

ity rises, the competitiveness of enterprises, the share of export, currency earnings are increasing, there are created many new jobs. As for the negatives, it can be reduced with supporting the system of foreign investment policy instruments, in order to maximize the positive impact of foreign direct investment on the country's socio-economic development.

Furthermore, there should be considered the endogenous (internal) and exogenous (external) factors influencing on the investment environment, investment activity. During the formulation of an investment strategy, policy it is also important to take into account the development policies, the peculiarities of investment usage, the proportion of local and foreign investments of China, Japan, the Czech Republic, Azerbaijan and other countries.

All of this is meaningless if there is not the efficient synthesis of the local and foreign funding resources; Moreover, investment in the country should be directed in the preferred sectors in the desired proportions (these fields for Georgia can be: Agriculture, at the production expenses of environmentally safe products, as well as the pharmacy –due to availability of the cheapest various Georgian herbs, plants) which generate revenue, the positive socio - economic result as for investors and as well as for the country receiving investments.

In summary, foreign investments contribute to the socio-economic development, improved efficiency, economic growth, especially in the conditions of transforming and open economy, which will step-by-step bring its positive impacts on the the level and quality of life of population, without which improving it is impossible to judge the positive impacts, results, not only of foreign, but also, generally of investments.



АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ И НЕФИНАНСОВЫХ ФАКТОРОВ В ПРОЦЕССЕ ВЫРАБОТКИ СТРАТЕГИИ КОМПАНИИ

Паламарчук Виктор Петрович

доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов, инвестиционного проектирования и оценки им. М.А. Лимитовского, директор-координатор программы «МВА Финансы» факультета «Высшая школа финансов и менеджмента» Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ Москва.

В статье предложена комплексная модель стратегического позиционирования, которая позволяет увязать в единую систему анализ и моделирование финансовых и нефинансовых факторов ценности компании в процессе выработки стратегии.

Ценность компании и стратегические решения. В последнее годы растет количество российских компаний, которые придерживаются концепции управления, ориентированного на ценность (Value-Based Management, VBM). Эта концепция является органичным соединением корпоративных финансов и стратегического менеджмента. Стратегические решения являются основным локомотивом роста ценности компании. Поэтому весьма актуальным является понимание и адекватное измерение связи между изменением ценности компании и стратегическими решениями.

Ценность¹ (*value*) компании есть производительный потенциал компании, выражаемый в ее способности генерировать свободный денежный поток для собственников. Следует заметить, что управление компанией с ориентацией на рост ценности актуально для любой компании, способной создавать денежные потоки для собственников, а не только для компаний, котирующихся на фондовом рынке.

Стратегическое решение – это такое решение, которое определяет новую стратегическую позицию компании, следовательно, новую траекторию развития компании, изменение ее производственного потенциала. Фундаментальная связь между ценностью компании и стратегическими решениями состоит в том, что ценность изменяется в момент принятия/непринятия стратегических решений в условиях изменения структуры и динамики внешней и внутренней среды компании, так как в этот момент изменяется будущая траектория развития компании, изменяется ее потенциал.

Для принятия обоснованного стратегического решения принципиально важным является взвешивание по ценности рассматриваемых стратегических альтернатив, а значит, использование инструментов, позволяющих адекватно измерять ценность и ее изменение. Существует большое количество моделей измерения ценности. Они достаточно основательно описаны в ряде фундаментальных публикаций по оценке (2,3) и в большом количестве учебников. Оценка компании, вне зависимости от выбранной модели, опирается на анализ и прогнозирование ряда интегральных финансовых показателей, называемых ключевыми факторами (драйверами) ценности, а именно: *темпы роста выручки*, обозначается как «g», *доходность собственного капитала*, (ROE), период конкурентных преимуществ и стоимость привлечения капитала.²

1 В российской литературе термин «value», в основном, трактуется не как «ценность», а как «стоимость». По мнению автора, в данном контексте более адекватным является использования термина «ценность».

