

Выбор стратегии управления оборотными средствами, направленной на увеличение гудвилла и капитализации компании (на примере металлургических предприятий)

© 2011 г. О.И. Калинин*

Одним из основополагающих принципов современной экономики остается постулат о том, что деньги должны работать. Это означает, среди прочего, что собственник средств (инвестор) должен получать отдачу на вложенный капитал (return on capital, ROC). При этом чем выше прибыль на вложенные средства, тем выше концентрация капитала в данной экономической сфере, так как очевидна привлекательность в данной отрасли для существующих и потенциальных инвесторов.

На современном этапе развития крупного бизнеса преобладают следующие тенденции: глобализация, сопровождающаяся размыванием географических границ; горизонтальная и вертикальная интеграция предприятий; усиление контроля со стороны как собственников компаний над бизнесом, так и миноритарных акционеров, стремящихся защитить свои интересы во взаимодействии с мажоритариями и менеджментом.

Одним из неотъемлемых атрибутов описанного выше процесса усиления контроля со стороны разного рода акционеров над своим бизнесом является повсеместное распространение VBM (Value Based Management) – системы управления компаниями, основанной на росте стоимости для акционеров. Начало этой концепции управления было положено в США [1] под влиянием институциональных инвесторов, и за последние годы она постепенно сформировалась в свод подходов, нацеленных на увеличение стоимости для акционеров.

Рассматривая концепции VBM, следует понимать, что с точки зрения собственника максимизация стоимости будет складываться из двух основных составляющих: с одной стороны, это рост прибыли, которая возвращается к инвестору в виде дивидендов, с другой стороны, это рост стоимости бизнеса (для публичной компании это рост стоимости акций, т.е. капитализация), который позволяет получить прибыль в случае продажи компании.

Важно отметить, что, несмотря на то что стоимость бизнеса является одним из ключевых факторов оценки результативности работы компании,

далеко не все возможности по управлению данной величиной на сегодняшний день хорошо изучены и подвергнуты тщательному анализу.

Часто с целью достижения роста стоимости бизнеса менеджмент уделяет повышенное внимание внешним факторам, а именно качеству той информации, которая уходит во внешнюю среду (аналитикам, СМИ, инвесторам, финансовым учреждениям) и сказывается в итоге на цене акций и стоимости компании в целом. При этом финансовый результат, показываемый компанией, является лишь одной (хотя и очень важной) из составляющих общей картины, под влиянием которой у потенциальных покупателей акций формируется мнение о компании. Однако весьма актуальным остается вопрос о выявлении и использовании внутренних резервов роста стоимости компаний, таких, например, как эффективная стратегия управления оборотными средствами компании и краткосрочными источниками финансирования ее деятельности.

И автором успешно решается данный вопрос. Так, имеются разработки, позволяющие осуществлять управление гудвиллом¹ (а соответственно, и стоимостью) металлургических компаний на основе изменения структуры оборотных средств [3, 4].

До того, как будут описаны разработки управления гудвиллом, важно проанализировать влияние стратегии управления оборотными средствами на финансовое положение компании.

Очевидно, что текущие активы компании представляют собой наиболее мобильную (ликвидную) часть капитала, без изменения которой не обходится ни одно управляющее воздействие в краткосрочном и среднесрочном периоде. Именно поэтому пристальное внимание к оборотным средствам, их величине, структуре и доле в общем объеме активов

¹ Гудвилл (отангл. Goodwill) – показатель деловой репутации, оценивающий целостный образ компании в деловой среде. С бухгалтерской точки зрения величина гудвилла определяется как разница между рыночной (продажной) стоимостью предприятия как целостного имущественного комплекса и его балансовой стоимостью (суммой чистых активов) [5].

* К.э.н., доцент кафедры прикладной экономики НИТУ «МИСиС».

так важно для выявления внутренних резервов роста стоимости компании.

При этом наличие непосредственной взаимосвязи используемой предприятием стратегии управления оборотными средствами и краткосрочной задолженностью с получаемым компанией финансовым результатом достаточно подробно описано в работах, посвященных повышению конкурентоспособности компаний за счет прироста производимой добавленной стоимости [5].

