

*На правах рукописи*

Захаров Сергей Викторович

Стратегия финансирования компании на различных стадиях жизненного цикла как  
инструмент увеличения ее стоимости для акционеров

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание учёной степени  
кандидата экономических наук

Москва - 2011

Работа выполнена на кафедре финансов и кредита экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

**Научный руководитель:** кандидат экономических наук, доцент  
**Никитушкина Ирина Владимировна**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Сажина Муза Аркадьевна**

кандидат экономических наук  
**Кулемин Александр Николаевич**

**Ведущая организация:** **Московская финансово-промышленная академия**

Защита состоится 21 апреля 2011 года в 14.00 на заседании диссертационного совета Д 501.001.10 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу 119991, Российская Федерация, г. Москва, Ленинские горы, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, 3-й учебный корпус, экономический факультет, ауд. 333.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке МГУ имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Российская Федерация, г. Москва, Ленинские горы, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, 2-й учебный корпус.

Автореферат разослан 18 марта 2011 года.

С текстом автореферата можно ознакомиться на сайте <http://www.econ.msu.ru>.

Ученый секретарь  
диссертационного совета  
кандидат экономических наук, доцент

**Байдина Оксана Сергеевна**

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

### **Актуальность темы исследования**

Одним из необходимых условий успешного функционирования компании является планирование ее стратегии финансирования. Стратегия финансирования позволяет путем выбора источников финансирования обеспечить развитие компании и достичь стратегических целей, которые ставят перед менеджментом собственники бизнеса. Одной из таких целей в условиях рыночной экономики становится увеличение стоимости компании для ее акционеров к определенному моменту развития, поэтому проблема разработки стратегии финансирования как инструмента управления стоимостью компании является актуальной.

Особую значимость поиск источников финансирования принимает для развивающихся экономик, к числу которых относится и российский рынок. Высокие темпы роста бизнеса обуславливают необходимость существенных инвестиций за короткие промежутки времени. Таким образом, вероятность недостаточности средств собственников для поддержания темпов роста и сохранения рыночной доли значительно выше, чем на развитых рынках.

На практике многие компании не уделяют вопросу выбора стратегии финансирования достаточного внимания, что зачастую приводит к неблагоприятным последствиям – банкротству, принудительной продаже по заниженной стоимости, ухудшению отношений с контрагентами и т.д. Так, значительное число дефолтов по облигационным выпускам и непогашений банковских кредитов в России в 2008-2009 годах в результате кризиса, обусловивших банкротство или смену собственников многих крупных компаний, было связано именно с чрезмерно рискованной политикой по привлечению финансирования. Кроме того, владельцы компаний все чаще вынуждены отдавать контрольную долю владения и терять контроль над бизнесом вместо привлечения иных внешних ресурсов для развития. При этом наибольшие проблемы с привлечением финансирования испытывают компании, находящиеся на ранних стадиях развития.

Очевидно, что по мере развития компании ее структура и показатели деятельности, как управленческие, так и финансовые, не остаются статичными и претерпевают существенные изменения. Логично предположить, что данные изменения оказывают влияние и на процесс принятия инвестиционных и финансовых решений, а, следовательно, и на структуру капитала компании. В связи с этим особую важность приобретает изучение динамической целевой стратегии финансирования, учитывающей стадию жизненного цикла, на которой находится компания, и изменяющейся при переходе на следующую стадию развития. Таким образом, стратегию финансирования и формирования структуры капитала

компания нельзя рассматривать в отрыве от стадии жизненного цикла компании, существенным образом влияющей как на доступность источников финансирования, так и на увеличивающую стоимость компании стратегию финансирования.

