американским экономистом Гербертом Саймоном приоритет экономических интересов собственников (акционеров)¹, который стал основой нового стратегического целеполагания, ориентированного на максимизацию корпоративной стоимости и богатства собственников в отличие от традиционного целеполагания, ориентированного на максимизацию прибыли.

Первой формальной моделью корпоративного роста является *закон Гибрата* (Gibrat's Law, GL)², известный в экономической науке с 1930-х гг. Роберт Гибрат в работе «Inegalites Economiques» [7] выдвинул гипотезу о стохастическом характере темпов роста компании и дал этому формальное описание:

$$\ln S_{it} = \alpha_i + \beta \ln S_{i(t-1)} + \varepsilon_{it},$$

где S_{it} и $S_{i(t-1)}$ – размер компании в текущем и предыдущем периодах (измеряемый в терминах объема продаж, совокупных или чистых активов, численности занятых).

Если оцененный коэффициент $\beta = 1$, GL выполняется, размер компании следует процессу случайного блуждания и темпы роста не зависят от ее размера. При $\beta < 1$ темпы роста снижаются с увеличением размера фирмы. Соответственно, при $\beta > 1$ наблюдается обратная динамика.

¹ Герберт Саймон – автор одного из направлений поведенческой экономической теории, именуемого теорией ограниченной рациональности, или теорией выбора, сформулированной в 1947 г. в книге «Административное поведение». В 1978 г. Саймону была присуждена Нобелевская премия по экономике.

² Считается, что исследования роста на микроуровне стали логичным продолжением исследований экономического роста на макроуровне. Вместе с тем закон Гибрата имеет более давнюю предысторию, поскольку датируется 1931 г.

Вплоть до 1950-х гг. закон Гибрата оставался незамеченным. Интерес к нему активизировался в контексте популярности теорий экономического роста. К настоящему времени известно множество эмпирических исследований, тестирующих валидность закона Гибрата как на развитых, так и на развивающихся рынках в описанном выше или модифицированном вариантах. При этом систематическое подтверждение закона Гибрата не наблюдается. Так, GL не выполняется для молодых компаний, которые зачастую являются более мелкими, но может быть вполне подходящей гипотезой для более зрелых и крупных фирм.

Зависимость корпоративного роста от возраста компании обусловила появление теории отбора Б. Йовановича (Jovanovic, 1982), которая при определенных предпосылках объясняет отклонения от GL на этапе входа компаний на рынок и выхода с него.

После появления теории Йовановича возраст компании стал рассматриваться как один из важнейших детерминантов ее роста. Общая логика этих модифицированных моделей: с увеличением возраста компании снижаются темпы роста, но увеличивается вероятность ее выживания.

На сегодня закон Гибрата считается базовой концепцией для исследований в области роста компаний, однако говорить о его безусловной валидности нельзя. Он выполняется примерно в половине случаев при анализе выборки крупных компаний, а также всех действующих в сегменте, но он плохо описывает наблюдаемую динамику, когда речь идет только о выживших фирмах или о новых в данной сфере компаниях. Полученные отклонения от GL достаточно согласованы: как правило, наблюдается убывание темпов роста с увеличением размера компании [4].

Реализация нового корпоративного целеполагания на практике обусловила формирование в финансовой науке конца XX в. концепции стоимостного управления – VBM (Value-Based Management). В качестве ее первоисточников рассматривают [6, с. 8–11]:

- модель акционерной добавленной стоимости А. Раппапорта;
- экономическую добавленную стоимость Д. Стерна и Б. Стюарта;
- взгляды Т. Коупленда, Т. Колера и Дж. Муррина на экономическую прибыль;
- добавленную денежную стоимость немецкого исследователя Левиса.

Эти ранние теории, во-первых, получили наибольшее распространение, во-вторых, их появление стало началом теоретического этапа в развитии Value-Based Management в результате обобщения имевшегося к тому времени практического опыта.

На сегодня в активах экономистов имеется множество трактовок и разновидностей VBM-концепции: SVA (Shareholder Value Added, приращение акционерного капитала); EVA³ (Economic Value Added, экономическая добавленная стоимость); CVA (Cash Value Added, управление денежной доходностью); CFROI (Cash Flow Return on Investment, скорректированные денежные притоки и оттоки); EBM⁴ (Expectations-Based Management, менеджмент на основе ожиданий); MVA (Market Value Added, управление рыночной добавленной стоимостью); RCF (Residual Cash Flow, управление денежной добавленной стоимостью); CFA (Cash flow added, добавленный денежный поток); модель Эдварда – Белла – Ольсона (ЕВО), являющаяся модификацией концепции экономической добавленной стоимости; FCFF (Free Cash Flow to the Firm, свободный денежный поток); FEVA (Financial and Economic Value Added, финансово-экономическая модель добавленной стоимости); концепция маркетинга, ориентированного на стоимость, и другие разновидности и трактовки⁵.

