

рост без кредита

устойчивый рост и финансовые стратегии

Устойчивые темпы роста определяют скорость развития в условиях стабильной финансовой политики. Рассуждая о скорости развития, мы по существу говорим о темпах роста объема продаж.

Для роста продаж необходимо увеличение активов предприятия. В соответствии с концепцией устойчивого роста и структурой бухгалтерского баланса это увеличение может покрываться лишь за счет роста нераспределенной прибыли и пропорционального приращения пассивов. Таким образом, устойчивые темпы роста предприятия – это темпы роста собственного капитала предприятия, источником которого служит *нераспределенная прибыль*. Приведем зависимость, описывающую устойчивый рост:

$$g = P \times R \times A \times T,$$

где g – темпы устойчивого роста;
 P – норма прибыли;
 R – норма накопления прибыли;
 A – оборачиваемость активов;
 T – активы, соотнесенные с собственным капиталом на начало периода (финансовый леверидж, или доля заемного капитала).

Анализ данной зависимости показывает, что любые колебания в темпах роста зависят хотя бы от одного из четырех указанных параметров, то есть стремление к высоким темпам развития предприятия должно сопровождаться радикальными изменениями в его финансовой политике. Стремясь к высокому росту, многие предприятия попадают в порочный круг вечного дефицита денег. Быстрый рост остро нуждается в финансировании. Поэтому все доходы они вынуждены инвестировать в собственное разви-

Лобанова Е.Н.
докт. экон. наук,
профессор,
Академия народного
хозяйства при
Правительстве РФ

тие. Руководителям часто кажется, что все могут решить займы, но рано или поздно их меры достигают критической отметки, и кредитоспособность резко падает. Самый вероятный исход – банкротство. Можно ли что-то исправить? Да, можно. Нужно научиться разрабатывать финансовые стратегии, умело управляя собственным развитием. Попробуем, опираясь на приведенную зависимость, понять, что более высокие темпы развития можно обеспечить не только за счет кредиторов.

В ходе исследования нам предстоит дать ответ на вопрос о том, что делать в том случае, когда общие стратегические и маркетинговые цели развития диктуют темпы роста, превышающие устойчивые? Мы рекомендуем соблюдать следующую последовательность действий.

Первое. Обязательно рассчитать темпы устойчивого роста.

Второе. Определить реальные темпы роста и зафиксировать стратегический разрыв между реальными и устойчивыми темпами роста.

Третье. Приступить к формированию финансовых решений и выработке финансовой политики.

Четвертое. Рассмотреть возможный перечень финансовых стратегий, выбрать лучшую из них и принять оптимальное решение.

Но вернемся к формуле устойчивого роста. На первый взгляд все просто. Компания может развиваться более высокими темпами, если указанные детерминанты увеличиваются. Казалось бы, есть четыре финансовых рычага, с помощью которых можно оказывать влияние на деятельность предприятия, и, соответственно, четыре реальных возможности ускорить развитие. Однако задумаемся над тем, за счет чего конкретно может увеличиться, например, норма прибыли? Как можно ускорить оборачиваемость активов? Можно ли увеличить норму накопления? Оставим эти вопросы пока без ответа и начнем свои рассуждения с вопроса о том, является ли эмиссия реальной финансовой стратегией? И если нет, то на какие финансовые стратегии сегодня может реально опираться руководитель современной компании?

**нужно научиться
разрабатывать
финансовые
стратегии, умело
управляя
собственным
развитием**

Вспомним, что акционерная компания может выпускать и продавать новые акции: продажа новых акций приводит к росту собственного капитала и практически к неограниченным возможностям привлечения заемного капитала. Однако почему эмиссию акций в финансово-менеджменте принято называть «пожарным» источником финансирования? Почему эмиссию как финансовый ресурс опытные финансовые менеджеры применяют лишь в крайнем случае? Если мы выбираем эту финансовую стратегию, то неизбежно сталкиваемся с несколькими очень сложными проблемами. В конечном итоге обнаружится, что эмиссия на самом деле либо недоступна, либо мы ошиблись при выборе этой стратегии. Постараемся дать разъяснения.

Если мы хотим воспользоваться **эмиссией акций**, то следует помнить, что фондовый рынок малоэффективен, и продать акции будет очень трудно. Свободной продажи нет, и для реализации акций необходимо организовать трудоемкий и дорогостоящий процесс прямого поиска инвесторов. Без активной торговли акциями на фондовом рынке потенциальный инвестор вряд ли собирается покупать неликвидные акции, да еще по рыночной цене. Может он и сделает это, но лишь в том случае, если получит гарантии и/или станет совладельцем компании. Таким образом, круг инвесторов оказывается весьма ограниченным.

Теперь **обратимся к анализу нормы накопления**. Первое, что не стоит забывать, это то, что чистая прибыль после выплаты дивидендов по привилегированным акциям делится на две части: на дивидендную прибыль и на нераспределенную прибыль. Для нормы выплаты дивидендов существует нижний предел, равный 0. Это ситуация, при которой вся чистая прибыль направляется на развитие, а акционерам не выплачиваются дивиденды. Ситуация отчасти оправданная, если учесть, что доход акционера складывается из двух частей: одна часть – это текущие дивиденды; вторая часть – приращение стоимости капитала и рост стоимости акций. Однако, если акционеры не будут получать

**прибыль нельзя
увеличить за счет
роста объема
продаж**

дивиденды, цена акций непременно рано или поздно упадет. Большая часть акционеров начнет продавать свои акции в надежде купить те, которые смогут приносить текущий доход. И над руководством нависнет угроза поглощения. Снять напряжение сможет ***рост прибыли***. При этом следует помнить одно, но важное ограничение: прибыль нельзя увеличивать за счет роста объема продаж. Как увеличить прибыль, не увеличивая объем продаж? Конечно, можно повысить цены, сократив рост массы продаж и решив тем самым проблемы дополнительного финансирования. Ну а если цены повысить нельзя? Можно сократить затраты! Ответ вполне очевидный, но какие затраты реально снизить?