Несмотря на наличие теоретических и эмпирических исследований стратегии финансирования и формирования структуры капитала компании, в настоящее время не существует научных разработок, позволяющих целостно и системно подойти к проблеме выбора стратегии финансирования как инструмента управления стоимостью компании. В то же время разработка методики выбора инструментов финансирования, позволяющих реализовать эффективную стратегию, учитывающую стадии жизненного цикла компании, способна дать менеджменту дополнительные рычаги создания стоимости. Кроме того, выбор стратегии финансирования оказывает непосредственное влияние на развитие компании, финансирование ее роста и способность избежать неблагоприятного финансового положения при изменении внешних условий, что обуславливает практическую и научную актуальность исследования. Так, значительное количество российских компаний в настоящее время находится на стадии активного роста, и исследование стратегии финансирования, в том числе для указанного класса компаний, напрямую связано с задачами их успешного развития, что в среднесрочной перспективе приведет к укреплению экономики России в целом.

#### **Степень разработанности темы исследования**

Проблема финансирования компании и структуры капитала изучается достаточно давно ведущими западными и отечественными учеными-экономистами. Научные публикации по теме можно условно разделить на две основные группы:

- описание моделей формирования структуры капитала компании и стратегии финансирования;
- эмпирическая проверка моделей формирования структуры капитала компании.

Теоретические модели структуры капитала и стратегии финансирования в своих работах представили S.Myers, E.Kim, S.Ross, H.DeAngelo и R.Masulis, E. Fama, A.Kraus и R.Litzenberger, J.Scott, M.Bradley и G.Jarell, N.Majluf, H.Leland и D.Pyle, W.Krasker, M.Narayanan, M.Brennan, T.Noel, G.Constatntinides и B.Grundy, M.Jensen и W.Meckling, S.Grossman и O.Hart, M.Harris и A.Raviv, R.Stulz, D.Diamond, D.Hirshleifer и A.Thakor, H.Manne, R.Israel, R.Jarrow, J.Brandner и T.Lewis, V.Maximovic, F.Black и M.Scholes, Z.Fluck, Н.Б.Рудык, И.В.Ивашковская, Е.В.Чиркова и др. Большинство данных работ фактически являются исследованиями формирования стратегии финансирования при отказе от различных предпосылок, представленных в классической модели F.Modigliani и M.Miller.

Результаты эмпирических исследований структуры капитала и стратегии финансирования отражены в работах S.Patrick, M.Barclay и C.Smith, W.Mehrotra,

W.Mikkelson и M.Partch, A.Shivdasani и M.Zenner, A.Hovakimian и T.Opler, M.Saron и S.Titman, M.Alderson и B.Betker, J.Graham и C.Harvey, G.Donaldson, L.Lang и A.Poulsen, G.Phillips, T.Opler и S.Titman, J.Chevalier, M.Baker и J.Wurgler, J.Patel, D.Hendricks и R.Zeckhauser, G.Filbeck, R.Gorman и D.Preece, И.В.Ивашковской и Е.В.Чирковой.

Большинство теорий не рассматривает вопрос доступности источников финансирования, а также начальную точку формирования стратегии финансирования компании, учитывающую, в том числе, и стадию жизненного цикла, на которой находится компания. Статические модели формирования капитала в принципе не предполагают изменчивости внешних факторов, характеризующих развитие компании. Кроме того, статичность автоматически снимает проблему сроков привлечения финансирования. В реальности же эта проблема существует и крайне важна с практической точки зрения.

Ряд исследований по теме представлен в работах, посвященных динамической структуре капитала (R.Heine и F.Harbus, T.Opler, M.Saron и S.Titman), которые показывают, что применение динамической стратегии финансирования позволяет дополнительно повысить стоимость компании по сравнению со статическими моделями. В работах Z.Fluck, S.Sundaresan и N.Wang возникает понятие стадии жизненного цикла компании, однако рассматривается не изменение целевых источников финансирования в зависимости от стадии жизненного цикла, а различия между первым и последующими привлечением долга. Другим ограничением большинства динамических моделей выступает учет рыночной стоимости акций компании как одного из определяющих параметров. Очевидно, что если компания не является публичной, предлагаемые подходы не будут применимы.