Появление VBM-концепции стало следствием усиления стратегических акцентов в корпоративном менеджменте, в свете которых приоритетна не столько текущая прибыль, сколько прибыль

будущих периодов и источник ее генерирования. Подход, заложенный в эту концепцию, ориентирует компанию на приращение стоимости, которая зависит от множества факторов, в том числе от масштаба реинвестирования прибыли.

«Проедание» прибыли приводит к стагнации, что при прочих равных условиях ведет к потере конкурентоспособности. Реинвестирование прибыли обеспечивает накопление капитала, увеличивает потенциал бизнеса, создает возможность расширенного воспроизводства, способствует увеличению доли на рынке. Помимо арифметического роста факторов производства в этом случае возникают эффекты синергии и масштаба, приносящие дополнительные экономические выгоды.

Реинвестирование прибыли – один из факторов, определяющих стоимость (ценность) компании. Другой важнейший фактор – ожидаемый денежный поток, который во многом определяет будущую прибыль. Грамотная политика распределения прибыли в части ее реинвестирования, а также масштабный денежный поток генерируют корпоративную стоимость. Это комплексное понятие, под которым в зависимости от используемых измерителей понимают:

- стоимость акций, помноженную на их количество (рыночная стоимость);
- потоки денежных средств;
- инвестиционные характеристики, во многом обусловленные финансовой прозрачностью компании и наличием четко сформулированной стратегии и перспективных проектов.

В менеджменте сколько-нибудь активно концепция стоимостного управления в целом и ее разновидности применяются в последние десятилетия. По оценкам специалистов, VBM-концепцию в том или ином виде применяют от 30 до 50% зарубежных компаний.

В России концепция до настоящего времени не получила широкого распространения. Это во многом объясняется тем, что в стране более 99% хозяйствующих субъектов – это непубличные компании. Вместе с тем эмпирические данные свидетельствуют о том, что стратегия роста становится безусловным приоритетом большинства российских компаний.

На сегодня в совокупности моделей корпоративного роста выделяют:

- органический рост, или рост на основе внутренней доходности компаний;

³ EVA – термин, запатентованный консалтинговой компанией Stern Stewart & Co.

⁴ EBM – термин, запатентованный консалтинговой компанией Monitor Group.

⁵ Разнообразие трактовок отчасти обусловлено издержками перевода, но определяющую роль играет поиск интегрированного ключевого индикатора, с помощью которого можно измерять, прогнозировать и, соответственно, управлять корпоративной стоимостью. Причем подходы к ее оценке принципиально отличаются от традиционных методов оценки бизнеса (затратного, доходного, аналогового и др.), дающих «точечный» во времени результат и не предусматривающих оперативного и стратегического управления компанией. Ключевой индикатор призван измерять фундаментальную стоимость компании, а уже через ожидания – ее рыночную стоимость. Связь между рыночной и фундаментальной стоимостью должен осуществлять наиболее значимый показатель (или совокупность показателей), на котором строится система управления стоимостью. Этот показатель (показатели) должен быть прозрачным для внешних инвесторов, которые на его основе построят рыночную оценку компании. В разных трактовках в роли такого индикатора используются ROI, ROE, ROA, RONA, CF, TSR и др.

- неорганический рост, или расширение через слияния и поглощения, альянсы и т. п.;
- финансовый рост, инструментами которого являются доценка активов, рыночные измерения и т. п.

В зависимости от выбранной модели корпоративного роста различаются инструменты генерирования приращений. В качестве таковых чаще всего выступают приращения доходов, бухгалтерской и экономической прибыли, экономической добавленной стоимости, активов (ресурсного потенциала), денежных потоков (в брутто – и нетто-оценке), стоимости компании (рыночной капитализации) и некоторые другие.

Для выявления трендов в развитии российского бизнеса автором прослежена в динамике официальная статистика Росстата, представляющая собой результат аккумулирования данных бухгалтерской отчетности отечественных компаний в рамках сплошного статистического наблюдения. По мнению автора, при всех недостатках и ограничениях (например, отсутствие рыночных оценок) данных Росстата это наиболее масштабный и достоверный источник информации для эмпирического исследования, цель которого – выявление макроэкономических тенденций.