Себестоимость реализованной продукции будет расти пропорционально росту продаж, операционные расходы тоже будут возрастать: с увеличением объема продаж обязательно будут расти и амортизация, и затраты на рекламу. И все, что мы сможем сделать – это попытаться сократить расходы на содержание административно-управленческого персонала, но вопрос остается открытым.

Можно увеличить норму прибыли, но как? Помимо прямых, «лобовых» решений, есть еще ряд операционных возможностей, дающих «скрытые» источники финансирования ускоренных темпов развития.

Ускорение оборачиваемости активов обусловлено либо ростом объема продаж, что в нашем случае неприемлемо, либо сокращением размера активов.

При заданной структуре совокупных запасов и их прямой зависимости от масштабов производственной деятельности, очевидно, что повышение темпов роста неизбежно приведет к росту абсолютных размеров запасов. Правомерно ставить вопрос об оптимизации уровня запасов применительно к новым, ускоренным темпам развития, внедрять современную систему мониторинга запасов. Однако об ускорении оборота активов за счет запасов вряд ли можно говорить серьезно.

Размер дебиторской задолженности часто сегодня ставится в зависимость от дисциплины пла-

***главная причина
образования
дебиторской
задолженности
– торговый
(коммерческий)
кредит***

тежей, но ведь главная причина образования дебиторской задолженности – торговый (коммерческий) кредит. А его размер и, следовательно, размер дебиторской задолженности прямо пропорционален масштабу производства и объему продаж. Чем больше объем продаж, тем больше размеры торгового кредита, которые прямо влияют на объем задолженности перед дебиторами. Таким образом, рассчитывая на ускорение обрачиваемости активов, вряд ли правомерно полагаться на сокращение дебиторской задолженности. Правильней было бы ставить вопрос о создании системы управления дебиторской задолженностью, в которой предусмотрены инструменты и схемы ее своевременного погашения. Последний крупный элемент активов **«фиксированные активы»** также требует анализа. Очевидно, что их стоимостной объем возрастает по мере ускорения развития. Этот вывод правомерен и для экспенсивного, и для интенсивного развития, основой которого является более производительное, модернизированное оборудование, но гораздо более дорогое по стоимости.

В итоге вопрос о том, можно ли использовать в управлении такой финансовый рычаг как обрачиваемость активов, оказывающий в рамках формализованных взаимосвязей воздействие на доходность собственного капитала, остается открытым. Мы утверждаем, что такая возможность существует.

Безусловно, можно отказаться от клиентов, которые не очень стремятся платить по обязательствам, и таким образом снизить дебиторскую задолженность. Можно также постараться сократить медленно обрачивающиеся запасы. Однако все это имеет отношение к монопроизводству – одной из простейших форм проявления стратегии вертикальной интеграции. Уже ни один десяток лет стратегию вертикальной интеграции принято относить к стратегическому управлению.

Вертикальная интеграция – это важнейшая часть финансовой стратегии предприятия, результатом которой является высвобождение активов и, как следствие, ускорение их оборота. В простейшем случае высвобождение активов

**рассчитывая на
ускорение
обрачиваемости
активов, вряд ли
правомерно
полагаться
на сокращение
дебиторской
задолженности**

может происходить за счет расширения числа смежников или за счет развития франчайзинговых отношений, т.е. за счет передачи не основных, а периферийных видов деятельности своим партнерам. В своем новом качестве вертикальная интеграция как реальный способ повышения доходности и стоимости предприятия требует специального рассмотрения.

Существует еще одна реальная возможность повышения доходности – это принять решение о слиянии (кстати, вертикальная интеграция – одна из форм слияний). При этом речь идет не о поглощениях («враждебных слияниях»), а о добровольном соглашении двух сторон, одна из которых испытывает денежный дефицит (развивающийся вид деятельности), а у другой, наоборот, есть излишки денег, и она ищет объект для инвестиций, приносящих доход. В эту же группу попадают и стратегические финансовые решения, связанные с отторжением неоднородных или убыточных видов деятельности. И в первом, и во втором случаях руководство предприятия нуждается в специальных методах, позволяющих определять целесообразность слияний и эффективность продажи действующих производств.

Еще один реальный управленческий рычаг, с помощью которого можно оказать воздействие на доходность предприятия – финансовый леверидж. Следуя классической формуле Дюпонна, становится понятным, что повышение финансового левериджа, а это есть ни что иное, как увеличение доли заемного капитала в общем объеме совокупного капитала компании, приводит к росту доходности. Однако увеличение доли заемного капитала имеет свои естественные пределы, которые можно охарактеризовать возрастанием рисков и издержек. По мере увеличения левериджа растут риски и издержки по привлечению заемного капитала.

Очевидно возникает вопрос о наличии правил, с помощью которых можно было бы определять некий оптимальный уровень финансового левериджа и, как следствие, необходимый и достаточный для предприятия размер заемного капитала.

увеличение доли заемного капитала имеет свои естественные пределы, которые можно охарактеризовать возрастанием рисков и издержек