Экономическим основанием данной взаимосвязи является следующий принцип: точный выбор оптимальной величины оборотных средств позволяет достигать экономии за счет снижения финансирования излишков ликвидных активов. В то же время своевременное выявление недостатка оборотных средств позволяет вовремя усилить финансовые потоки на их формирование и не допустить упущенной прибыли (например, из-за нехватки запасов сырья и материалов в условиях роста спроса на готовую продукцию).

В современной экономической литературе [2, 6, 7] зачастую встречаются качественные примеры стратегий управления оборотными средствами и краткосрочными займами. Применительно к условиям промышленных (в частности, металлургических) компаний существуют также предложения по количественному измерению подобных стратегий.

В частности, в работе [8] для количественного измерения стратегий предлагается осуществлять расчет двух финансовых коэффициентов π_1 и π_2 .

Первый из них представляет собой отношение величины оборотных средств $S_{o.c}$ к валюте баланса B :

$$\pi_1 = \frac{S_{o.c}}{B}.$$

Второй показатель связан с обеспеченностью предприятия собственными и долгосрочными заемными средствами. Он вычисляется по формуле

$$\pi_2 = \frac{B - (I_c + K_T)}{S_{o.c}} = \frac{K_t + R_p}{S_{o.c}} = \frac{1}{K_1},$$

где I_c – собственные средства и резервы предприятия; K_T – долгосрочные заемные средства; K_t – краткосрочная банковская задолженность; R_p – кредиторская задолженность; K_1 – общий коэффициент покрытия.

Значениями показателей π_1 и π_2 можно охарактеризовать тип применяемой предприятием модели выбора рациональных объемов оборотных средств и источников их покрытия. Чем меньше оборотных средств имеет предприятие (чем меньше показатель π_1), тем ближе используемая модель к агрессивной. Чем больше предприятие обеспечено собственными и долгосрочными заемными средствами (чем меньше показатель π_2), тем ближе используемая им модель к консервативной.

Взаимосвязь описанных показателей π_1 и π_2 с финансовым результатом позволяет получить возможность применения данных коэффициентов для

управления гудвиллом (G_w) и капитализацией (C_{ap}), так как и гудвилл, и капитализация зависят от полученной прибыли за рассматриваемый период.

На основе этих предположений были проведены расчеты, позволяющие выявить потенциальные возможности предприятия по достижению более высоких значений гудвилла и капитализации посредством адекватного выбора стратегии управления оборотными средствами.

По аналогии с подходом, предложенным в работе [5], были разработаны регрессионные модели, отражающие весьма высокую статистическую взаимосвязь гудвилла и капитализации металлургической компании со структурой капитала².

В частности, на примере одной из крупных транснациональных компаний цветной металлургии были получены регрессионные модели, отражающие зависимости гудвилла и капитализации от используемой стратегии управления оборотными активами и краткосрочной задолженностью, характеризуемой коэффициентами π_1 и π_2 . Модели для гудвилла и капитализации приведены ниже:

$$G_w/A_{ц.м} = 3,61\pi_1 - 4,51\pi_2 + 3,32\pi_2^2 + 1,05 \text{ Index}_{ц.м}, \quad (1)$$

где $G_w/A_{ц.м}$ – соотношение величины собственного гудвилла и суммы активов согласно бухгалтерскому балансу для предприятия цветной металлургии (ц.м).

$$C_{ap}/A_{ц.м} = 4,6\pi_1 - 4,0\pi_2 + 3,0\pi_2^2 + 1,16 \text{ Index}_{ц.м}, \quad (2)$$

где $C_{ap}/A_{ц.м}$ – соотношение капитализации и суммы активов согласно бухгалтерскому балансу для предприятия цветной металлургии.

Для повышения качества регрессионных моделей в них была включена переменная, отражающая конъюнктуру внешней среды (цепной индекс цен на базовый для компании металл).

В результате произведенных расчетов выдвинутые ранее гипотезы были подтверждены.

Как видно из характеристик регрессионных моделей, приведенных в **табл. 1** и **2**, полученные зависимости имеют хорошие статистические параметры, что подтверждает наличие устойчивых взаимосвязей между используемой предприятием стратегией управления оборотными средствами и результатами роста стоимости бизнеса и величины гудвилла.

