

КАКОЙ РОСТ ФИРМЫ ЭФФЕКТИВЕН ИЛИ КУДА СМОТРИТ РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Игорь Липсиц*, Елена Вигдорчик**¹

Из всех определений понятия «эффективность фирмы» лучшим нам кажется такое: «Фирма эффективна тогда, когда она способна как минимум стабильно удерживать свою долю на рынке или - что еще лучше - постепенно наращивать ее, увеличивая объемы продаж и прибыли». Строго говоря, именно в таком понимании эффективности сходятся все ее частные количественные характеристики типа соотношения затрат различных ресурсов и полученного результата. Но из такого понимания эффективности довольно жестко следует для фирмы необходимость постоянного роста продаж - как минимум с темпом роста рынка ее товаров, а еще лучше - с темпом более высоким.

Когда один из нас озвучил эту идею на очередном семинаре цикла «Менеджмент XXI века: квалификация собственников и эффективность менеджеров (Программа Executive MBA), проводимом Высшей школой менеджмента для топ-менеджеров российских фирм, один из слушателей задал вопрос: «А как соотносятся ваши рекомендации о необходимости постоянного роста с любимой идеей американских учебников по бизнесу «Small is beautiful» (малая фирма - прекрасна!)?»

Чтобы ответить на этот вопрос, пришлось прибегнуть к помощи очень любопытного аналитического инструмента - *матрицы «размер-эффективность»*. В классическом варианте² она выглядит так:

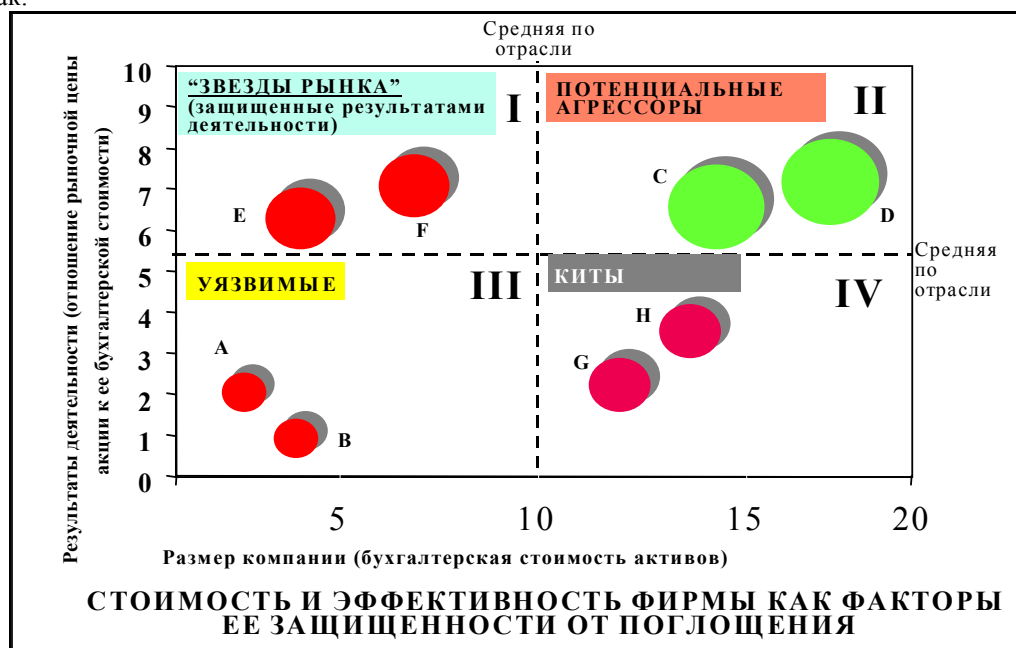


Рис. 1. Матрица «размеры-эффективность»: принципиальная модель (диаметр кружочков на графике соответствует величинам выручки от реализации отдельных фирм)

Смысл этой схемы прост и состоит в том, что на любом рынке можно выделить 4 группы фирм.

«Звезды рынка» - это фирмы, попадающие в I квадрант схемы. Они имеют бухгалтерскую стоимость активов ниже средней по отрасли, но зато достигли более высокого соотношения «рыночная капитализация/бухгалтерская стоимость активов», чем среднее по отрасли). Пусть они невелики по размеру активов, но работают весьма эффективно, а потому высоко оценены фондовым рынком. Соответственно они

¹ *д.э.н, профессор, Высшая школа менеджмента Государственного университета-Высшая школа экономики; ** к.э.н., Экспертный институт

² См. Дойл П. Маркетинг, ориентированный на стоимость. - Изд. «Питер», 2001, с. 36.

