

Теоретические основания методики анализа высокоэффективных компаний в долгосрочном периоде

© 2012 М.А. Лайкова

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

E-mail: maria.laikova@gmail.com

Проведен критический анализ работ, посвященных устойчивой высокой эффективности бизнеса в долгосрочном периоде, определены ограничения существующих методик анализа высокоэффективных компаний. Данная статья первая из планируемой серии публикаций по теме. Дальнейшие исследования: разработка авторской методики выявления и анализа высокоэффективных компаний, эмпирическая проверка методики.

Ключевые слова: долгосрочная эффективность, устойчивый рост, стратегия компаний, финансовые показатели, создание стоимости.

Введение

В периоды экономического кризиса вопросы устойчивости финансовых показателей компаний особенно актуальны как для менеджмента, так и для акционеров и потенциальных инвесторов¹. Исследование моделей развития высокоэффективного бизнеса, с одной стороны, позволяет определить лучшие практики для долгосрочной стратегии фирмы и факторы, способствующие успешному росту, с другой стороны, дает возможность объективно оценить текущее положение компании и сформировать реалистичные ожидания относительно ее ближайшего будущего.

В рамках настоящей работы сформулированы теоретические предпосылки для разработки единой методики выявления и анализа эффективных компаний.

1. Понятие устойчивой высокой эффективности бизнеса

Понятие высокоэффективной компании, или компании, отличающейся высокими финансовыми результатами в долгосрочном периоде², в настоящий момент не имеет устоявшегося определения.

Так, в интерпретации австрийской экономической школы высокие финансовые результаты компаний рассматриваются как превышение прибыли над неким “нормальным” значением, соответствующим моделям рыночного равновесия. Представители Гарвардской школы бизнеса, в частности, М. Портер, определяют высокую эффективность бизнеса более широко - как сохранение высокого уровня прибыльности в течение длительного времени.

Общее понятие устойчивой высокой эффективности таково: высокоэффективными являются компании, которые показывают финансовые результаты выше уровня, установленного внутри

выборки (отрасли, сектора экономики), и сохраняют их в течение длительного периода времени. При этом точные количественные параметры для определения успешного бизнеса могут варьироваться в зависимости от целей исследования.

2. Классификация исследований, посвященных высокоэффективным компаниям

Работы, посвященные различным аспектам высокой эффективности бизнеса в долгосрочном периоде, можно разделить на три группы:

- *работы по теории конкуренции* - теоретические исследования, в рамках которых рассматривается влияние различных качественных факторов на долгосрочную эффективность бизнеса, а также анализируются условия, способствующие или препятствующие компаниям сохранять конкурентные преимущества в течение длительного времени;

- *академические эмпирические исследования* - работы, которые подтверждают сам факт существования долгосрочной эффективности и в которых также проверяются гипотезы относительно степени влияния отдельных качественных факторов (например, принадлежность к определенной отрасли, качество менеджмента и др.) на успех компании;

- *эмпирические исследования для “практиков бизнеса”* - исследования, ориентированные на систематизацию и анализ примеров из опыта отдельных компаний-лидеров, позволяющие оценить, каким образом на практике реализуются конкурентные преимущества, а также сформулировать гипотезы относительно сочетаемости этих факторов (т.е. гипотезы о возможных моделях развития успешных компаний).

Классификация и обзор исследований, принадлежащих к каждой из трех групп, позволяют сделать следующие выводы:

1) как теоретические, так и эмпирические исследования высокой эффективности бизнеса недостаточно полно раскрывают вопросы, связанные с количественными характеристиками данного явления, - большинство работ посвящено либо фундаментальному анализу условий возникновения успешных компаний, либо “факторам успеха” и качественным характеристикам их стратегии³;

2) в настоящее время отсутствует единая методика выявления высокоэффективных компаний и анализа количественных параметров данного явления.

