

ЭВОЛЮЦИЯ ГИБКОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ В ПРОЦЕССЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ

Гибкое развитие любого предприятия на рынке подразумевает некую эволюцию, а, как известно, любая эволюция представляет собой развитие какого-либо явления или процесса, осуществляющееся в результате постепенных непрерывных изменений, переходящих одно в другое без скачков и перерывов. Процесс капитализации компании на рынке также представляет собой серию непрерывных, последовательных преобразований, направленных на трансформацию менеджмента от принципов управления предприятием на основе максимизации денежного потока к принципам управления рыночной стоимостью (капитализацией). В рамках данных преобразований изменяется базис восприятия и развития стоимости, так как осуществляется переход от стоимости в использовании к стоимости для обмена. При этом происходит и изменение источников финансирования операций компании. Продвигаясь по лестнице эволюции капитализации, компании заменяют внутреннее финансирование внешним, последовательно смещаясь в область привлечения внешних капиталов на открытом рынке. Кроме того, нельзя не отметить, что наряду с изменением вышеуказанных категорий, происходят изменения и в структуре акционерной собственности. Так, на первых этапах развития происходит последовательная консолидация акционерной собственности, как правило, в рамках небольшого круга заинтересованных лиц. В последующем, на завершающих этапах, осуществляется отчуждение определенного пакета акций в пользу стратегических инвесторов и/или путем продажи на открытом рынке.

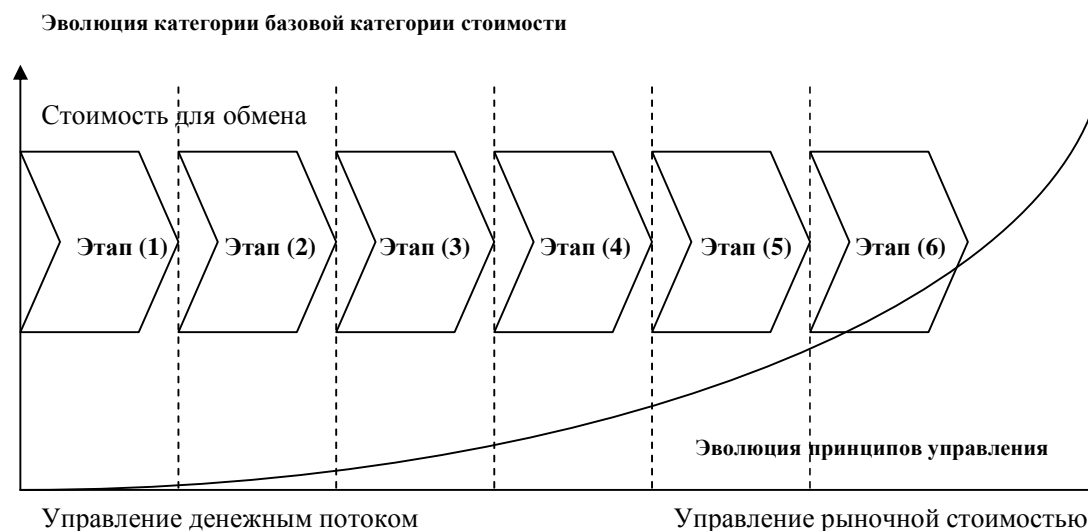


Рис. 14 Этапы эволюции капитализации компании на рынке

Как показывает представленный рисунок, весь процесс гибкого развития предприятия можно отразить в виде капитализации компаний на рынке и разбить на следующие этапы:

1. этап «вне рынка»;
2. этап «у рынка»;
3. этап закрепления на рынке;
4. этап продвижения на рынке;
5. этап развития на рынке;
6. этап максимизации роста.