хорошо защищены от скупки внешними агрессорами, так как покупать их не очень выгодно с финансовой точки зрения - платить придется слишком много, а заработать на последующем удорожании активов и перепродаже их в будущем (что является целью большинства портфельных инвесторов) не очень вероятно.

«**Агрессоры**» живут во II квадранте схемы. Они велики и по бухгалтерской стоимости активов, и по соотношению рыночной капитализации и бухгалтерской стоимости активов. Именно такие фирмы и являются потенциальными скупщиками других фирм отрасли, что позволяет им быстро расти и увеличивать свою долю на рынке (это хорошо видно на примерах российских рынков пива и кондитерских изделий).

«**Динозавры**» - это фирмы с большой бухгалтерской стоимостью активов, но низким соотношением рыночной капитализации и бухгалтерской стоимости. Иными словами, это крупные фирмы с невысокой эффективностью операций и соответственно малой привлекательностью для инвесторов. Их никто не будет покупать - слишком велики, но и инвестиции к ним придут едва ли, а потому перспектива этих фирм туманна и как правило нерадостна (сюда можно отнести многих из гигантов отечественной промышленности, в том числе большинство градообразующих предприятий).

«**Уязвимые**» - обитатели III квадранта. Они и малы по бухгалтерской стоимости активов, и по рыночной капитализации. А в будущем их ждет либо скупка агрессорами (если у них есть хоть что-то ценное - например, удобная промплощадка), либо умирание по мере окончательного износа основных фондов при отсутствии инвестиций.

Что следует из этой схемы? Да то, что фирма может сохранить свою независимость, менеджеры - рабочие места, а собственники - контроль над бизнесом (или - большую сумму при его продаже новым владельцам), только в том случае, если фирма либо наращивает свои бухгалтерские активы, чтобы стать «китом», который слишком велик для заглывания и переваривания, либо повышает эффективность операций, добиваясь роста капитализации и превращения в слишком дорогую для покупки «звезду рынка».

А «эффективность операций» - это и есть иное название стратегии успешного роста. Роста, который проявляется в увеличении продаж, причем продаж, приносящих прибыль, да притом в объемах, обеспечивающих прибыльность активов большую, чем стоимость капитала, в эти активы вложенного. Фирмы, выполняющие эти условия, повышают свою рыночную стоимость, а значит - делают своих владельцев богаче, а решение задачи привлечения инвестиций - легче.

Попробуем провести анализ с помощью матрицы «размер-эффективность» на примере двух, весьма различных между собой отраслей отечественной экономики - электроэнергетики и телекоммуникаций.

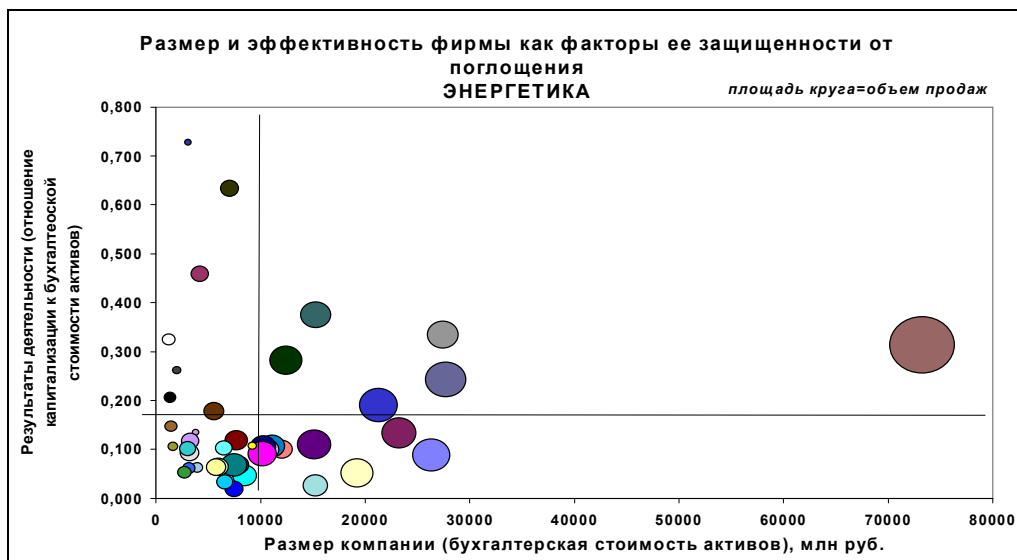


Рис. 2. Анализ предприятий российской электроэнергетики с помощью матрицы «размеры-эффективность» стандартного вида.

