

Оценка бизнеса

ИДЕНТИФИКАЦИЯ ФАЗЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ЦИКЛА КАК КОМПОНЕНТА СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

Т.Г. ЛОЗНЕВ,

кандидат экономических наук,

генеральный директор холдинговой компании «Океанпродукт»

Стратегия управления стоимостью компании является ключевой парадигмой современной теории и практики финансового менеджмента. В основе эффективного управления стоимостью бизнеса лежит адекватное выделение приоритетных факторов создания стоимости, состав которых определяется внутренней и внешней средой.

В условиях современной России приоритетное значение имеют факторы, создаваемые внешней средой, и формирующие ключевой стоимостный фактор – ставку дисконтирования денежных потоков, используемую в моделях оценки бизнеса и имеющую фундаментальное значение в теории стоимостного менеджмента.

Фундаментальный анализ (fundamental analysis) макроуровня в теории и практике стоимостного менеджмента играет существенную роль и является многофункциональным, к нему относится анализ макроиндикаторов, процентных ставок, тенденций спроса и предложения, политики правительства (бюджетно-налоговой и кредитно-денежной), а также идентификация соответствующей фазы экономического цикла национальной экономики. Для принятия решений о разработке стратегии наращивания стоимости компании исключительное значение имеет прогноз возможных подъемов и спадов экономики, позволяющий осуществлять корректировку стоимостных факторов и спецификацию направлений роста стоимости компании.

Однако проблема взаимосвязи определенной фазы экономического цикла национальной экономики и стратегии управления стоимостью компании в российской научной литературе практически не рассматривается. Данное обстоятельство существенно осложняет процесс создания стратегии управления стоимостью биз-

неса, которая была бы адекватна конкретным факторам внешней среды, и в значительной мере лишает бизнес возможности рассматривать данную стратегию как условие успешного функционирования и развития. Таким образом, недостаточное обоснование воздействия цикличности современной экономики на формирование стратегии управления стоимостью компании создает ряд закономерных сложностей на пути стратегического развития современного бизнеса.

Следует отметить, что все компании функционируют в определенной макроэкономической среде, состояние которой для крупного бизнеса априори имеет важнейшее значение.

Экономика рыночного типа перманентно меняется, демонстрируя то экономические подъемы, то экономические спады, и, несмотря на правительственные усилия по макроэкономическому «дирижированию», эти явления проявляются, прежде всего, в бюджетно-налоговой и кредитно-денежной политике правительства.

Спецификация определенной фазы экономического цикла является первым и важнейшим этапом фундаментального анализа деятельности компании при управлении стоимостью, всегда носящем долгосрочный характер.

Экономический цикл представляет собой чередование экономических спадов и подъемов в экономике и позволяет идентифицировать приоритетную черту рыночной экономики – неопределенность. В структуре цикла выделяют высшую (пик) и низшую (кризис) точки активности и лежащие между ними фазы спада (рецессии) и подъема (экспансии). Теория циклов в определенной степени объясняет причины колебаний экономической активности национальной экономики

во времени и относится к динамичным теориям развития современного бизнеса. В таких условиях *ключевым моментом для разработки стратегии управления стоимостью компании является прогноз возможных подъемов и спадов на макроэкономическом уровне, т. е. прогнозирование изменения макроэкономической конъюнктуры.*

Следует отметить, что чем точнее осуществлен данный прогноз, тем эффективнее работает компания на фондовом рынке, особенно по проблемам слияний и поглощений, столь характерным для вертикально интегрированных структур, являющихся типичными представителями крупного российского бизнеса, и тем успешнее реализуется стратегия наращивания стоимости компании.

По мере прохождения экономики через различные фазы экономического цикла относительная прибыльность и эффективность определенных отраслей и секторов национальной экономики также меняются. По отношению к различным отраслям и секторам экономики эта динамика отличается по глубине и продолжительности реагирования на состояние национальной экономики. Данное обстоятельство позволяет ввести определенную классификацию отраслей (секторов) экономики, специфически реагирующих на экономический спад или подъем. Неоднозначность реакции на цикличность развития экономики позволяет специфицировать отрасли (секторы) экономики как отрасли (секторы) с устойчивым характером развития и с циклическим характером развития:

- отрасли (секторы) с циклическим характером развития характеризуются повышенной чувствительностью (высокой эластичностью) к экономическим колебаниям;
- отрасли (секторы) с устойчивым характером развития демонстрируют чувствительность к экономическим колебаниям ниже среднего.