При этом на каждом из этапов компании преследуют достижение тех или иных тактических и стратегических целей. Очевидно, что данное представление развития предприятия является модельным, т.е. в повседневной жизни те или иные выделенные ступени эволюции могут быть совмещены либо пропущены, вместе с тем, подробное изучение этапов гибкого развития на базе строительства капитализации компании является необходимым, так как дает непосредственное представление об особенностях функционирования корпораций и их отношении к рынкам капиталов на различных временных интервалах.

1. Вне рынка

На первоначальном этапе «вне рынка» компания в силу своих размеров и/или структуры бизнеса еще не готова и не заинтересована управлять капитализацией на рынке. Кроме того, как правило, у руководства компании отсутствует опыт работы с финансовыми активами и капиталом в целом. На данном этапе развития корпорации имеют либо ограниченное количество акций, обращающихся на рынке, либо не имеют таковых вовсе. Ценные бумаги предприятия, даже будучи представлены на рынке, непривлекательны для инвесторов по причине низкой прозрачности компании и отсутствия их конкурентного предложения на финансовом рынке. Все вышеперечисленное, в конечном счете, выражается в ограниченной ликвидности акционерного капитала.

В рамках данной ступени развития, управление компанией основано преимущественно на управлении денежными потоками. При этом нередки и корпоративные конфликты между менеджментом и различными группами акционеров. В виду незавершенности процессов консолидирования собственности, руководство корпорации может преследовать сиюминутные выгоды в ущерб осуществлению долгосрочных стратегических преобразований.

Вместе с тем, компании, акционерная собственность которых сосредоточилась в руках долгосрочных собственников, осуществляют активные процессы укрупнения бизнеса. Целью при этом провозглашается приращение стоимости бизнеса, классифицируемой как «стоимость в использовании». Финансирование развития корпорации осуществляется закрытым внутренним способом и представляется в основном или контролирующими акционерами или за счет кредитов дружественных банков. При этом, компании практически не выплачивают дивиденды, а

прибыль, либо перераспределяется в пользу контролирующих акционеров как правило через систему аффилированных лиц, либо реинвестируется.

В качестве примера компании, находящейся на данном этапе развития, можно привести компанию ОАО «Белон». В состав группы «Белон» входит угольный трейдер ОАО «Белон», коммерческий банк «Белон», инвестиционная компания «ИКСИ», ОАО «ПО «Сибирь-Уголь».

Размер уставного капитала компании равен 10 млн. руб. Компания единожды выплатила дивиденды по итогам 2003 года. Общая сумма дивидендов составила 15 млн. руб., что составило не более 2% от заработанной прибыли. Согласно заявлению менеджмента, рассматриваемая компания планирует к 2007 году выйти на фондовый рынок и достичь капитализации в размере около 400 млн. долл. При этом руководство ОАО «Белон» к 2007 году планирует увеличить объем продаж группы в 2 раза до уровня не менее 500 млн. долл., при этом полагается, что прибыль составит не менее 70 млн. долл. С учетом вышеизложенного, целевой показатель $Мср/Sales$ будет равен порядка $X0,15$, а показатель Прибыль/ $Sales$ около $X0,17$, что значительно ниже среднеотраслевых показателей.

2. У рынка

Второй этап эволюции - «у рынка» - характеризует уже выходящие на принципы внешнего открытого финансирования компании, которые прошли ряд этапов укрупнения бизнеса, однако дальнейшее их развитие требует новых ресурсов сторонних инвесторов. В виду ряда особенностей структуры бизнеса и собственности такие компании все еще не готовы и не заинтересованы управлять капитализацией на рынке. Так, компании осуществляют консолидацию пакетов на отдельных центрах собственности, проводят дополнительные эмиссии и/или осуществляют выкупы акций у миноритарных акционеров. Подобные корпоративные мероприятия нередко сопряжены с корпоративными конфликтами.

Основной стратегической целью таких компаний выступает работа по управлению инвестиционной стоимостью бизнеса путем увеличения размеров и оптимизации структуры компании и имеющихся издержек. Во время прохождения данного цикла компании, как правило, выбирают форму организационной структуры (вертикальная, горизонтальная, матричная интеграция и т.д.), оптимизируют внутрикорпоративную культуру, а также увеличивают объем денежных потоков под управлением.