2 Управление стоимостью привлечения капитала является отдельной многофакторной задачей и выходит за рамки настоящей статьи. Период конкурентных преимуществ – прогнозируемый период, в течение которого,

Широко известная модель Дюпона (4) позволяет осуществить декомпозицию интегрального показателя ROE на показатели, характеризующие коммерческую политику, эффективность управления активами и финансовую политику, что дает возможность проследить воздействие основных управленческих решений на ценность компании.

$$ROE = ROS \times SOA \times FLM \quad (1)$$

где:

ROS – рентабельность продаж

SOA – оборачиваемость активов

FLM – финансовый левередж

Декомпозиция интегрального показателя, являющегося одним из основных драйверов ценности компании, на показатели, характеризующие коммерческую политику, эффективность управления активами и финансовую политику, позволяет проследить воздействие основных управленческих решений на ценность компании. Таким образом, существует ограниченный набор ключевых факторов (драйверов) ценности, охватывающих все стороны деятельности компании и определяющих ее ценность в финансовом измерении.

Анализ интегральных финансовых показателей и использование их как финансовых ориентиров, позволяет увязать между собой стратегическое позиционирование, выявление, оценку и финансовое моделирование стратегических альтернатив развития компании.

Стратегическое позиционирование компании. В настоящее время многими компаниями, особенно теми, кто обращается к услугам консалтинговых фирм, используется богатый арсенал инструментов анализа рыночных условий и конкурентных позиций компании. Такие известные модели, как: *модель пяти рыночных сил*, *цепочка создания ценности* (М.Портер)(6), матрицы позиционирования (GE(General Electric), BKG (Boston Consulting Group),

компания будет иметь высокие темпы роста и доходность на вложенный капитал превышающий стоимость капитала. По нашему мнению этот фактор (драйвер), будучи очень значимым, является производным от комбинации перечисленных базовых факторов.

Ансоффа), (5), стратегическая канва (Ч. Ким и Р. Моборн)(7) и некоторые другие, стали атрибутом стратегического анализа компаний, старающихся добиться успеха в конкурентной борьбе. К сожалению, зачастую эти инструменты используются формально, не системно. Результаты анализа не увязываются в единую картину и не завершаются измерением прироста ценности компании – интегрального показателя, количественно характеризующего изменение стратегических позиций и потенциала компании. В результате многостраничные отчеты о рыночном положении и перспективах компании не дают возможности руководству компании выявить стратегические альтернативы развития компании, оценить и, сравнить между собой и осуществить экономически обоснованный стратегический выбор.

Основная часть инструментов стратегического позиционирования, основаны на качественных оценках, а такие оценки, во-первых, могут страдать субъективизмом, а во-вторых, множество качественных оценок многоплановы, рядом положены и могут противоречить друг другу. Необходимо сведение и сопоставление качественных оценок с количественными финансовыми ориентирами, отражающими ключевые факторы ценности. Автором, совместно с проф. Лимитовским М.А., разработана матрица «доходность - темпы роста», или «ROE-g», использование которой во взаимосвязи с вышеперечисленными инструментами позволяет проводить комплексную оценку ситуации и вырабатывать стратегические решения, нацеленные на рост ценности компании. На рис.1 показана матрица «доходность - темпы роста». При помощи данной матрицы можно позиционировать как СБЕ (стратегические бизнес единицы) компании, так и компанию в целом по сравнению с отраслью и основными конкурентами.

Преимущество данной матрицы в том, что она позволяет позиционировать компанию и ее бизнес единицы по двум самым главным факторам ценности: темпам роста относительно конкурентов и доходности собственного капитала. Более того, данная матрица позволяет анализировать сочетание этих факторов, их баланс. Вве-

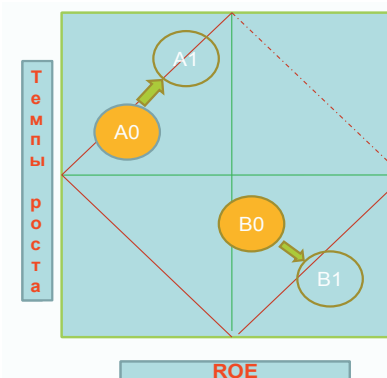


Рис.1. Матрица «доходность - темпы роста»

дение в матрицу дополнительного элемента, который получил условное название «стакан», разделяет каждый из четырех квадратов на две части, что позволяет анализировать и делать выводы о степени рискованности позиций компании или ее бизнес единиц. Попадание компании в зону за пределами «стакана» свидетельствует о повышенном риске, дисбалансе в развитии компании. Наиболее эффективная стратегия – движение вправо и вверх внутри «стакана». Если компания находится выше «стакана» то, с одной стороны, это самая лучшая позиция, но с другой стороны, это ситуация, требующая принятия стратегических решений по использованию благоприятных возможностей, так как в противном случае может произойти, со временем, откат или даже падение влево и вниз. История бизнеса полна такими примерами.