Классификация отраслей (секторов) экономики на «устойчивые» и «циклические» адекватно отражается в систематическом риске, присущем акциям отдельных компаний. Этот эффект проявляется в том, что при стабилизации и росте национальной экономики курс акций циклических компаний растет более стремительными темпами, чем курс акций устойчивых компаний; при экономическом спаде наблюдается диаметрально противоположная тенденция. Секторы экономики, связанные с производством товаров длительного пользования, и секторы, производящие средства производства, обычно относятся к циклическим, в то время как секторы экономики, производящие предметы пер-

вой необходимости, чаще всего являются секторами с устойчивым характером развития.

Таким образом, в основе классификации отраслей (секторов) экономики заложен принцип, отражающий эластичность совокупного спроса по цене на отраслевом (секторальном) рынке.

Принятие решений об инвестировании (в том числе слияниях и поглощениях) в целях наращивания стоимости компании осуществляется на основе прогноза потенциальных подъемов и спадов в экономике.

В рамках настоящей статьи проанализируем национальный, вертикально интегрированный холдинг, спектр деятельности которого связан с рыбохозяйственным комплексом страны. Секторальный анализ рыбохозяйственного комплекса свидетельствует о том, что он относится к секторам с устойчивым характером развития (*defensive industries*). Подобные секторы отличает низкая зависимость от чередований спадов и подъемов в экономике; акции компаний, относящихся к данному сектору, обычно называют «оборонительными» акциями. Акции отраслей (секторов), имеющих устойчивый характер развития, имеют более низкий β -коэффициент, измеряющий систематический риск, присущий данной компании и сектору. Это обуславливает их привлекательность и при экономическом спаде; в то же время их доходность в период экономического подъема уступает доходности циклических компаний.

Циклический характер экономического развития можно достаточно успешно прогнозировать, поскольку существует набор индикаторов цикла для измерения и интерпретации краткосрочных колебаний экономической активности.

Чаще всего в мировой практике используется следующая классификация экономических индикаторов, которая разработана Национальным бюро экономических исследований США (NBER) (табл. 1):

- опережающие или ведущие (*leading*) индикаторы – параметры, достигающие максимума или минимума перед достижением пика или низшей точки активности;
- запаздывающие или отстающие (*lagging*) индикаторы – параметры, достигающие максимума или минимума после достижения экономического пика или низшей точки активности;
- совпадающие или синхронные (*coincident*) индикаторы – параметры, которые изменяются в соответствии с изменением экономической активности.

Таблица 1

Индексы экономических индикаторов¹

Опережающие индикаторы	Синхронные индикаторы	Запаздывающие индикаторы
Средняя продолжительность рабочей недели в промышленности (час.)	Количество занятых в несельскохозяйственных отраслях	Средняя продолжительность периода поиска работы
Среднее количество первичных обращений за пособием по безработице в неделю	Доходы населения за вычетом трансфертных платежей	Коэффициент отношения запаса товаров к объему продаж
Объем заказов производителей (на потребительские товары и промышленные материалы)	Объем промышленного производства	Динамика индекса расходов на заработную плату на единицу выпуска продукции
Выполнение договорных поставок – индекс роста объема просроченных поставок	Объем продаж в промышленности и торговле	Средняя базисная ставка процента банков по кредитам первоклассным заемщикам
Контракты и заказы на новое строительство и сооружение оборудования		Объем непогашенных ссуд в промышленности и торговле
Кривая доходности: спред между ставками доходностей по долгосрочным государственным ценным бумагам и государственным резервным фондам		Коэффициент непогашенных ссуд в рассрочку к доходам населения
Курс акций «голубых фишек» или фондовый индекс		Динамика индекса потребительских цен на услуги
Предложение денег (M2)		
Индекс потребительских ожиданий		

Таким образом, чтобы прогнозировать переменные стратегического развития компании по наращиванию ее стоимости, следует различать экономические переменные по признаку дости-