Как видно на рис. 1, классическая модель матрицы «размеры-эффективность», вроде бы, позволяет развести региональные энергосистемы России по всем четырем квадрантам. Группа потенциальных «агрессоров» невелика, всего 6 фирм, из которых самой крупной является «МОСЭНЕРГО» (сразу по-иному вспоминаются недавние битвы за то, кто будет эту компанию контролировать), а самой высокооцененной и соответственно - как можно полагать, наиболее эффективной - ОАО "КРАСНОЯРСКЭНЕРГО". Самыми же яркими «звездами рынка» кажутся ОАО "КРАСНОЯРСКАЯ ГРЭС-2" (дочернее АО РАО "ЕЭС РОССИИ") и ОАО "КОСТРОМСКАЯ ГРЭС". Больше всего персонажей, увы, в группе фирм, столпившихся в III квадранте (потенциальных жертв или «хронически больных»). Здесь самые грустные ожидания, как можно полагать, связываются с будущим таких компаний как ОАО "КАМЧАТСКЭНЕРГО" и ОАО "АМУРЭНЕРГО".

Еще красивее картина получилась по отрасли телекоммуникаций (рис. 3).

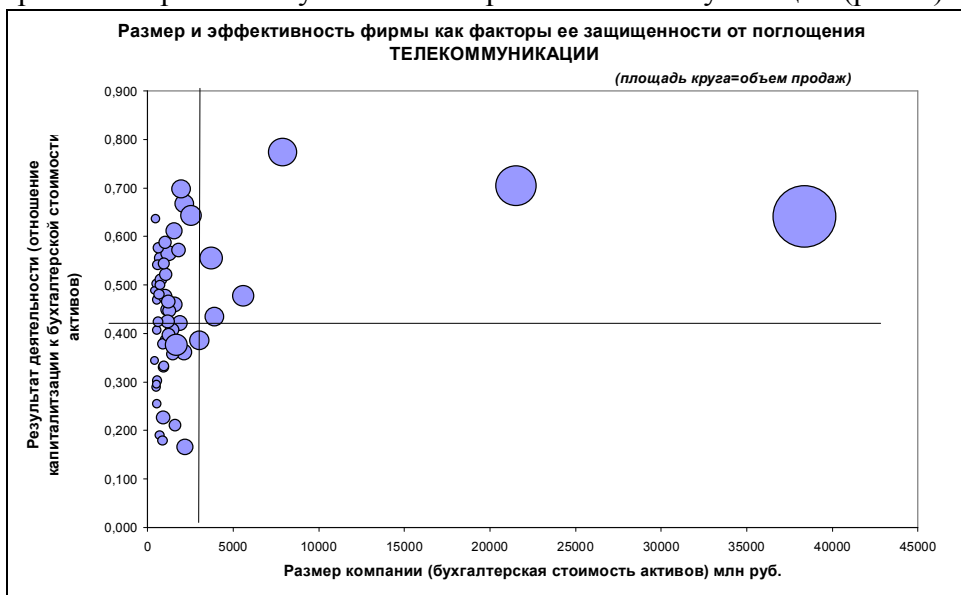


Рис. 3. Анализ предприятий российской отрасли телекоммуникаций с помощью матрицы «размеры-эффективность» стандартного вида.

Здесь использование матрица «размеры-эффективность» позволило выделить группу «звезд», в числе которых оказались ОАО "ЭЛЕКТРОСВЯЗЬ" Иркутской, Кемеровской Курганской области, ОАО "НОВГОРОДТЕЛЕКОМ" и ряд других.