Матрица «доходность - темпы роста» может применяться как для позиционирования компании, так для позиционирования отрасли относительно других отраслей. Более того, матрица «доходность - темпы роста» может использоваться для анализа компании и отрасли с учетом стадии жизненного цикла. Аналогично матрице BCG фазы жизненного цикла начинаются с левого верхнего квадрата и заканчиваются в левом нижнем квадрате.

Матрицу “ROE-g” можно рассматривать как итоговую матрицу

для двух промежуточных: “ROS-SOA” и “ROA-FLM”, при построении которых используется принцип Дюпона.

Комплексная модель стратегического позиционирования компании (Рис.2) представляет собой объединение на одном зрительном поле в логическую цепочку ряда известных инструментов стратегического позиционирования в комплексе с разработанным новым инструментом, что позволяет обозревать целостную картину ситуации, выявлять основные движущие силы и ограничения ценности компании.

Рассмотрим сначала правую часть схемы, где изображен блок диагностики конкурентных позиций компании. Как видно из рисунка, в разработанной модели осуществлена модификация и органическое объединение таких известных инструментов стратегического позиционирования, как: стратегическая канва, цепочка создания ценности и матрица «издержки - дифференциация». Это позволяет провести анализ диспозиции по каждому фактору конкуренции, как по дифференциации, так и по издержкам, а также осуществить интегральную: качественную и количественную оценку конкурентных позиций компании. Количественная оценка конкурентных позиций компании осуществляется посредством использования матрицы «темпы роста - доходность» («ROE-g»), а также и промежуточных матриц “ROS-SOA” и “ROA-FLM”, что позволяет дополнительно оценить влияние факторов, характеризующих коммерческую политику, эффективность управления активами и финансовую политику

Другой блок предлагаемой модели предназначен для анализа и оценки рыночных условий. Общеизвестным инструментом анализа рынка является модель пяти рыночных сил Портера. К сожалению, на практике, ее часто используют формально, не получая реального результата. Самым важным результатом анализа конкурентной структуры отрасли должно быть установление связи между качественной оценкой рыночных сил и их взаимодействия с количественными оценками фактических и прогнозируемых темпов роста и предельной доходностью на вложенный капитал в отрасли.

В предлагаемой модели такая связь прослеживается посредством использования матрицы «доходность - темпы роста» для отрасли, и оценка привлекательности рынка складывается из объединения качественных и количественных результатов анализа отрасли.

В центре комплексной модели стратегического позиционирования компании находится девятиклеточная матрица GE, которая позволяет свести воедино результаты анализа рыночных сил и конкурентных позиций компании и осуществить переход к постановке стратегических целей для компании и (или) ее стратегических бизнес единиц.

Таким образом, комплексная модель стратегического позиционирования позволяет:

- соединить воедино анализ качественных и финансовых стратегических факторов ценности;
- обозревать на одном листе и интегральные позиции, и основные их причины;
- разрабатывать и анализировать стратегические альтернативы развития, как в качественном разрезе, так и в разрезе финансовых стратегических ориентиров.

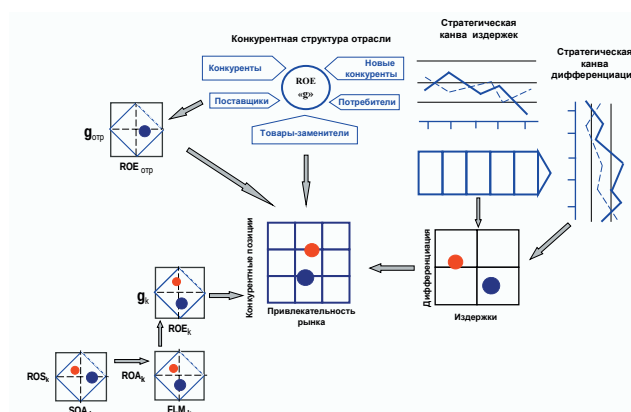


Рис.2. Комплексная модель стратегического позиционирования компании

Источник: авторская разработка

Завершается анализ стратегических позиций финансовой оценкой компании до принятия стратегических решений. На основе результатов позиционирования осуществляется прогнозирование по основным стратегическим ориентирам, исходя из предположения, что деятельность компании в области маркетинговой, операционной, инвестиционной и финансовой политики сохранится на прежнем уровне. Такая оценка позволяет не только получить итоговый результат – абсолютное значение ценности компании, но и провести анализ основных факторов, влияющих на нее.