жения ими максимума (минимума) до или после достижения пика экономикой в целом (низшей точки спада). При этом лаг опережения индикаторов может колебаться; кроме того, как показы-

Таблица 2

Состояние опережающих индикаторов цикла в России (экспертный анализ)

Индикатор	Значение риска изменения фазы цикла (от 0–5 %)	Оценка современного состояния индикатора
Средняя продолжительность рабочей недели в промышленности (ч)	0	Фактическая продолжительность рабочего дня в целом по экономике выросла на 1,8%, в промышленности – на 2,3%
Среднее количество первичных обращений за пособием по безработице в неделю	1	Динамика индикатора в среднесрочной перспективе носит неустойчивый характер, но заметна тенденция устойчивого снижения. Так, например, в 2003 г. среднее количество первичных обращений составило – 42 чел., в 2004 г. – 38 чел., а в 2005 г. – 35 чел.
Объем заказов производителей (на потребительские товары и промышленные материалы)	0	Объем заказов производителей – тенденция устойчивая, носит ярко выраженный растущий характер, обусловленный экономическим ростом
Выполнение договорных поставок – индекс роста объема просроченных поставок	1	Индекс демонстрирует неустойчивую тенденцию, но в связи с активизацией действий государства наблюдается динамика сокращения индекса просроченных поставок, правительством разработан пакет документов, предусматривающих ответственность за договорную дисциплину
Контракты и заказы на новое строительство и сооружение оборудования	0	Индикатор имеет ярко выраженную динамику роста, наблюдаются значительные среднегодовые темпы роста нового строительства. Прирост составил: 2000 г. – 5%, 2001 г. – 35%, 2002 г. – 18%, 2003 г. – 28%, 2004 г. – 33%. В 2005 г. также продемонстрирован рост

¹ Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций, 4-е издание.: Пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. С. 586.

Продолжение таблицы 2

Индикатор	Значение риска изменения фазы цикла (от 0–5 %)	Оценка современного состояния индикатора
Кривая доходности: спрэд между ставками доходностей по долгосрочным государственным ценным бумагам и государственным резервным фондам	0	В период экономического роста (инерционного – 2000–2004 гг.) наблюдается ярко выраженная тенденция сокращения величины спреда между указанными финансовыми инструментами. Динамика доходности инструментов имеет незначительную разнонаправленную волатильность. В частности, в конце декабря 2004 г. доходность бумаг пятого транша ОВВЗ составила 4,99% годовых (5,66% на начало года), шестого транша ОВВЗ – 4,2% годовых (4,34% на начало года). В свою очередь, доходность RUS-30 за год изменилась с 7,35 до 6,64% годовых, доходность к погашению по бумаге RUS-07 составила около 6,35% годовых (4,42% на начало года). В то же время доходность по резервным фондам, прежде всего, Стабилизационному фонду, составила около 2,5 – 3%. Таким образом, можно прогнозировать снижение спекулятивности финансовых инструментов
Курс акций «голубых фишек» или фондовый индекс	1	По результатам 2004 г. российский фондовый рынок продемонстрировал более скромный рост, чем в предыдущие годы. В течение года наблюдались периоды довольно существенного падения российских фондовых индексов, причиной чему стали возросшие политические риски, связанные с продолжающейся атакой на НК «ЮКОС». Вместе с тем благоприятная макроэкономическая конъюнктура на фоне чрезвычайно высоких цен на нефть и нефтепродукты на мировом рынке удерживали рынок акций от существенного падения и в отдельные периоды способствовали заметному росту котировок. Присвоение России инвестиционного рейтинга агентством Fitch также является положительным фактором динамики российского рынка акций в 2004 г. Динамика преломления восходящего и нисходящего тренда индекса наблюдалась и в 2005 г., но уровень волатильности их сократился, что также иллюстрирует снижение их спекулятивности
Предложение денег (M2)	2	Незначительное увеличение M2, не соответствующее темпам роста экономики. Темпы роста денежной массы, по итогам 2004 г. были значительно ниже соответствующих значений 2003 г. В частности, денежная масса M1 увеличилась за год на 30,5%, тогда как в 2003 г. ее прирост достиг 45,6%. Денежная масса M2 выросла на 35,8% (50,5% в 2003 г.). Лишь в I кв. наблюдался относительно быстрый по сравнению с 2003 г. рост широких денежных агрегатов, однако во II и III кв. он замедлился. В IV кв. традиционно темпы роста денежных агрегатов выросли, однако они были также более умеренными, чем в 2003 г. Таким образом, по итогам 2004 г. наблюдался более умеренный прирост денежной базы, чем в 2003 г. Однако в IV кв. она увеличивалась более быстрыми темпами, чем годом ранее. До сентября 2004 г. золотовалютные резервы страны увеличивались медленнее, чем в 2003 г. В то же время после летнего снижения нормативов обязательного резервирования значительно сократился объем резервов коммерческих банков, но осенью действие этого фактора прекратилось, и они продолжили возрастать. Таким образом, по итогам года прирост денежной базы в узком определении составил 24,8% (48,7% в 2003 г.), а резервных денег – 24,4% (54,1% в 2003 г.). Объем наличных денег M0 увеличился на 33,8% против 50,3% в 2003 г. Следовательно, давление на цены со стороны денежного предложения в 2004 г. было значительно меньше, чем в 2003 г. Основную роль в стерилизации эмиссии, осуществляемой ЦБ РФ, сыграл федеральный бюджет и, в частности, Стабилизационный фонд. Так, прирост депозитов расширенного правительства в ЦБ РФ за 2004 г. составил около 600 млрд руб., – через бюджетную систему РФ из экономики было изъято более половины всей эмиссии, осуществленной Банком России в 2004 г. Итоговый прирост объема резервных денег (широкой денежной базы) не превысил 476 млрд руб. Та же тенденция сохранилась в 2005 г.