Столь же хорошо была видна и группа «уязвимых», в которую практически при любом варианте классификации попадали такие компании как ОАО "КАМЧАТСВЯЗЬИНФОРМ", ОАО "ЭЛЕКТРОСВЯЗЬ" Курской области, ОАО "ЦЕНТРАЛЬНЫЙ ТЕЛЕГРАФ" и ряд других. Что же касается потенциальных «агрессоров», то ими, как свидетельствовала модель, вполне могли стать такие компании как: ОАО "ЮЖНАЯ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННАЯ КОМПАНИЯ", ОАО "СЕВЕРО-ЗАПАДНЫЙ ТЕЛЕКОМ", ОАО МЕЖДУГОРОДНОЙ И МЕЖДУНАРОДНОЙ ЭЛЕКТРИЧЕСКОЙ СВЯЗИ "РОСТЕЛЕКОМ" и ОАО "МОСКОВСКАЯ ГОРОДСКАЯ ТЕЛЕФОННАЯ СЕТЬ".

Однако, прежде чем сделать радостный вывод о том, что уже сегодня российский директор может использовать статистику торгов на российском фондовом рынке и матрицу «размеры-эффективность» для диагностирования позиции своей фирмы и верности траектории развития роста, мы решили перепроверить полученные результаты. К этому нас подталкивало заключение Д.Гришанкова и М.Красниковой, проанализировавших российский рынок облигаций и пришедших к выводу, что: «Рынок (российский - И.Л.,Е.В.) не устанавливает какую-либо зависимость между доходностью и качеством облигаций, а это уже явный признак стихийного ценообразования: большинство участников рынка покупают бумаги «втемную»³. А что если и на рынке акций, где формируется капитализация российских компаний, та же ситуация?

Чтобы проверить эту гипотезу, мы обратились к обычным показателям финансовой результативности бизнеса, содержащимся в официальной бухгалтерской отчетности фирм электроэнергетики и телекоммуникации, и подвергли их корреляционному анализу. Увы, наши опасения подтвердились: корреляционный анализ четко показал - **рыночная капитализация российских фирм довольно слабо зависит от финансовой эффективности их деятельности.**

По энергетике коэффициент корреляции между показателями «капитализация/бухгалтерские активы» и «рентабельность активов» составляет всего 0,34, а по связи и того меньше - 0,225. Более того, корреляционный анализ продемонстрировал, что российскому фондовому рынку присуща логика, весьма сомнительная с экономической точки зрения. Это проявляется в том, что и по энергетике, и в еще большей мере по телекоммуникации обнаруживается положительная и весьма высокая степень корреляции двух показателей: отношения капитализации к объему реализации (коэффициент «стоимость к обороту») и отношения величины бухгалтерских активов к выручке от реализации (фондоёмкость). В энергетике этот коэффициент составляет 0,546, а в связи - 0,637.

Напомним, что фондоёмкость - показатель, который надо снижать, чтобы добиться повышения эффективности бизнеса (чем фондоёмкость ниже, тем соответственно выше обратный ей показатель - оборачиваемость активов) и потому, казалось бы, фондовый рынок должен выше оценивать те фирмы данной отрасли, у которых фондоёмкость ниже. Если бы это было так, то коэффициент корреляции был бы отрицательным, но он положителен и значим.

Но если российский фондовый рынок не интересуется ни рентабельностью использования активов, ни фондоотдача (или оборачиваемость активов), то от чего тогда зависит капитализация отечественных фирм и что должен делать директор, чтобы ее повысить?

³ Эксперт, 27 мая 2002 г., с. 68.

Ответ на этот вопрос дают рис. 4 и 5.