3. Критический анализ основных академических работ, посвященных устойчивой высокой эффективности бизнеса

В рамках данного исследования рассмотрены основные работы, посвященные подходам к выявлению высокоэффективных компаний. Анализ ограничений существующих подходов позволит сформулировать предпосылки и разработать аналитические инструменты, необходимые для создания единой методики выявления наиболее успешных фирм.

Новейшие исследования в данной области посвящены анализу различных моделей устойчивого роста компаний. Так, для целей формирования методики анализа интересен вывод Р. Аренда (2009)⁴ о том, что “стартовой точкой” развития большинства высокоэффективных компаний были позиции ниже среднерыночного уровня. Это означает, что при первичной стратификации компаний по группам в зависимости от их финансовых результатов следует особо выделять не только лидеров, но также наиболее слабых представителей выборки, чтобы затем проследить динамику их роста. Исследование С. Келлера и К. Прайса (2011)⁵ доказывает прямую связь между высокими финансовыми результатами **крупных компаний** в долгосрочном периоде и различными комбинациями качественных факторов. Выявленные авторами устойчивые комбинации качественных факторов (модели развития) могут быть применены для проверки гипотезы об их влиянии на **достижение компаниями высокой эффективности** в долгосрочном периоде. Кроме того, предложенный авторами подход к систематизации “факторов успеха” может быть использован при разработке авторской методики анализа компаний-лидеров.

С точки зрения статистических инструментов выявления высокоэффективных компаний особенно интересны результаты работ Дж. Дева-на, М. Клусаса и Т. Руфли (2007)⁶ и Т. Руфли и Р. Виггинса (2002)⁷. В этих исследованиях для

определения компаний с устойчиво высокими финансовыми показателями впервые вместо регрессионного и кластерного анализа использовалась адаптированная процедура на основе теста Колмогорова - Смирнова. Данный метод непараметрического анализа позволил получить более точные результаты отбора компаний. В итоге был эмпирически **подтвержден факт существования компаний, способных на протяжении длительного времени сохранять финансовые результаты, статистически значимо** превышающие средний уровень внутри отрасли. Кроме того, авторы доказали, что масштаб распространения данного явления крайне мал - не более 3 % компаний (в зависимости от отрасли) способны поддерживать высокую эффективность в долгосрочном периоде.

Следует отметить, что в качестве признаков для отбора успешных компаний в указанных исследованиях были использованы как **операционные** (отдача на инвестиции (ROIC) и отдача на активы (ROA)), так и **“смешанные”** (соотношение рыночной и балансовой стоимости (Market-to-book ratio)) **финансовые показатели эффективности бизнеса**.

В работе Т. Бриана и П. Аслингер (2004)⁸ также сделан акцент на качественные факторы долгосрочной эффективности и отраслевую специфику успешных компаний. Однако в данном случае интерес представляют **финансовые показатели**, использованные авторами для отбора компаний-лидеров. В исследовании применяется сочетание **операционных** (темпы роста выручки и “спрэд доходности”) и **рыночных** (совокупный доход акционеров (TRS)) **показателей эффективности**. При этом первичный отбор потенциальных компаний-лидеров проводился исключительно на основании рыночного показателя TRS, что означает, что авторы исходили из предположения о полной объективности оценки рынка.

Оценка влияния темпов роста выручки и отдачи на инвестированный капитал (ROIC) на создание внутренней стоимости компании была проведена в исследовании Б. Као, Б. Джанга и Т. Коллера (2006)⁹. С точки зрения исследования характеристик высокоэффективных компаний указанная работа интересна по двум причинам. Во-первых, авторы выявили закономерности в динамике ROIC крупных компаний, что косвенно подтверждает предположение о существовании ряда **финансовых параметров**, позволяющих выявить наиболее устойчивые компании. Во-вторых, в работе обозначена проблема соблюдения баланса между финансовыми показателями темпов роста выручки и отдачи на ин-

Сравнительный анализ эмпирических исследований, посвященных специфике высокоэффективных компаний*