Окончание таблицы 2

Индикатор	Значение риска изменения фазы цикла (от 0–5 %)	Оценка современного состояния индикатора
Индекс потребительских ожиданий	1	Индекс потребительских ожиданий демонстрирует тенденцию значительного роста, наиболее высока она была в 2004 и 2005 гг. В данный период этот индекс фиксирует рост инвестиционной активности населения и рост сбережений, но рост сбережений перекрывает рост инвестиций у всех субъектов рынка, что свидетельствует о слабой тенденции трансформации сбережений в инвестиции.
Кумулятивный риск	6	Для современного состояния национальной экономики кумулятивный риск изменения фазы роста составляет 6%.

Примечание. Анализ осуществлен на основе отчета Министерства экономического развития и торговли РФ, отчета Министерства финансов РФ за первое полугодие 2005 г. и прогноза до конца года, а также на основе отчетов института экономики переходного периода за 2004 г. и аналитических групп ММВБ, РТС, данных Интерфакса – www.economy.gov.ru, www.minfin.ru, www.ict.ru, www.micex.ru, www.RTC.ru, www.mergers.ru.

вают современные аналитические исследования, лаг опережения перед пиками продолжительнее лага опережения перед кризисами.

Выполненные нами исследования показали, что в настоящее время в России опережающие индикаторы не содержат соответствующих информационных сигналов об изменении направленности циклического развития национальной экономики – экономический подъем по-прежнему является ее характерной особенностью. Результаты исследования представлены в табл. 2.

Ранжирование риска изменения фазы экономического цикла представлено в табл. 3. В соответствии с выполненными расчетами общий риск изменения определенной фазы экономического цикла составляет 6%, что свидетельствует о практическом отсутствии условий для изменения фазы цикла «экономический подъем» в России.

Таблица 3

Ранжирование риска изменения фазы экономического цикла

Значение риска изменения фазы цикла(%)	Характеристика устойчивости (неустойчивости) соответствующей фазы экономического цикла
0 – 5	Абсолютное отсутствие риска изменения; данная ситуация чрезвычайно редко встречается в реальной экономике
6 – 15	Отсутствие риска изменения, подтверждающее, что фаза цикла находится в устойчивом положении
16 – 25	Риск изменения фазы цикла незначителен, зависит от группы опережающих индикаторов, если экономическая активность демонстрирует динамику падения инвестиций, то риск может быть значительный

Окончание таблицы 3

Значение риска изменения фазы цикла(%)	Характеристика устойчивости (неустойчивости) соответствующей фазы экономического цикла
26 – 35	Риск изменения фазы цикла значителен и его подтверждают все индикаторы
36 – 45	Риск изменения фазы экономического цикла очень высокий, экономика практически вступила в другую фазу цикла

Таким образом, сегодня можно с уверенностью констатировать тот факт, что российская экономика находится в стадии экономического подъема, для которого разработка стратегий компаний является закономерным и необходимым процессом.