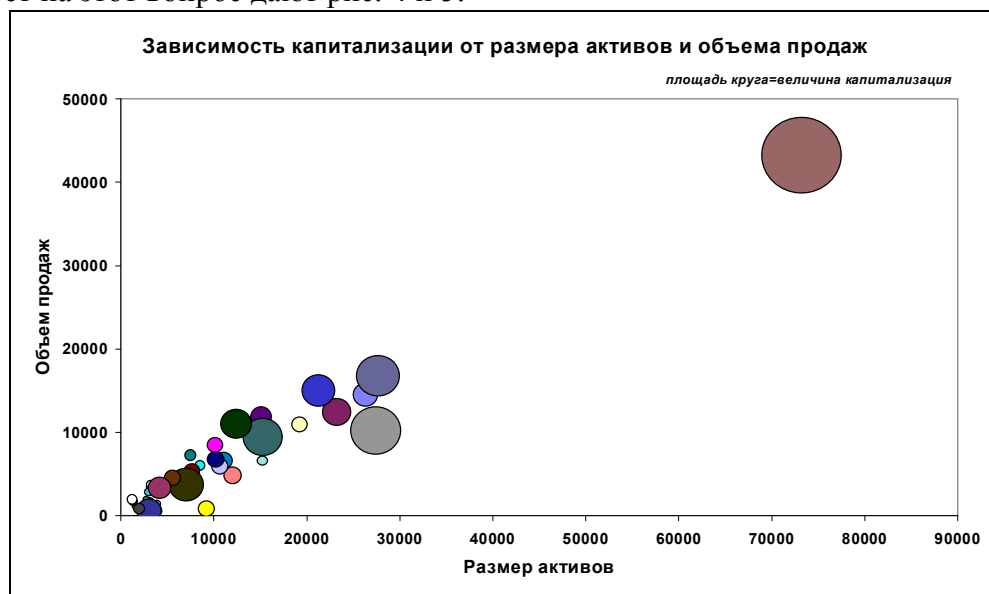


Рис. 4. Связь величины капитализации энергетических компаний с размером их бухгалтерских активов и объемом продаж

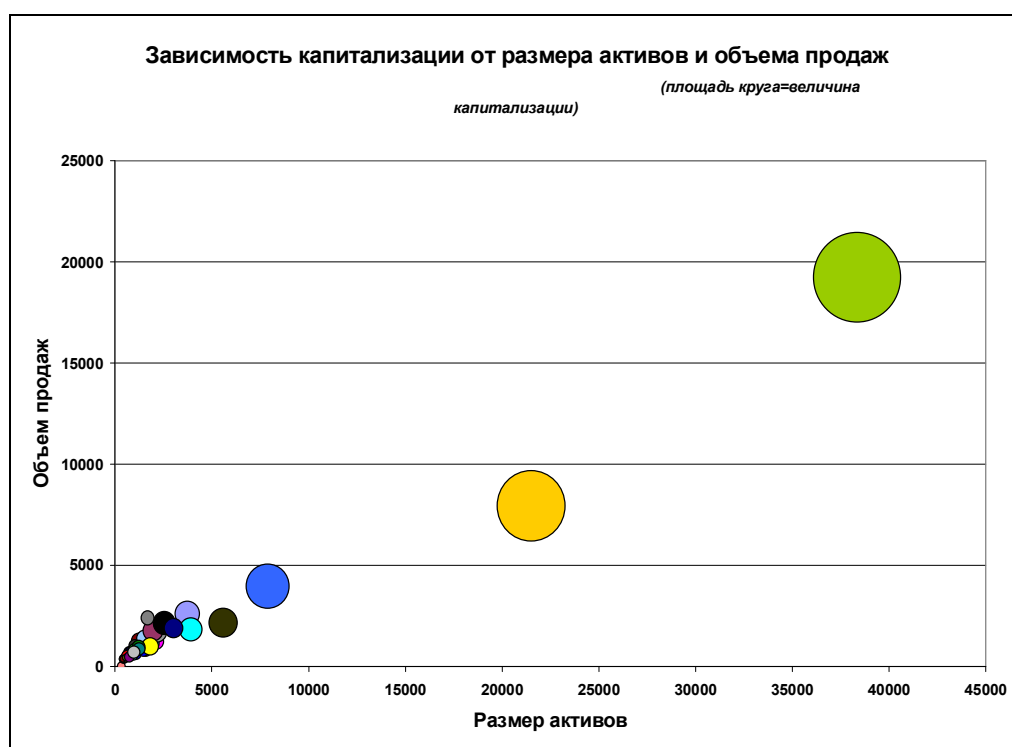


Рис. 5. Связь величины капитализации компаний телекоммуникации с размером их бухгалтерских активов и объемом продаж

Как легко заметить, прослеживается очевидная зависимость величины капитализации от бухгалтерской стоимости активов и величины выручки от реализации. Это подтверждают и коэффициенты корреляции: в энергетике коэффициент корреляции между величиной капитализации и бухгалтерскими активами составляет 0,909, а в телекоммуникации - 0,996 (!). Аналогичные

коэффициенты, но показывающие меру совпадения соотношений капитализации и выпуска составляют для энергетики 0,882, а для телекоммуникации - 0,976.