Название работы и год публикации	Вопрос исследования	Объект исследования	Объем выборки	Период и критерий эффективности	Основные результаты
The elusive goal of corporate outperformance (2007)	Стратегия эффективных компаний	Крупнейшие мировые компании	1077 компаний	11 лет SAGR и ROE или EBIT margin	Лидеры по двум критериям - < 1 % Лидеры хотя бы по одному критерию - < 12,8 %
The granularity of growth (2009)	Источники роста эффективных компаний		100 компаний	Два периода по 10 лет TRS и SAGR	Менее 25 % сохранили высокие финансовые результаты в течение двух экономических циклов
Balancing ROIC and growth to build value (2006)	Соотношение отдачи на инвестиции и роста компаний	Крупнейшие американские компании	500 компаний	Четыре периода по 10 лет SAGR и ROIC	Вклад SAGR в рост внутренней стоимости менее значим, чем ROIC
The do-or die struggle for growth (2005)	Источники роста крупнейших компаний	Крупнейшие американские компании	102 компании	Два периода по 10 лет TRS и SAGR	Менее 20 % компаний могли удерживать высокие финансовые результаты в течение двух экономических циклов
Redefining high performance (2004)	Стратегия эффективных компаний		N/A	Периоды по 3,5 и 7 лет TRS и SAGR и "спрал доходности", т.е. (ROIC-WACC)	18 % компаний сохраняли эффективность в течение семи лет

* Ячейки, выделенные серым цветом: исследование проводилось на уровне мирового рынка.

вестиции с целью поддержания высокой эффективности в долгосрочном периоде. Следовательно, для выявления успешных компаний также необходимо использовать показатели, отражающие их способность балансировать рост и доходность бизнеса.

Таким образом, эмпирические исследования подтверждают существование компаний, способных в течение длительного периода сохранять высокие финансовые результаты. Вместе с тем очевидны различия в характеристиках высокоэффективного бизнеса, применяемых авторами - в частности, в определении финансовых показателей, позволяющих выявить лидеров, а также в продолжительности периода, на протяжении которого должны сохраняться высокие значения этих показателей.

Примеры некоторых других работ по теме представлены в таблице.

4. Ограничения существующих методик анализа устойчивой высокой эффективности бизнеса и предпосылки для разработки авторской методики

Сравнительный анализ исследований в данной области позволил выявить основные ограничения существующих методик анализа успешных компаний:

- 1) отсутствие четких условий выбора временных рамок ("горизонта") эффективности;
- 2) отсутствие системности в выборе финансовых показателей, характеризующих высокоэффективные компании;
- 3) применение при отборе компаний параметрических методов анализа, увеличивающих риск потери наблюдений с экстремально высокими значениями, являющихся предметом анализа.

В результате можно сформулировать следующую систему предпосылок и требований к методике исследования высокоэффективных компаний:

- продолжительность периода, необходимого для оценки устойчивости высоких финансовых результатов, требует обоснования с учетом макроэкономического контекста деятельности фирм;
- набор финансовых показателей, характеризующих успешные компании, должен быть уточнен, приоритетным здесь является вопрос о сочетании при отборе операционных и рыночных показателей эффективности;
- характер распределения значений показателей эффективности играет важную роль в процессе выявления компаний-лидеров - распределение значений финансовых показателей, отлич-

ное от нормального, требует адаптации статистических процедур отбора успешных компаний.

Следовательно, необходима методика, соответствующая указанным требованиям и позволяющая установить более точный набор характеристик высокоэффективного бизнеса.

5. Анализ признаков устойчивой высокой эффективности бизнеса

При обобщении результатов предшествующих работ можно выделить три признака успешности бизнеса, используемых одновременно или в различных комбинациях:

1) высокие финансовые результаты - высокоэффективным компаниям удается поддерживать значения определенных финансовых показателей выше критического уровня;

2) устойчивость - сильнейшие компании успешно преодолевают временной порог эффективности (установленный в рамках исследования период), сохраняя лидирующие позиции по указанным параметрам;

3) создание стоимости - данные компании являются лидерами также с точки зрения создания стоимости для акционеров по сравнению со своими конкурентами (имеются в виду как внутренняя стоимость бизнеса, так и стоимость, определенная исключительно на основе рыночных показателей).