В настоящее время в теории экономических циклов выделяются четыре фазы, установленные еще Г. Хаберлером²:

- фаза *подъема*, при которой ВВП растет год от года, сокращается безработица, растут инвестиции и размер реального капитала. Именно такую тенденцию демонстрируют современные макроиндикаторы в России на протяжении 2004–2005 гг., а их конкретные индикаторы, представленные в табл. 2, иллюстрируют динамику риска изменения фазы цикла;
- фаза *подъема* чаще всего заканчивается бумом. В условиях бума существует сверхвысокая занятость и перегрузка производственных мощностей. При этом уровень цен, ставка процента и ставка заработной платы являются очень высокими. Бум сменяется *кризисом*, который и является второй фазой цикла, для

² Хаберлер Г. Процветание и депрессия. М., 1960.

него характерно снижение роста производства и его падение;

- фаза *депрессии*; для нее характерно продолжение процесса падения производства, но меньшими темпами; уровень инвестиций близок к нулю (при кризисе – отрицательная динамика), ВВП продолжает снижаться, а безработица увеличиваться;
- фаза *оживления*. Спад производства сменяется подъемом экономики, прежде всего ростом ВВП и инвестиций. В российской практике этот период обозначен как период восстановительного роста.

Способность опережающих индикаторов идентифицировать определенную фазу экономического цикла национальной экономики еще не означает, что фундаментальный анализ, направленный на исследование внешнего окружения, закончен. В рамках этого анализа необходимо глубокое исследование состояния таких макроиндикаторов, как ВВП, инфляция, рост промышленного производства, инвестиции, иностранные инвестиции, состояние рынка труда, экономическая политика государства. Именно эти индикаторы влияют на внешние факторы создания стоимости компании, и прежде всего на темпы роста объема продаж компании и ставку дисконтирования денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный период, от которых в значительной степени зависит величина денежного потока компании, являющаяся наиболее адекватным инструментом оценки стоимости компании. При этом следует отметить, что ставка дисконтирования является измерителем риска конкретной компании и позволяет идентифицировать этот риск и измерить его.

Весьма важным является тот факт, что для крупных компаний макроэкономические факторы имеют большее влияние на прибыль и денежный поток, чем внутренние факторы деятельности. В первую очередь это относится к метакорпорациям (в том числе широко распространенным в России вертикально интегрированным структурам), для которых стабильность и рост основных макроэкономических индикаторов является условием, обеспечивающим возможность стратегического развития и соответствующего роста стоимости.

Таким образом, следует резюмировать, что экономический цикл и соответствующие ему макроиндикаторы оказывают влияние на формирование стратегии управления стоимостью компании; при этом, с одной стороны, соответствующая фаза экономического цикла определяет необходимость и возможность формирования стоимости компании, а с другой – создает основу для ожидаемого тождества разрабатываемой и реализуемой стратегии.

Российская статистика пока еще не предоставляет необходимой информации по всем индикаторам экономических циклов национальной экономики, что в значительной степени повышает трудоемкость и снижает эффективность аналитической работы по прогнозированию деятельности конкретной компании, особенно для оценки и управления ее стоимостью. Однако без анализа макроиндикаторов и идентификации фазы экономического цикла разработка стратегии управления стоимостью компаний лишается фундаментальной основы.

ВНИМАНИЮ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ!

Предлагаем публикацию годовой и квартальной отчетности.

Стоимость одной публикации – 2950 руб. (в том числе НДС 18 %) за две журнальные страницы формата А4.

При единовременной оплате публикации годовой отчетности за 2005 год, 1, 2 и 3-й кварталы 2006 года редакция гарантирует неизменность выставленных цен в течение 2006 года.

Общая стоимость четырех публикаций составляет 11 800 руб. (в том числе НДС 18%).

Тел. /факс: (495) 621-69-49
(495) 621-91-90

<http://www.financepress.ru>
E-mail: post@financepress.ru