Выработка стратегии на основе позиционирования. Рассмотрим, как осуществляется выявление и *выбор альтернатив развития компании на основе позиционирования*.

Существует два основных вопроса выбора стратегии:

- Куда направить инвестиции, чтобы ценность компании росла?
- Как вести конкурентную борьбу в выбранных направлениях?

Первый вопрос касается корпоративной стратегии выбора приоритетов инвестирования между бизнес-направлениями, создания или ликвидации бизнес единиц, выбора стратегии фокусирования или диверсификации, горизонтальной или вертикальной интеграции. Второй вопрос касается выбора конкурентной стратегии на уровне стратегических бизнес единиц компании.

Разработка корпоративной портфельной стратегии. Выработка стратегических альтернатив начинается с постановки стратегических целей для компании и для СБЕ. В *комплексной модели стратегического позиционирования компании*, описанной ранее, последовательность и логика диагностики была следующей: от конкретных качественных факторов конкуренции к ключевым финансовым показателям и комплексной оценке ситуации. Логика построения и оценки стратегических альтернатив зеркально противоположна: от постановки общих стратегических целей, вытекающих из результатов диагностики, к стратегическим финансовым ориентирам и созданию (реализации) конкурентных преимуществ. В комплексной модели стратегического позиционирования в центре

находится девятиклеточная матрица GE, где сводятся воедино и сопоставляются результаты качественного и количественного анализа. Поэтому, процесс построения стратегии отталкивается от результатов позиционирования и постановки на первом этапе общих стратегических целей для СБЕ. Стратегические цели определяют направление, в котором менеджмент СБЕ должен следовать в процессе создания ценности.

Универсальными рекомендуемыми стратегическими целями, в зависимости от позиционирования, могут быть: дивестиции, уборка урожая, сохранение позиций, рост, проникновение. Понимая самый общий характер таких целей, и тот факт, что более глубокий анализ причин той или иной ситуации может привести к постановке других целей, тем не менее, начинать формирование стратегических альтернатив целесообразней и удобней всего именно с этой матрицы. Цель зависит от оценки привлекательности рынков и конкурентных преимуществ фирмы. Если фирма работает на перспективном рынке и имеет значительное превосходство перед конкурентами, ей, скорее всего, будет поставлена цель ускорения роста; если же привлекательность рынка ограничена или компания не имеет перспектив по завоеванию конкурентных преимуществ, то она будет нацелена на дивестиции или уборку урожая.

Использование в динамике матрицы GE в сочетании с матрицами Ансоффа и ВКГ позволяет создавать сбалансированный производственный портфель.

Формирование стратегических финансовых ориентиров. На втором этапе построения стратегии, ориентированной на ценность, происходит конкретизация общих целей и выявления возможных альтернативных способов их достижения. Покажем процесс выработки стратегических альтернатив на примере некой компании, в составе которой имеются две стратегические бизнес единицы. Как видно на рис.1, бизнес единица «В» имеет более высокую доходность, чем аналогичные компании-конкуренты, но отстает по темпам роста. Динамика изменения позиций данного подразделения показывает, что, несмотря на высокую доходность, позиции его

становятся более рискованными. Должны рассматриваться альтернативные варианты движения СБЕ внутрь «стакана». Другая бизнес-единица «А», наоборот, демонстрирует высокие темпы роста, но показатель ROE низкий, очевидно СБЕ находится в стадии роста, движется в зоне риска. В данном случае также стоит дилемма выбора стратегических приоритетов развития.

Как видим, анализ с использованием матрицы «ROE-g» позволяет:

- перевести постановку целей из качественных в количественные,
- увидеть проблемы, требующие компромиссных решений,
- формировать стратегические альтернативы развития,
- планировать посредством стратегических финансовых ориентиров, определяющих ценность компании
- осуществлять декомпозицию планируемых стратегических ориентиров используя промежуточные матрицы “ROA-FLM” “SOA-ROS”.