Каждый из трех указанных признаков обладает внутренними противоречиями, которые необходимо учесть при разработке методики анализа успешных компаний.

Высокие финансовые результаты. Во-первых, при отборе компаний-лидеров могут возникать неточности в силу действия так называемого “эффекта нимба” (halo effect). Специфика явления заключается в том, что на основании набора внешних признаков человек склонен делать выводы о внутренних качествах рассматриваемого объекта. Согласно некоторым исследованиям, аналогичные процессы происходят при изучении компаний с высокими финансовыми результатами¹⁰. Снизить риск влияния данного эффекта возможно с помощью включения дополнительных критериев в процедуру отбора компаний-лидеров и использования объективных статистических процедур отбора.

Что же касается самого принципа поддержания финансовых показателей выше определенного уровня, то здесь затруднения могут возникнуть при установлении “пороговой величины”. Использование методов параметрического анализа (средних, медиан, квантилей распределения и т.д.) может привести к искажению результатов, поскольку указанные методы опира-

ются на предпосылку о нормальном распределении величин внутри анализируемой выборки. В случае же с высокоэффективными компаниями распределение, как правило, не является нормальным. Доказать статистически значимое превышение финансовых результатов отдельных компаний над значениями для всей остальной выборки возможно с помощью непараметрических методов.

Устойчивость. Во-вторых, в настоящий момент отсутствуют четкие правила выбора периода, на протяжении которого компания должна сохранять высокие финансовые результаты, чтобы подтвердить свою эффективность. Так, в некоторых случаях длина периода приравнивается к семи годам, что объясняется “средней продолжительностью цикла экономической активности у компаний, входящих в список S&P500”. В других интерпретациях период анализа составляет десять или одиннадцать лет; по мнению авторов, это соответствует протяженности макроэкономического цикла.

В целом, выбор такого периода ослабляет влияние краткосрочных изменений деловой активности и одновременно позволяет оценить успехи компании на протяжении длинного временного отрезка, обеспечивая при этом единый макроэкономический контекст для всех рассматриваемых компаний. Это снижает вероятность попадания в выборку случайных наблюдений.

Однако предположение о фиксированной продолжительности экономического цикла (7, 10 или 11 лет) не вполне корректно. Продолжительность экономических циклов может существенно различаться: например, исследование динамики ВВП США показало, что продолжительность периодов, в течение которых наблюдался спад, а затем рост деловой активности, составляла в разное время от 28 до 117 мес.¹¹ Кроме того, границы циклов должны быть четко привязаны к календарным датам (как правило, берется период между двумя спадами экономики).

Создание стоимости. В-третьих, можно сказать, что если предыдущие признаки отражают внутреннюю эффективность компании, то третий признак в большей степени ориентирован на эффективность “внешнюю”, т.е. на способность компании создавать рыночную стоимость. Значения внутренней и рыночной стоимости бизнеса, согласно теории корпоративных финансов, должны быть близки в долгосрочном периоде при условии эффективности рынка. Поэтому требование относительно высоких значений рыночной доходности, обеспечиваемой эффективными компаниями, представляется обоснованным¹².

Однако вызывает сомнения адекватность применения такой рыночной меры, как совокупный доход акционеров (TRS), используемой в большинстве случаев для оценки успешности компании с точки зрения ее способности создавать стоимость. Данный показатель рассчитывается как разность цен на акцию на начало и на конец периода с учетом дивидендов на конец периода, деленная на цену акции начала периода:

$$(\text{Price}_{\text{end}} - \text{Price}_{\text{beginning}} + \text{Div}) / \text{Price}_{\text{beginning}}$$

Такой показатель, как TRS, оказывается в значительной степени подверженным влиянию рыночных ожиданий относительно будущих финансовых результатов компании¹³. В итоге компания может начать работать уже только ради того, чтобы догнать ожидания, которые формирует сама¹⁴.