Аналогичные результаты (**табл. 3** и **4**) были получены и для компании, представляющей черную металлургию³.

² С тем, чтобы нивелировать влияние инфляционных процессов при рассмотрении достаточно длительных временных рядов, были использованы показатели в относительном виде – гудвилл и капитализация по отношению к активам компании.

³ В качестве цен на базовый металл для черной металлургии использовались котировки на квадратную заготовку в портах Азовско-Черноморского бассейна на условиях FOB Incoterms.

Таблица 1

Статистические характеристики регрессионной модели (1)

Переменная	Коэффициент	t-критерий
π_1	3,61	2,58
π_2	-4,51	-2,56
π_2^2	3,32	2,42
Index	1,05	2,11

Множественный коэффициент корреляции $R = 0,91$.
Множественный коэффициент детерминации $R^2 = 0,83$.

Таблица 2

Статистические характеристики регрессионной модели (2)

Переменная	Коэффициент	t-критерий
π_1	4,6	3,22
π_2	-4,0	-2,23
π_2^2	3,0	2,15
Index	1,16	2,28

Множественный коэффициент корреляции $R = 0,96$.
Множественный коэффициент детерминации $R^2 = 0,93$.

$$G_w/A_{ч.м} = -2,26\pi_2 + 0,42 \text{ Index}_{ч.м}, \quad (3)$$

где $G_w/A_{ч.м}$ – соотношение величины собственного гудвилла и суммы активов согласно бухгалтерскому балансу для предприятия черной металлургии (ч.м);

$$C_{ap}/A_{ч.м} = 3,01\pi_1\pi_2 - 5,13\pi_2^2 + 0,562 \text{ Index}_{ч.м}, \quad (4)$$

где $C_{ap}/A_{ч.м}$ – соотношение капитализации и суммы активов согласно бухгалтерскому балансу для предприятия черной металлургии.

На основании результатов проведенных расчетов можно отметить более высокое качество регрессионных моделей вида $C_{ap}/A = f(\pi_1, \pi_2, \text{Index})$ по сравнению с $G_w/A = f(\pi_1, \pi_2, \text{Index})$, что объясняется большей устойчивостью и меньшей волатильностью величины капитализации.

С практической точки зрения подобные модели являются основой для создания системы управления оборотными средствами и краткосрочной задолженностью, направленной на повышение гудвилла и капитализации и, как следствие, ориентированной на рост стоимости всего бизнеса для собственников.

В основе такой системы управления в краткосрочном режиме лежит следующий алгоритм:

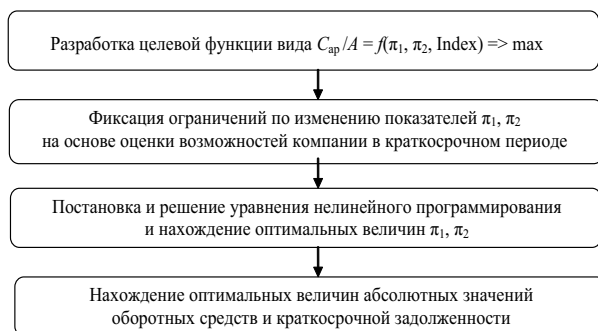


Таблица 3

Статистические характеристики регрессионной модели (3)

Переменная	Коэффициент	t-критерий
π_2	-2,27	-4,56
Index	0,42	5,8

Множественный коэффициент корреляции $R = 0,78$.
Множественный коэффициент детерминации $R^2 = 0,60$.

Таблица 4

Статистические характеристики регрессионной модели (4)

Переменная	Коэффициент	t-критерий
$\pi_1 \pi_2$	3,01	2,44
π_2^2	-5,13	-4,75
Index	0,562	7,59

Множественный коэффициент корреляции $R = 0,97$.
Множественный коэффициент детерминации $R^2 = 0,93$.