Возрастающая актуальность на фоне недостаточной теоретической и практической разработанности вопросов стратегии финансирования как инструмента управления стоимостью компании обусловила выбор темы, объекта, предмета, цели и задач исследования.

**Объект исследования** – финансирование компании на различных стадиях жизненного цикла.

**Предмет исследования** – стратегия финансирования нефинансовой компании как инструмент увеличения ее стоимости для изначальных акционеров на различных стадиях жизненного цикла.

В рамках работы будет рассматриваться целевая структура капитала компании, увеличивающая ее стоимость для изначальных акционеров<sup>1</sup>, что позволит получить широкий набор возможных стратегий для реализации и гибко подходить к вопросам финансирования

---

<sup>1</sup> Понятие «изначальные собственники/акционеры» (т.е. собственники компании в момент постановки стратегических целей) введено в связи с тем, что в ходе реализации стратегии финансирования компании может быть привлечено дополнительное долевое финансирование, поэтому при постановке целей важны интересы именно изначальных собственников, для которых они реализуются

компании в зависимости от внешних и внутренних условий.

**Цель исследования** – разработка методики выбора стратегии финансирования нефинансовой компании в зависимости от стадии жизненного цикла при заданных внешних и внутренних параметрах с целью повышения ее стоимости для изначальных акционеров. Для достижения цели поставлены следующие **задачи**:

- 1) доказать необходимость учета стадии жизненного цикла при формировании структуры капитала и стратегии финансирования компании;
- 2) предложить критерии разделения стадий жизненного цикла компании, учитывающие основные финансовые показатели функционирования компании и доступность внешних источников финансирования;
- 3) на основе анализа эмпирических исследований и теоретического обоснования их результатов выявить ключевые факторы, влияющие на выбор стратегии финансирования компании, с целью формирования на их основе финансовой модели денежных потоков компании;
- 4) качественно охарактеризовать выявленные факторы, влияющие на выбор стратегии финансирования, на каждой из стадий жизненного цикла компании;
- 5) построить финансовую модель денежных потоков компании, позволяющую определить увеличивающие стоимость компании стратегии финансирования при заданной динамике факторов, влияющих на доступность и выбор источников финансирования;
- 6) на основе выбранных критериев классифицировать полученные стратегии финансирования для выявления принципов использования различных источников финансирования в рамках увеличения стоимости компании;
- 7) в рамках авторской методики выделить дополнительные факторы, необходимые для учета специфики конкретной компании, предложить алгоритм выбора инструментов финансирования, позволяющих реализовать полученные стратегии, и продемонстрировать применимость методики на конкретных примерах российских компаний.

#### **Теоретическая и методологическая основа исследования**

Теоретическую базу исследования составляют работы ведущих западных ученых-экономистов, специалистов в области корпоративных финансов и оценки стоимости.

Информационную основу исследования составили работы зарубежных и российских ученых в области корпоративных финансов, производных финансовых инструментов, прямых инвестиций, оценки стоимости, представленные в научных монографиях и в ведущих западных рецензируемых научных журналах по финансам и экономике: «Journal of Applied Corporate Finance», «Journal of Finance», «Journal of Corporate Finance», «Journal of

Financial Economics», «Journal of Financial and Quantitative Analysis», «Review of Financial Studies», «Journal of Financial and Strategic Decisions», «Journal of Economic Perspectives», «Journal of Financial Research», «Strategic Management Journal», «American Economic Review», «Journal of Political Economy», «Journal of Public Economics», «International Economic Review», «European Economic Review», «Journal of Business», «Financial management»; а также в российских научных журналах: «Вестник Московского Университета», «Финансы и кредит», «Корпоративные финансы». Автором использовались ресурсы сети Интернет, в частности, интернет-ресурсы Mergermarket, Global Insight, Thomson Financial и базы данных корпоративной финансовой информации, представленные в открытом доступе на интернет-странице A. Damodaran.