Проведенное исследование показывает, что основные индикаторы роста, предлагаемые в разных трактовках VBM-концепции, недостаточно информативны в российской хозяйственной среде. Бухгалтерская и экономическая прибыль, экономическая добавленная стоимость, денежный поток в нетто-оценке и его модификации в подавляющем большинстве российских компаний имеют ничтожно малые значения и (или) демонстрируют относительно невысокую динамику во времени. В силу этого их вряд ли можно отнести к числу корпоративных приоритетов.

Это, конечно, не исключает частных случаев использования названных индикаторов в качестве ключевых или вспомогательных показателей оценки результатов деятельности компаний, однако в масштабе

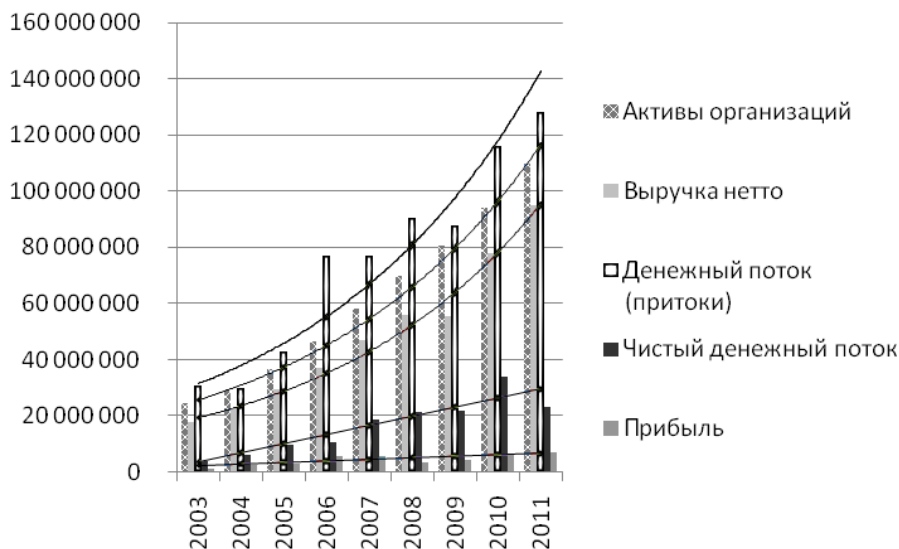
страны корпоративные приоритеты выстраиваются в другой области.

Основные направления развития современных российских компаний показывают, что в большинстве своем последние ориентированы на такие индикаторы роста, как активы, выручка-нетто (за вычетом косвенных налогов), денежные потоки в брутто-оценке (денежные притоки). В 2003–2011 гг. эти показатели увеличились в 4,1–5,3 раза и характеризуются экспоненциальным трендом (рис. 1).

Активы, продажи, денежные притоки и их приращения – это финансовые характеристики роста компаний. Перенос акцентов на эти индикаторы развития, с одной стороны, органично вписывается в стратегические цели новой парадигмы – стоимостной модели измерения и управления корпоративными финансами. С другой стороны, это свидетельствует о «болезнях роста» и специфике развития российского бизнеса в условиях современной хозяйственной среды.

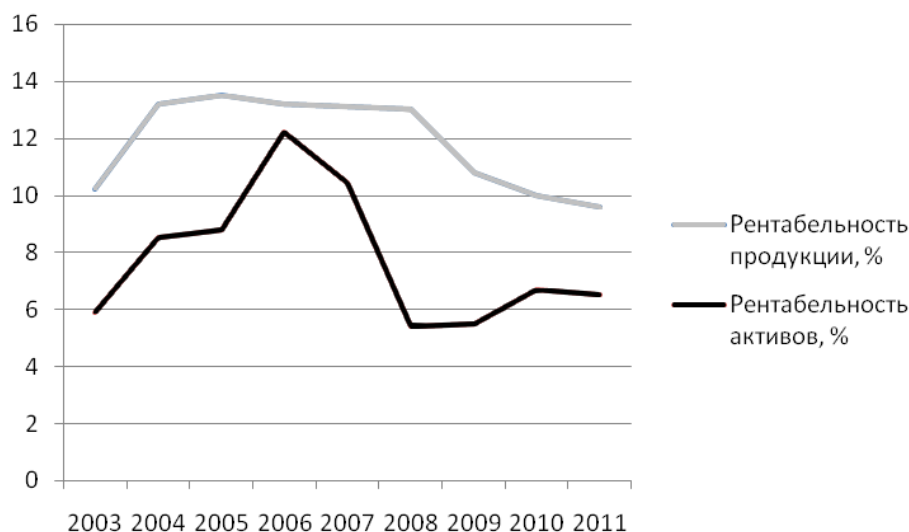
Последний тезис объясняется тем, что в подавляющем большинстве российских компаний индикаторы роста не сопровождаются адекватным повышением эффективности финансово-хозяйственной деятельности (рис. 2).