Но разве не так и должно быть, предвидим мы удивление читателей, разве рыночная стоимость бизнеса не является прямым отражением бухгалтерской стоимости используемых в этом бизнесе активов? Разве не за обладание активами платит новый владелец, покупая фирму?

Нет, не только и не столько. В мировой практике давно главным фактором формирования рыночной стоимости бизнеса стали его чистые денежные потоки. Иными словами, стоимость фирмы считается равной сумме ее будущих (дисконтированных) величин чистой прибыли и амортизации. Сюда же включается стоимость брэндов (если они помогают хорошо продавать) и всякого рода «нематериальных» активов. Недаром же в списке 500 крупнейших компаний мира, составляемом журналом «Fortune», немало компаний, у которых отношение рыночной стоимости (капитализации) к бухгалтерской стоимости активов достигает 4:1.

Эта логика понемногу начинает распространяться и на российский бизнес. Скажем, если сравнить две известные отечественные компании - «Северсталь» и «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания», то у первой бухгалтерские активы примерно в 5 раз больше, а вот капитализация была выше всего на 43%⁴. Но, увы, пока признаков такого разумного подхода к оценке стоимости бизнеса на российском рынке немного, а преобладающим остается принцип - «значение имеет размер»!

Что же из этого следует для владельцев и топ-менеджеров российских компаний? Только то, что индикаторы отечественного рынка не помогут им ни выбрать верный путь, ни обеспечат точной оценки достигнутого прогресса в повышении эффективности и перспективности своего бизнеса. Иными словами, та идея, которая лежит в основе конструкции матрицы «размеры-эффективность», а именно: рост рыночной капитализации является самым интегральным показателем рациональности и эффективности стратегии роста и развития фирмы, в России не работает.

Что ж, такая ситуация вполне закономерна для экономики России с ее столь слабо развитыми институтами рынка. Но тогда нам стоит (не отказываясь от столь разумного инструмента стратегического анализа, каким является матрица «размеры-эффективность») поискать собственную модификацию данного метода, пригодную для отечественных менеджеров. При этом возможно рассмотреть два варианта такой модификации.

В первом из них (рис. 5) по вертикальной оси матрицы фирмы будут позиционироваться в зависимости от того, насколько у них рентабельность капитала, рассчитанная по чистой прибыли, выше среднего показателя по всей группе анализируемых фирм. Тогда в категорию «звезд» попадут те фирмы, которые смогли добиться не просто рентабельной работы, но финансовой эффективности использования активов большей, чем в среднем у всех фирм данной отрасли.

⁴ Расчеты проводились по данным за 2001 г.

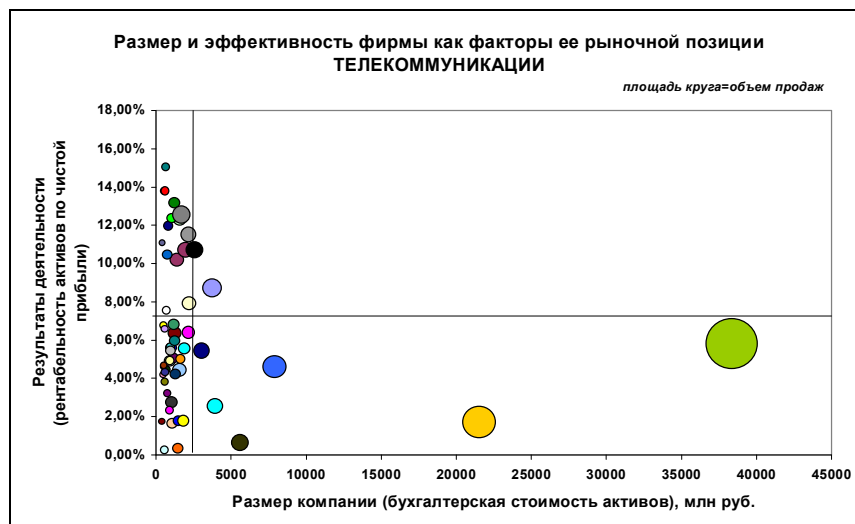


Рис. 6. Распределение предприятий отрасли телекоммуникаций в зависимости от рентабельности активов по чистой прибыли и бухгалтерской стоимости активов)