Научные методы, примененные в процессе исследования и при решении поставленных задач, включают: анализ и синтез, абстрагирование, сравнение, восхождение от абстрактного к конкретному, системный анализ, экономико-математическое моделирование.

### **Научная новизна исследования**

1. Предложен новый критерий разделения стадий жизненного цикла компании - изменчивость операционных денежных потоков компании, измеряемая волатильностью рентабельности. Указанный критерий в совокупности с рентабельностью деятельности и потребностью в финансировании определяет финансовые характеристики развития компании и доступность источников финансирования. Ограниченное количество критериев, с одной стороны, позволяет с высокой степенью точности охарактеризовать стадию жизненного цикла, с другой стороны, обеспечивает практичность применяемой модели.
2. Предложена модифицированная финансовая модель денежных потоков компании, позволяющая выявить и классифицировать стратегии финансирования, увеличивающие стоимость компании, на каждой из стадий жизненного цикла. Модель обладает следующими характеристиками, которые могут быть отнесены к элементам научной новизны:
  - учет стадии жизненного цикла через характеризующую ее изменчивость финансовых результатов компании посредством моделирования операционных денежных потоков компании как случайной величины. При этом модель может быть адаптирована под любое вероятностное распределение;
  - возможность адаптации под потребности конкретной компании за счет изменяемого горизонта планирования;
  - возможность оценить влияние использования отдельных финансовых инструментов на стоимость компании за счет одновременного расчета множества доступных стратегий финансирования и ранжирования их по значению чистой приведенной

стоимости денежных потоков для изначальных акционеров.

3. Разработана методика выбора финансовых инструментов (долевых, долговых и гибридных) для реализации стратегии финансирования, увеличивающей стоимость компании, обладающая следующими элементами научной новизны:

- учет стадии жизненного цикла компании, позволяющей выбрать эффективные стратегии с учетом потребностей и возможностей на рассматриваемой стадии на основе авторской модели денежных потоков компании;
- учет влияния дополнительных факторов на возможность реализации каждой из полученных стратегий финансирования (в части: а) доступности долгового финансирования б) доступности долевого финансирования в) достаточности собственных средств акционеров), позволяющий отразить специфику конкретной компании;
- формирование набора эффективных реализуемых стратегий финансирования, которое, с одной стороны, обеспечивает гибкость при принятии финансовых решений и, с другой стороны, дает возможность отбора стратегий, соответствующих потребностям конкретной компании.

#### **Практическая значимость исследования**

Результаты исследования могут быть использованы на практике собственниками и менеджментом российских компаний при разработке стратегии финансирования компании с целью увеличения ее стоимости на заданном временном горизонте. Так, диссертационная работа может служить научной основой для внедрения в российских компаниях системы разработки стратегии финансирования, практики построения вероятностных финансовых моделей, а также механизмов мониторинга реализации стратегии финансирования. Разработанная автором финансовая модель и методика выбора инструментов финансирования представляют собой готовый продукт, который может быть адаптирован под нужды конкретной компании как один из инструментов управления стоимостью. Модель характеризуется высокой степенью удобства использования для решения практических задач по разработке стратегии финансирования, что обеспечивается ограниченным числом используемых входных данных, которые могут быть легко получены из финансовой отчетности компании и прогнозов ее деятельности/прогнозов рынка.

Практическая значимость исследования подтверждается и тем, что изучение стратегического финансирования начинает входить в образовательные программы углубленной подготовки магистров делового администрирования (МВА) и обучения докторантов (PhD) по финансам и менеджменту в ведущих западных вузах. В России изучение стратегических финансов только начинает включаться в программы обучения магистров экономики в передовых вузах, и в связи с заметным недостатком системности в

этой тематике возникает необходимость в формировании научной базы ее преподавания. Учитывая это, настоящее исследование является актуальным и для совершенствования образовательных программ, доведения качества преподавания ряда финансовых дисциплин до мировых стандартов – в частности, результаты работы могут быть использованы для подготовки учебных программ и пособий по курсам «Корпоративные финансы», «Стратегический финансовый менеджмент», «Оценка стоимости компании».

