Лекция 12. Проектирование развития компании, проектирование структуры капитала компании.

Вопрос об оптимизации долговой нагрузки компаний остается одной из нерешенных загадок финансового менеджмента, однако представляет один из ключевых элементов оценки стоимости компании. Базовые теории, разработанные еще в 60 - 70-е годы, уже не могут решить многие ключевые задачи, поставленные перед экономической наукой. С другой стороны, растущая волатильность рынков вызывает повышенный интерес к таким аспектам менеджмента, как жизненный цикл компаний, при этом современной науке присуще углубление и систематизация знаний из различных отраслей. Целью статьи является демонстрация альтернативной теоретической концепции оптимизации долговой нагрузки, которая объединяет жизненный цикл компании с традиционной моделью оптимизации левериджа по критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Первый элемент концепции - это жизненный цикл предприятия. Ограниченность современных исследований заключается в том, что нет четкой взаимозависимости прошлых и будущих (ожидаемых) показателей компании, «сквозной» системы их динамики, а исторические и будущие денежные потоки анализируются индивидуально, без учета жизненного цикла. Здесь следует упомянуть работу Е. Глуховой [1]. В исследовании анализируются современные теории жизненных циклов, оценивается возможность их использования на практике. При этом уточняется, что «в классических теориях и исследованиях по анализу и проектированию организаций, как правило, рассматриваются зрелые или находящиеся на определенном этапе развития компании, при этом не учитываются детально предшествующие этапы развития организации или дальнейшие перспективы ее развития» [1, с. 111]. Соответственно, ученые при оптимизации структуры капитала сталкиваются с невозможностью четкой увязки прошлых показателей деятельности компании, соответствующих определенному этапу жизненного цикла как самой компании, так и отрасли, и ожидаемых показателей, опять же соответствующих определенному этапу цикла как компании, так и отрасли.

Определенный интерес экономистов в настоящее время также вызывают современные концепции ученых, связанные как с общим становлением компании на протяжении жизненного цикла, так и с ее денежными потоками: модель жизненного цикла И. Адизеса [1, с. 112] и модель денежных потоков И. Ивашковской [2]. Первая модель демонстрирует концепцию поэтапного развития компании, начиная с момента зарождения и до момента смерти (рис. 1). Как изображено на рис. 1, самые большие риски присущи компании на стадиях, соответствующих росту, а наиболее значительный по величине денежный поток достигается на более поздних стадиях, расцвета и стабильности. При этом логична ситуация, при которой в середине жизненного цикла финансовый и инвестиционный денежные потоки как бы меняются местами, финансовый становится отрицательным, а инвестиционный - положительным.

Проанализируем рис.2. Компания начинает генерировать положительный операционный денежный поток на стадии юности, он достигает своих максимальных уровней на центральных стадиях жизненного цикла, расцвета и стабильности и далее уменьшается со стадии аристократизма. Поэтому максимальным уровням операционного денежного потока на центральных стадиях расцвета и стабильности должна соответствовать максимальная стоимость компании. Безусловно, в определенные моменты времени компания может испытывать конъюнктурные колебания стоимости, но очевидно, что общая зависимость для оценки фундаментальной стоимости представлена именно на рис. 2.

Следующим элементом является то, как связаны между собой стоимость бизнеса и леверидж компании. Статическая компромиссная теория, или теория соотношения выгод от использования «налогового щита» и издержек банкротства, обычно определяется путем построения двух графиков, на нижнем приводится средневзвешенная стоимость капитала, на верхнем - стоимость компании (рис. 3).

Анализ рис. 3 показывает, что максимизация стоимости компании в некоторый произвольный момент времени tn2 достигается при минимуме функции средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Как уже упоминалось, верхний график показывает стоимость компании, точнее, ее распределение в зависимости от средневзвешенной стоимости фондирования, нижний отражает саму фундаментальную зависимость для средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Точка D\* есть точка оптимальной структуры капитала. Тем не менее, очевидно, что рис. 3 демонстрирует «фотографию» долговой нагрузки фирмы по состоянию на некоторый оцениваемый момент времени. Здесь следует несколько расширить двухмерную интерпретацию оптимальной долговой нагрузки и дополнить ее третьим измерением, временем (t), для полноценного включения жизненного цикла в концепцию. Следует осуществить синтез графиков, которые продемонстрированы на рис. 1-3, в координатах трехмерного пространства. При этом шкала времени (t) служит для оценки стоимости компании, ключевой фактор постоянного движения стоимости в большую или меньшую сторону - это имплементированная фирмой структура капитала