Кроме того, как правило, данные компании ориентированы на работу по выделению непрофильных активов и структурированию собственности холдинга. Интенсивное развитие бизнеса путем привлечения долгосрочных финансовых ресурсов сторонних банков дает начало становлению информационной открытости для отдельных инвесторов и заинтересованных лиц.

Вместе с тем, привлекательность компании для инвесторов на данном этапе все еще ослаблена. При этом возможен ограниченный объем, как правило, внебиржевых торгов. Но, все же на данном этапе не исключена организация небольшого объема «частного размещения» капитала,

используемого в большинстве случаев для перераспределения долей среди стратегических инвесторов.

В качестве примера компании, находящейся на данном этапе развития можно привести ОАО «Седьмой континент», которое 15 ноября 2004г. начало первичное публичное размещение акций (IPO). Всего планировалось разместить до 8415573 обыкновенных именных бездокументарных акций компании нового выпуска. Цена одной обыкновенной акции компании, утвержденная советом директоров для целей реализации преимущественного права акционерами компании, составила 265 руб. Размещение акций проводилось в середине ноября 2004 года на РТС. Целью первичного размещения выступал процесс по усилению лидирующих позиций компании на рынке своей отрасли и, кроме того, привлечение значительных финансовых ресурсов на развитие компании.

Несмотря на высокую цену IPO, примерно на 20% превышающую расчетную стоимость компании, вся эмиссия была успешно размещена, в ходе размещения было подано 14 заявок, и спрос даже превысил предложение. По всей видимости, акции выкупили сам андеррайтер и привлеченные им портфельные инвесторы. Судя по тому, что эмитент еще до размещения объявил фиксированную цену продажи акций, а не ценовой диапазон, в отличие, например, от IPO ОАО «Калина» круг покупателей был известен эмитенту заранее.

Существуют серьезные сомнения на счет того, что первоначально вторичный рынок акций «Седьмого континента» будет ликвидным. Во-первых, компания переоценена: показатель EV/Выручка (составивший 1,26) на 14% превышает аналогичный средний показатель по ритейловым компаниям развивающихся стран, а EV/EBITDA (равный 15,4) на 28% выше среднего показателя по аналогам emerging markets. Во-вторых, у компании небольшой free float (капитализация 8 млн. акций, находящихся в свободном обращении, составляет всего 12,5% от капитализации компании). В-третьих, компания недостаточно прозрачна, ее отчетность в МСФО до сих пор доступна только ограниченному кругу инвестиционных банков.

В то же время удачное размещение акций может радикально изменить финансовую политику эмитента в дальнейшем. Ранее «Седьмой континент» привлекал средства на развитие, выпуская облигации. По всей видимости компания решила, что этот ресурс себя исчерпал и выходя на IPO, она хочет заменить этот источник привлечения средств. Конкретная же цель публичного размещения акций - это привлечение средств на открытие новых магазинов. На момент первого сообщения о выходе «Седьмого континента» на IPO его торговая сеть в Москве насчитывала 57 магазинов, в то время как у основного конкурента - сети «Перекресток» их было 75. Именно тогда руководство «Седьмого континента» заявило, что намерено открыть еще 20 магазинов, чтобы превзойти основного конкурента в столице. По мнению ряда аналитиков, первое успешное размещение акций крупной российской розничной сети будет стимулировать других крупных эмитентов этой же отрасли к финансированию своих проектов за счет выпуска акций.

3. Закрепление на рынке

На третьем этапе - «закрепление на рынке» - компании, как правило, уже заканчивают основные этапы укрупнения и структурирования бизнеса. Целью данного этапа выступает создание относительно устойчивой позиции на открытых рынках капиталов, развитие публичной кредитной истории, укрепление инвестиционного бренда. Необходимость привлечения долгосрочных финансовых ресурсов с целью рефинансирования ранее привлеченных сторонних кредитов и создания финансовой базы для дальнейшего развития (необходимость обширных программ реконструкции; вертикальная интеграция и т.п.) ставят вопрос о возможности использования не только финансовых средств сторонних банков, но и инструментов открытого рынка.