#### **Апробация результатов работы**

Результаты работы докладывались автором на Круглом столе «Развитие финансового рынка в России в условиях нестабильности» фонда «Финансы и развитие», проходившем в апреле 2009 г. в МГУ имени М.В. Ломоносова. Отдельные аспекты работы были использованы при подготовке курсов «Оценка стоимости бизнеса» и «Стратегическое управление финансами компании», прочитанных автором в магистратуре экономического факультета МГУ имени М.В.Ломоносова в 2008-2010 г.

Основные положения работы опубликованы в четырех статьях общим объемом 2,48 печатных листа, в том числе, в трех изданиях с грифом ВАК общим объемом 1,44 печатных листа.

#### **Структура работы**

В соответствии с задачами, диссертационная работа включает введение, 3 главы, заключение, библиографию и приложения.

## II ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И НАУЧНАЯ НОВИЗНА РАБОТЫ

### 1. Существующие модели структуры капитала и стратегии финансирования не учитывают связь со стадиями жизненного цикла

Данная работа посвящена выбору стратегии финансирования компании для достижения целей, поставленных ее собственниками, на каждой из стадий жизненного цикла.

**Стратегия финансирования** может быть охарактеризована как вид функциональной стратегии компании, обеспечивающий все основные направления ее финансовой деятельности, в том числе формирование и использование финансовых ресурсов. Целью собственников компаний, рассматриваемой автором в рамках диссертационного исследования, является увеличение стоимости доли владения изначальных акционеров на фиксированном временном горизонте, где стоимость определяется как сумма дисконтированных ожидаемых денежных потоков, доступных к распределению изначальным собственникам. Соответственно, в такой постановке задачи можно говорить о поиске стратегии финансирования, позволяющей достичь поставленной цели с учетом действующих внешних ограничений.

Теоретические и эмпирические исследования показывают, что правильный выбор структуры капитала и стратегии финансирования позволяет увеличить как стоимость компании, так и благосостояние ее акционеров.

В то же время, поскольку по мере развития компании ее управленческие и финансовые характеристики могут значительно варьироваться, принципы формирования стратегии финансирования должны учитывать данные изменения, то есть быть связаны со стадиями жизненного цикла компании.

В соответствии с этим, систематизация и анализ основных теорий структуры капитала и вытекающих из них стратегий финансирования, проведенные автором, приводят к следующим выводам:

1. Существующие теории, включая динамические теории структуры капитала, в большинстве своем не учитывают связь стратегии финансирования и стадии жизненного цикла.
2. Понятие доступности источников финансирования не рассматривается как фактор, влияющий на выбор структуры капитала.
3. Теории, учитывающие рыночную капитализацию компаний в качестве одного из ключевых факторов формирования структуры капитала (в частности, многие

динамические модели структуры капитала), существенно ограничены применительно к непубличным компаниям.

4. Количественная оценка факторов, влияющих на формирование структуры капитала, используемых в ряде теорий (теории агентских издержек (agency costs), теории корпоративного контроля (corporate control)), крайне затруднительна.

Кроме того, автором доказано, что важным вопросом является выбор инвестора, который может налагать определенные ограничения, способные повлиять на дальнейшее развитие компании – например, по привлечению нового внешнего финансирования, выплате дивидендов или принятию акционерами прочих управленческих и финансовых решений. Данный аспект также не рассматривается теориями структуры капитала компании.

Таким образом, разработка практического подхода к формированию стратегии финансирования на каждой из стадий жизненного цикла, который мог бы использоваться менеджментом/акционерами компании для решения задачи увеличения ее стоимости, на основе существующих теорий в значительной степени затруднено. Однако, по мнению автора диссертации, динамические модели структуры капитала, посредством их модифицирования с учетом влияния стадии жизненного цикла, позволяют создать на их основе методику выбора стратегии финансирования, увеличивающей стоимость компании на каждой из стадий.