Например, если применить этот подход к предприятиям отрасли телекоммуникаций, то истинными ее «звездами» могут быть признаны:

ОАО "ЭЛЕКТРОСВЯЗЬ" КАЛИНИНГРАДСКОЙ ОБЛАСТИ

ОАО "ТАМБОВСКАЯ ЭЛЕКТРОСВЯЗЬ"

ОАО "ЯРОСЛАВСКИЕ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЕ СЕТИ"

а на роль потенциального агрессора может претендовать лишь ОАО "ЮЖНАЯ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННАЯ КОМПАНИЯ". Что касается "РОСТЕЛЕКОМа", то описанная выше методика заставляет отнести эту крупнейшую компанию отрасли скорее к «китам», чем к «агрессорам».

Во втором варианте (рис. 6) по вертикальной оси матрицы шкалирование может быть проведено с использованием интегрального показателя успешности работы фирмы, описанного в предыдущем разделе, а именно ЭКСИН-рейтинга.

Очевидно, что этот показатель дает наиболее сбалансированную и многогранную оценку эффективности деятельности фирмы, так как учитывает и статические, и динамические характеристики ее операций.

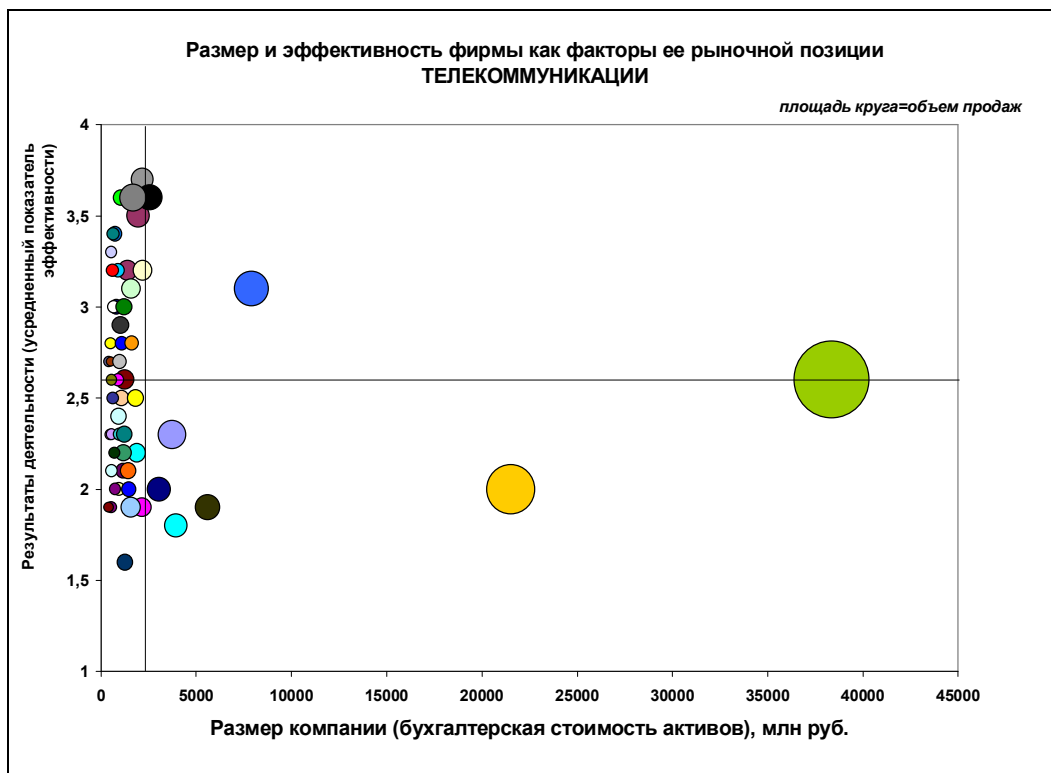


Рис. 7. Распределение предприятий отрасли телекоммуникаций в зависимости от усредненного показателя эффективности и бухгалтерской стоимости активов)

При анализе телекоммуникационных компаний на основе такого подхода, мы обнаруживаем, что «РОСТЕЛЕКОМ» хоть и поднимается несколько вверх по сравнению с ранжированием на основе только показателя рентабельности, но все равно остается на грани между «потенциальным агрессором» и «китом». На позицию потенциального агрессора выходит ОАО "СЕВЕРО-ЗАПАДНЫЙ ТЕЛЕКОМ", а «звездами» отрасли оказываются:

ОАО "СИБИРЬТЕЛЕКОМ"
 ХАНТЫ-МАНСКИЙ ФИЛИАЛ ЭЛЕКТРОСВЯЗИ ОАО "УРАЛСВЯЗЫНФОРМ"
 ОАО "УРАЛТЕЛЕКОМ" СВЕРДЛОВСКОЙ ОБЛАСТИ
 ОАО "ТОМСКТЕЛЕКОМ"
 ОАО "ЭЛЕКТРОСВЯЗЬ" РОСТОВСКОЙ ОБЛАСТИ

Таким образом, собственники и топ-менеджеры вполне могут провести анализ положения своей фирмы даже в условиях диковатого российского фондового рынка, используя вполне им доступную информацию о собственных активах и рентабельности и аналогичные данные о фирмах-конкурентах. Такая информация есть и в справочнике «1000 лучших предприятий» (где, например, по каждой отрасли дается количественные критерии разбиения компаний по квартилям, что позволяет аналитикам любого предприятия оценить его позицию и правильно позиционировать в плоскости матрицы «размеры-эффективность»), и в рейтингах, публикуемых «Экспертом». Наконец расчетом среднеотраслевых показателей начали заниматься и отечественные консалтинговые компании⁵.

Итак, пусть наш «компас» не так красив, как мог бы быть, но он работает (описанная выше методика многократно проверена при проведении конкурса «Лучшие предприятия России» и одобрена МЭРТ РФ) и значит владельцы и топ-менеджеры отечественных предприятий уже могут реально заняться бенчмаркингом, оценивая

⁵ См. Например «Лесопромышленный комплекс России: современная ситуация и перспективы развития». - «Управление компанией», №9, 2002.

насколько проводимая ими стратегия роста бизнеса улучшает позицию их фирм в данной отрасли. А там глядишь, разумность этих стратегий (и полезность фундаментального, а не только технического анализа) начнет наконец осознаваться и отечественным фондовым рынком, и тогда в лидеры по капитализации на нем выйдут фирмы не столько арифметически большие, сколько коммерчески эффективные. И тогда их высокая капитализация либо станет преградой для враждебных поглощений, либо позволит собственникам продать свой бизнес с большой выгодой (пример продажи «Северной нефти», с этой точки зрения, явно радует).

Соответственно, если вернуться к проблеме рациональности стратегии роста, то мы обнаруживаем, что ей действительно нет альтернативы. Если ты не растешь, то тебя либо скупят те, кто лучше тебя знает, как развить твою компанию и на этом заработать, либо ты будешь просто никому не интересен и тогда тебе будет крайне трудно найти деньги для поддержания фирмы в конкурентоспособном состоянии. Вопрос только в том, какую стратегию обеспечения роста стоит выбирать и проводить в жизнь собственникам и менеджерам российских фирм?

Судя по тому, что показали результаты нашего исследования, единого ответа нет. Все зависит от того, на сколько лет в будущее собственники и менеджеры готовы заглядывать.

Если горизонт их планирования всего 2-3 года, тогда лучший способ добиться почетной позиции на российском фондовом рынке (и предотвратить враждебный захват) - активно скупать все, что попадает под руку и стоит недорого, даже если поглощаемые предприятия и не имеют ясной и мало-мальски реальной рыночной перспективы. Примеров такого рода стратегии за последние годы мы видали немало. Куда меньше примеров того, что купленные предприятия становятся «новыми бриллиантами в короне» и реально увеличивают размер чистых денежных потоков объединенной компании.

Поэтому если собственники и топ-менеджеры готовы обдумать будущее их компании в перспективе хотя бы 10 лет, тогда как основу для решений и оценки реальной траектории роста можно принять и ту логику, что заложена в матрицу «размеры-эффективность». А это означает, что можно и нужно наращивать и активы, и продажи, но только с помощью тех проектов, которые могут обеспечить рентабельность новых активов выше стоимости капитала компании и выше той рентабельности, чтобы была достигнута в целом по компании раньше (а в идеале - выше средней рентабельности по отрасли). Только такой рост ведет не просто к увеличению бухгалтерской стоимости активов, но реальной - экономической - стоимости бизнеса.