Важно обратить внимание и на другой аспект данной проблемы. Помимо готовности самой компании работать исключительно на ожидания инвесторов, существуют ограничения в виде динамики отрасли и степени насыщения рынка - необходимые условия для стабильного роста бизнеса в соответствии с ожиданиями инвесторов могут отсутствовать по объективным причинам.

Таким образом, если в качестве единственной рыночной меры успешности бизнеса применяется TRS, можно предположить, что в рамках исследования **возникает противоречие между различными параметрами эффективности**. С одной стороны, от компании требуется сохранять устойчивую внутреннюю эффективность. С другой стороны, необходимо постоянно превосходить растущие ожидания рынка, что может нанести ущерб долгосрочной стратегии.

Для разрешения указанного противоречия требуется эмпирическая проверка гипотезы о положительной связи между высокими значениями внутренних показателей эффективности и рыночными показателями доходности для акционеров в долгосрочном периоде. Подобная проверка позволит уточнить перечень признаков успешных компаний.

Итак, **успешной мы будем считать компанию, сохраняющую устойчивые значения финансовых показателей в долгосрочном периоде выше установленного критического уровня**.

Процедура установления критических значений для показателей эффективности, а также алгоритм отбора компаний-лидеров будут изложены в рамках авторской методики анализа высокоэффективных компаний.

¹ Захаров С.В. Эффективный подход к реструктуризации долговых займов компаний в условиях финансового кризиса - возможности использования конвертируемых финансовых инструментов // Вопр. экономики и права. 2011. □ 1. С. 255-259.

² Авторский перевод термина: superior performance, high performance, outperformance.

³ Например: Breene T., Aslinger P. Redefining high performance // J. of applied corporate finance. 2004, также: Анпилов С.М. Ключевые факторы устойчивого развития современных предприятий // Вопр. экономики и права. 2012. □ 6. С. 40-45.

⁴ Arend R.J. Patterns of sustained performance: beginnings, paths and ends // European Management J. 2009.

⁵ Keller S., Price C. Beyond performance: how great organizations build ultimate competitive advantage. Wiley, 2011.

⁶ Devan J., Klusas M., Ruefli T. The elusive goal of corporate outperformance // McKinsey Quarterly. 2007. May.

⁷ Ruefli T., Wiggins R.R. Sustained Competitive advantage: temporal dynamics and the incidence and persistence of superior economic performance // Organization Science, 13. 2002. □ 1.

⁸ Breene T., Aslinger P. Op. cit.

⁹ Bing Cao, Bin Jiang, Koller T. Balancing ROIC and growth to build value // McKinsey on finance. 2006. Spring. P.12-16.

¹⁰ Rozenweig P. The halo effect and the eight other business delusions that deceive managers. N.Y., 2007. P. 50-53.

¹¹ Burns A., Mitchell W. Measuring business cycles. 1946. URL: <http://www.nber.org/books/burn46-1>.

¹² В интерпретации некоторых авторов создание стоимости рассматривается не как признак устойчивого развития, а как один из обеспечивающих его факторов. См. например: Ковалева И.Н. Методика оценки конкурентоспособности и устойчивости развития региональных экономических кластеров // Вопр. экономики и права. 2012. □ 7. С. 84-89.

¹³ Deelder B., Goedhart M., Agrawal A. A better way to understand TRS // McKinsey on Finance. 2008. Summer; Dobbs R., Koller T. Measuring stock market performance // Ibid. 2005. Autumn.

¹⁴ Davis I. How to escape the short-term trap // McKinsey on finance. 2005. Spring.

Поступила в редакцию 03.06.2012 г.