## **2. Критерии разделения стадий жизненного цикла компаний, учитывающие доступность источников финансирования и финансовые показатели деятельности компании**

В настоящее время существует множество моделей стадий жизненного цикла компаний, позволяющих выделить основные этапы, через которые проходит компания, идентифицировать проблемы, возникающие при переходе от одной стадии к другой, а также спрогнозировать ее развитие. По итогам исследования наиболее распространенных моделей (в т.ч. L.Greiner, I.Adizes, W.Torbert, F.Lyden, A.Downs, B.Scott) автором диссертации были сделаны следующие выводы:

- Единое мнение относительно количества стадий жизненного цикла компании отсутствует;
- Основные выводы базовых работ относятся к организационной структуре и управлению;
- Модели не учитывают структуру капитала и стратегию финансирования компании;

- Модели в большинстве своем не учитывают финансовые показатели деятельности компании.

Таким образом, для решения проблемы формирования стратегии финансирования, увеличивающей стоимость, необходимо выделение финансовых критериев разделения стадий жизненного цикла компании, позволяющих определить ее потребность в финансировании и доступность источников финансирования.

Автором диссертации предложены следующие критерии:

- Доходность операционной деятельности, измеряемая средней ожидаемой рентабельностью активов и волатильностью указанной рентабельности;
- Требуемый уровень инвестиций для поддержания темпов роста, измеряемый долей активов компании.

Данные критерии основаны на характеристиках активной стороны баланса (доходность), а также рыночных условий (требуемый уровень инвестиций). Включение волатильности в число показателей позволяет учесть случайность денежных потоков компании, что не применялось ранее и является новизной. На основе выделенных критериев, позволяющих определить потребность компании в инвестициях и оценить возможность покрытия текущими доходами от ведения бизнеса, автором диссертации рассмотрены четыре наиболее типичные стадии жизненного цикла компании (Таблица 1).

Таблица 1. Используемая модель стадий жизненного цикла компании

Стадия	Характеристика
Начальная	<ul style="list-style-type: none"> <li>• отрицательная рентабельность;</li> <li>• отсутствие выручки, затраты преимущественно фиксированные (что выражается в низкой волатильности операционного денежного потока);</li> <li>• существенные объемы инвестиций разово в начале периода или порциями в течение всего периода;</li> <li>• ненулевая вероятность того, что проект не реализуется.</li> </ul>
Быстрый неустойчивый рост	<ul style="list-style-type: none"> <li>• высокий средний уровень рентабельности;</li> <li>• высокая волатильность операционного денежного потока;</li> <li>• существенные объемы инвестиций в течение всего периода.</li> </ul>
Стабильность	<ul style="list-style-type: none"> <li>• умеренный средний уровень рентабельности;</li> <li>• низкая волатильность операционного денежного потока;</li> <li>• умеренный объем инвестиций в течение всего периода.</li> </ul>
Стагнация	<ul style="list-style-type: none"> <li>• падение средней рентабельности до нуля или отрицательных значений;</li> <li>• инвестиции практически не требуются.</li> </ul> <p>Стадия исключена из рассмотрения в рамках исследования, поскольку компания нуждается в значительных инвестициях только на первых трех стадиях.</p>

Источник: разработано автором на основе работ L.Greiner<sup>2</sup> и I.Adizes<sup>3</sup>

Таким образом, каждой из стадий жизненного цикла соответствует своя целевая структура капитала, определяемая факторами, характеризующими отдельный этап развития

<sup>2</sup> Greiner L. (1972), *Evolution and revolution as organizations grow*, Harvard business review, July-August, pp.37-46

<sup>3</sup> Adizes, I. (1979), *Organizational passages: Diagnosing and treating life cycle problems in organizations*, Organizational dynamics, vol.8, pp.3-24

компании (при предположении об относительной неизменности данных факторов в рамках одной стадии).