В данный период компания может также рассматриваться иными крупными организациями в качестве партнера для слияния или объекта для приобретения. Последнее не может не исключать отдельных всплесков спекулятивного спроса в отношении акций данной корпорации.

На этом этапе компании потенциально готовы и способны развивать капитализацию своего капитала на финансовом рынке страны.

Вместе с тем, основным элементом стратегии выступает процесс управления внутренней, инвестиционной, стоимостью на базе повышения эффективности бизнеса. Рассматриваемый этап эволюции предполагает возможное обращение долговых ценных бумаг (среднесрочных облигаций, векселей), сопровождаемое общим развитием прозрачности бизнеса. Акции отдельных предприятий холдинга имеют ограниченный биржевой и внебиржевой оборот. Не исключены спекулятивные разогревы рынка. Менеджмент компании может совершать отдельные биржевые и внебиржевые операции с акциями предприятий группы с целью дополнительной консолидации пакетов недавно приобретенных предприятий холдинга. Возможны значительные внебиржевые сделки с акциями, связанные с завершением формирования холдинговой структуры.

В качестве примера стратегии компании, находящейся на данном этапе можно привести металлургический конгломерат «ЕвразХолдинг».

В 2002-2003гг. «ЕвразХолдинг» провел реорганизацию управления своими предприятиями, создав управленческую компанию ООО «ЕвразХолдинг» (управляет предприятиями холдинга), а также собственную финансовую компанию – «Финансовая компания ЕвразХолдинг» и инвестструктуру – ООО «Сибметинвест». В рамках этой реорганизации, а также в процессе создания единой финансовой отчетности холдинг реорганизовал и структуру собственности.

Ранее принадлежавшие нескольким оффшорным компаниям акции НТМК и ЗСМК были выведены на баланс созданной в 2003г. кипрской Masterkroft. Ей сейчас принадлежит 74,2% акций НТМК и 74,9% акций ЗСМК. Кроме того, Masterkroft принадлежит также 50% долей ООО «Сибметинвест» (управляет всеми этими активами ООО «ЕвразХолдинг»).

Целью данного процесса было структурирование и раскрытие собственности двух наиболее ликвидных металлургических активов, под которые осуществляется привлечение инвестиций. Кроме того, в конце 2003 года «ЕвразХолдинг» выпустил евробонды на сумму в \$175 млн. под активы НТМК и ЗСМК.

4. Продвижение на рынке

Целью четвертого этапа эволюции – «продвижение на рынке» - выступает дальнейшее развитие истории компании на рынке путем использования новых инструментов финансирования, а также налаживания отношений с новыми категориями инвесторов. На данном этапе руководство компании строит капитализацию предприятия на рынке, а также оценивает возможности компании на международных рынках.

В качестве примера компании, находящейся на данном этапе можно представить стратегию продвижения компании «Стальная группа Мечел», занятой в области металлургического производства.

В период с 2003 по 2004 год на рассматриваемой компании было отмечено укрупнение бизнеса и значительный рост денежных потоков. В течении 2004 года компания продолжала наращивать свои производственные мощности, а также осуществляла реконструкцию существующих мощностей.

Акции компании были допущены к обращению на Фондовой бирже РТС с 30 декабря 2003 года. Значение капитализации, рассчитанное по данным РТС на 31 марта 2004 г., составило \$85 210 621,64. В апреле 2004 года ОАО «Стальная группа «Мечел» разместила трехлетние облигации на 2 млрд. руб. Осенью 2004 года состоялся вывод акций предприятия по программе ADR на американский фондовый рынок. Таким образом, за достаточно короткий промежуток времени корпорацией были пройдены последовательно ряд этапов – от этапа становления на рынке, до этапа развития на рынке.