Заключительный этап алгоритма сводится не только к определению целевых значений оборотных средств и краткосрочной задолженности, но и к оценке возможностей предприятия по достижению этих значений. С использованием найденных значений $\pi_1^{\text{опт}}$, $\pi_2^{\text{опт}}$ и прогнозного значения величины внеоборотных активов в следующем периоде ($F_{\text{нов}}$) определяются новые оптимизированные значения объема оборотных средств:

$$S_{o.c}^{\text{нов}} = \pi_1^{\text{опт}} F_{\text{нов}} / (1 - \pi_1^{\text{опт}}). \quad (5)$$

Значение краткосрочной задолженности предприятия рассчитывается по формуле

$$(K_t + R_p)^{\text{нов}} = \pi_2^{\text{опт}} S_{o.c}^{\text{нов}}. \quad (6)$$

Далее принимается решение о возможном изменении используемых объемов оборотных средств и величины краткосрочной задолженности.

Выводы

Потребность во всестороннем анализе деятельности компаний для выявления резервов роста прибыли и стоимости бизнеса для собственников направляет экономистов на поиск новых подходов повышения эффективности и достижения оптимального соотношения затрат и результатов деятельности промышленных предприятий. Металлургия не является исключением.

Предлагаемый подход к управлению текущими активами и пассивами акцентирует внимание на достижении роста стоимости компаний как одного из важнейших результатов работы коммерческой организации.

Методика базируется на выявленной в процессе исследования сильной статистической экономически обоснованной взаимосвязи между капитализацией (а также и гудвиллом) компании, структурой ее активов и задолженности и ее последующем применении в решении оптимизационной задачи. Схема разработки регрессионных моделей актуальна для

промышленных отраслей, имеющих некий индикатор рыночного состояния отрасли. Для металлургии, на примере предприятий которой осуществлялись разработки, таким индикатором выступал индекс цен на базовый металл. Полиномиальные модели, которыми, по сути, являются разработанные регрессионные уравнения, выступают инструментом для решения оптимизационной задачи и выбора модели управления оборотными средствами.

Разработанный алгоритм управления позволяет предприятию, используя статистически накопленный опыт работы отрасли, определять объемы оборотных средств и краткосрочной задолженности, оптимальные для получения наилучших условий роста стоимости для собственников. Вполне логично, что достижение оптимальных величин указанных показателей должно быть поступательным. Это позволит избежать резкой перестройки системы финансирования и добиться плавного перехода к рекомендуемой стратегии управления в рамках заданных целей.

В настоящее время автор продолжает изучение сущности гудвилла и разработку корректного метода оценки размера гудвилла российских непубличных металлургических компаний.

Библиографический список

1. Бобошко Д.Ю. Управление на основе стоимости (Value Based Management) в непубличных компаниях / Под науч. ред. проф. В.Я. Медикова: Монография. – М.: Социально-гуманитарные знания, 2009.
2. Разработка методики определения гудвилла – показателя сверхстоимости предприятия на примере предприятий черной металлургии РФ / О.И. Калинин, И.М. Рожков, С.В. Марков, Е.А. Редькина // ОАО «Черметинформация», бюлл. «Черная металлургия». 2006. №11. С. 100–103.
3. Марков С.В. Разработка методики расчета стоимости гудвилла предприятия как экономического субъекта на основе применения модели статистического прогноза выручки // Вестник Самарского государственного экономического университета. Экономика. № 12 (50). – Самара: Изд-во Самарского государственного экономического университета, 2008. С. 79–85.
4. Коэффициентный метод управления показателями добавленной стоимости с целью обеспечения устойчивого роста предприятия (на примере комбинатов черной металлургии РФ) / О.И. Калинин, И.А. Ларионова, С.В. Марков и др. // Вестник Самарского государственного экономического университета. Экономика. № 4 (54). – Самара: Изд-во Самарского государственного экономического университета, 2009. С. 32–37.
5. Стоянова Е.С., Быкова Е.В., Бланк И.А. Управление оборотным капиталом. – М.: Перспектива, 1998. – 127 с.
6. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 800 с.
7. Финансы предприятий: Учебник / Н.В. Колчина, Г.В. Поляк, Л.П. Павлова и др. / Под ред. Н.В. Колчиной. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 407 с.
8. Диагностика и оптимизация стратегий управления оборотными средствами / И. А. Ларионова, И.М. Рожков, О.О. Скрябин, С.В. Марков // Металлург. 2007. № 5. С. 19–22.