В 2003–2011 гг. в среднем по России наблюдались крайне неустойчивая динамика рентабельности и понижающийся тренд, прежде всего в рентабельности продукции. Экспоненциальный рост абсолютных индикаторов на фоне снижаю-



Источник: рассчитано автором по данным Росстата: Финансы России 2004, 2008, 2012. URL: <http://www.gks.ru>.

Рис. 1. Динамика развития российского бизнеса в 2003–2011 гг.



Источник: рассчитано автором по данным Росстата: Финансы России 2004, 2008, 2012.
URL: <http://www.gks.ru>.

Рис. 2. Тенденции изменения показателей рентабельности в среднем по России в 2003–2011 гг.

щейся эффективности (рентабельности) означает экстенсивное развитие бизнеса, при котором в большинстве компаний неэффективно используется ресурсный потенциал на фоне неразвитых финансовых технологий.

Следует отметить, что подобные тенденции наблюдались и в компаниях США. Так, Д. Коллис и С. Монтгомери отмечают, что в 1970-е гг. для американских компаний был характерен небольшой рост при любых издержках, пассивных собственниках и неэффективном правлении. В 1980-е гг. наблюдался увеличивающийся рост («бешеный рост» и «необузданное расширение»), в том числе растущие премии за слияния компаний; в 1990-е гг. интенсивный рост прослеживался на фоне активности правления и собственников; в 2000-е гг. происходило переосмысление стратегии и тактики роста после серии скандалов, связанных с бухгалтерским учетом [2, с. 4–6].

Очевидно, что российский бизнес находится в настоящее время на первом этапе – этапе масштабного роста при неэффективном управлении. Его параметры свидетельствуют о распространении в России модели «рост ради роста».

При этом следует отметить, что речь идет о балансовых оценках, сформированных по данным бухгалтерской отчетности. Рассмотрим далее рыночный индикатор роста – стоимость российских компаний или их рыночную капитализацию.

Основными методами оценки являются фондовый метод и метод мультипликаторов. В практи-

ческом применении меньше всего вопросов вызывает первый способ, поскольку капитализация в этом случае оценивается через произведение курсовой стоимости акций, находящихся в обращении, на их количество. Однако у фондового метода в России весьма ограничена сфера применения – он позволяет оценить лишь капитализацию публичных компаний.

Заметим, что на отечественном организованном рынке представлены акции 500 российских компаний (для сравнения: количество хозяйствующих субъектов, по данным Росстата, составляет

4,8 млн), при этом реально торгуются акции примерно 200 эмитентов. Следовательно, более 99% хозяйствующих субъектов в России – это непубличные компании. В этой связи весьма информативен метод мультипликаторов, алгоритм которого сводится к двум этапам:

- на первом этапе по данным публичных компаний рассчитывается коэффициент-мультипликатор, характеризующий зависимость капитализации от прибыли, объема продаж, активов и др.;
- на втором этапе оценивается капитализация, или рыночная стоимость компании, на основе параметров развития в терминах прибыли, объема продаж, активов и рассчитанного ранее коэффициента-мультипликатора.

Для эмпирического тестирования тенденций корпоративного роста в рыночных оценках используем данные рэнкинга Global 2000, который составляется и ежегодно публикуется в журнале Forbes, начиная с 2004 г.

Рэнкинг включает 2 000 наиболее крупных компаний мира, ранжирование которых производится по специальной смешанной формуле, учитывающей объем продаж, прибыль, активы и рыночную стоимость. По мнению разработчика, отдельный показатель не может отразить реального состояния компании.

В российском сегменте Global 2000 2012 г. – 28 компаний. Лидером стал «Газпром» (15-е место), далее следуют «ЛУКОЙЛ» (68-е место), «Роснефть» (71-е место), Сбербанк России (172-е место),