5. Этап развития на рынке

В качестве основной цели пятого этапа - «этапа развития на рынке» - выступает окончательный выход компании на западные рынки, как способа привлечения значительных объемов наиболее дешевых финансовых ресурсов. Основным инструментом выхода компании можно считать внедрение программы ADR первого и второго уровней. Следует отметить, что активная работа на западных рынках заставляет компании идти на беспрецедентное раскрытие информации об акционерах. При этом, компания должна соответствовать ряду жестких критериев, предъявляемых инвестиционным сообществом. В качестве требований к компаниям, находящимся данном этапе можно выделить:

- требование максимальной понятности структуры собственности компании для потенциальных инвесторов (например, перерегистрировав компанию, убрать из числа акционеров офшоры);

- требование ведения финансовую отчетность по международным стандартам и пользование услугам международных аудиторских компаний в течение нескольких лет подряд;

- наличие доступа к торгам на российском рынке капиталов. Это требование появилось по инициативе Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России (ФКЦБ, теперь ФСФР);

В качестве примера можно отметить упомянутое ранее ОАО «Стальная группа «Мечел». Как было отмечено, выходу на американский фондовый рынок данного предприятия предшествовал ряд этапов, которые были успешно пройдены к концу 2004 года.

6. Этап максимизации роста

Целью заключительного шестого этапа - «этапа максимизации роста»- выступает максимизация капитализации компании на основе не только развития внутренней стоимости бизнеса, но и осуществления операций на открытом рынке, размещения новых выпусков ценных бумаг на российских и западных площадках, в том числе в виде ADR 3-го уровня, глобальных депозитарных расписок, а также на основе структурирования долгосрочной дивидендной политики, поддержания прозрачности бизнеса и т.п.

Следует отметить, что самые жесткие требования к компаниям, находящимся на данном этапе своего развития. Так, в рамках реализации выпуска ADR 3-го уровня, компания должна три последних года вести свою финансовую отчетность по международным стандартам и заверять ее у западных аудиторов. Кроме того, требуются заключения двух западных юридических компаний: они должны удостоверить, что у компании нет неурегулированных судебных споров. После размещения ADR 3-го уровня компании придется регулярно раскрывать информацию перед SEC и неукоснительно выполнять требования законодательства США по защите прав миноритарных акционеров, что может осложнить получение крупных кредитов, покупку других фирм и прочие важные сделки. Генеральные директора компаний, разместивших ADR 3-го уровня, лично отвечают за достоверность финансовой отчетности, представленной на утверждение в SEC, а в случае возникновения форс-мажорных обстоятельств (например, банкротства компании) могут нести и уголовную ответственность.

Нельзя не отметить, что программы ADR 3-го уровня были успешно реализованы и такими российскими компаниями, как «МТС», «Вымпелком» и «Вимм-Билль-Данн».

Таким образом, представленные этапы гибкого развития, основанные на эволюционном подходе к управлению капитализацией компаний, позволяют по установленным факторам определить место той или иной организации на рынке, определить приоритеты развития компании, а также отобрать приемлемые инструменты дальнейшей капитализации, как основы гибкого развития любого предприятия. Данная модель эволюционного развития полезна не только для разработки стратегии внедрения управления гибкостью на базе стоимости, но и обеспечения постановки уровня контроля

за рисками, стратегической неопределенностью и критическими факторами эффективности повышения капитализации компании.

Литература

1. Маршалл А. Принципы политической экономии. Т.1-3. – М.: Прогресс, 1993.
2. Портер М. Конкуренция. Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2000. – С. 15-16.
3. Портер М. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
4. Портер М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
5. Моисеева Н.К., Анискин Ю.П. Современное предприятие: конкурентоспособность, маркетинг, обновление. – М.: Внешторгиздат, 1993. – С. 113, 114.