Дилемма выбора приоритетов и способов достижения роста ценности хорошо видна на схеме: «Стратегические ориентиры роста ценности» (Рис.3). Основные движущие факторы роста ценности: повышение эффективности деятельности компании, приводящее к росту ROE, и увеличение темпов роста компании. Причем эти две цели в определенной мере могут противоречить друг другу и вступать между собой в конфликт. При выборе альтернатив одно из направлений определяется как приоритетное, тогда другое направление выступает как ограничение. Выбор зависит от результатов позиционирования, стадии жизненного цикла, ресурсов компании, целей руководства компании и т.д. Если поставлена приоритетная задача повышения эффективности, то она может достигаться за счет снижения издержек, повышения рентабельности продаж,

повышения эффективности использования активов, продажи часть неэффективных активов, осуществления эффективной финансовой политики. В результате будет расти ROE. Или, наоборот, определяется как главная цель увеличения темпов роста продаж за



Рис. 3. Стратегические ориентиры роста ценности

счет улучшения маркетинговой политики и концентрации ресурсов на захвате целевой доли рынка. В любом из этих решений присутствует *компромисс*. Выработка стратегии это поиск оптимальных компромиссных решений.

Разработка конкурентной стратегии. Стратегические цели и направления деятельности, сформированные при разработке портфельной стратегии, реализуются посредством создания *конкурентной стратегии*. Два основных типа конкурентных преимуществ (дифференциация и низкие издержки) в сочетании с той сферой деятельности, в которой компания пытается добиться этих преимуществ, позволяют ей выработать конкурентные стратегии, с помощью которых можно добиться уровня эффективности, превышающего средние показатели в индустрии. В *комплексной модели стратегического позиционирования* можно проследить связь между стратегическими финансовыми ориентирами и основными факторами конкуренции на стратегической канве отдельно по дифференциации и по издержкам. Выработка конкурентной стратегии

с использованием этих инструментов осуществляется посредством определения тех факторов конкуренции, по которым следует повысить уровень предложения и тех, по которым можно уменьшить уровень предложения, снизив издержки. Более эффективные стратегии вырабатываются в том случае, когда компания упраздняет факторы, по которым идет конкуренция в отрасли, существенно снижая, издержки, а также создает и развивает те факторы, которые эта отрасль никогда не предлагала. Таким образом, компания уходит от необходимости делать выбор между дифференциацией и издержками, а предлагает дифференцированный продукт с одновременным снижением издержек по сравнению с конкурентами.

Таким образом, использование предложенной в настоящей статье комплексной модели стратегического позиционирования компании позволяет увязать в единый итеративный алгоритм весь процесс формирования стратегии компании: стратегическую диагностику, постановку общих стратегических целей, разработку мер по достижению конкурентных преимуществ, определение финансовых ориентиров, оценку и финансовое моделирование альтернатив развития компании.

Список использованной литературы:

1. Паламарчук В.П.. «Оценка компании для принятия стратегических решений» – М.: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2009
2. Домодаран А. «Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов» - М., Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с. – ISBN 5-9614-0024-7
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 2005.- 576 с. ISBN 5-901028-98-8.
4. Роберт С. Хиггинс «Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений» М., Издательский дом Вильямс, 2007. – 464 с. ISBN 978-5-8459-1207-7.
5. Томпсон А. А. Стратегический менеджмент. Искусство раз-

работки и реализации стратегии / А. А. Томпсон, А.Дж. Стрикленд. - М. : Издательское объединение «ЮНИТИ», 1998. – 576с. – ISBN 0-85173-059-5

6. Майкл Е. Портер. Конкурентное преимущество. Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость./ -М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 45п.л.- ISBN 5-9614-0182-0

7. Чан Ким У. Стратегия голубого океана. Как создать свободную рыночную нишу и перестать бояться конкурентов / У. Чан Ким, Р. Моборн. - М. : Издательство «НПРРО», 2005. -272с. - ISBN 1-59139-619-0

8. Бухвалов А. В. Классика теории корпоративного управления. Вестник Санкт-Петербургского университета Сер. 8. Вып. 4 (№32): 99-117.