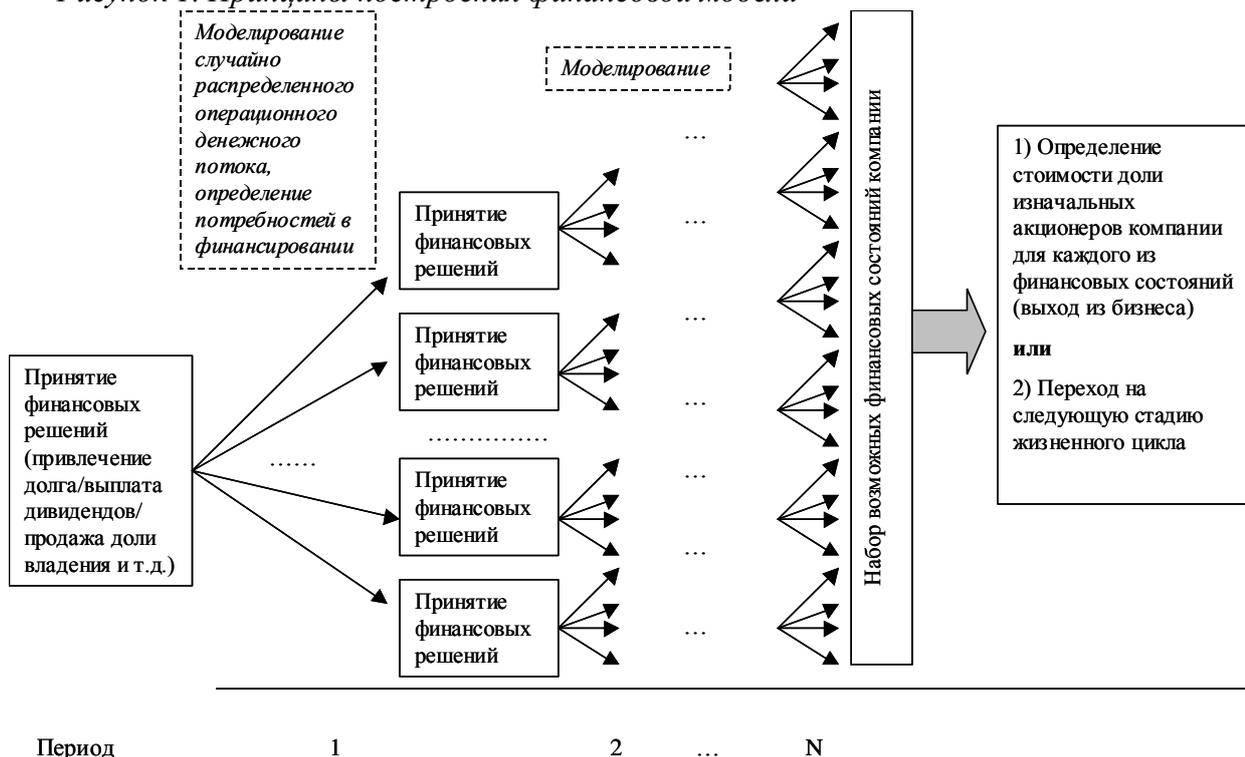
### **3. Модель выбора стратегии финансирования, увеличивающей стоимость компании для изначальных акционеров, на каждой из стадий жизненного цикла**

#### **3.1 Вероятностная модель денежных потоков компании для определения увеличивающих стоимость компании стратегий финансирования.**

Автором диссертации разработана модель, учитывающая особенности конкретной стадии жизненного цикла и позволяющая определить набор стратегий финансирования, увеличивающих стоимость компании для изначальных ее владельцев.

Модель основана на случайном распределении операционных денежных потоков компании и, тем самым, учитывает различные возможные сценарии развития. Расчетные показатели могут быть адаптированы к любому из вероятностных распределений. Логика построения модели представлена на Рисунке 1.

*Рисунок 1. Принципы построения финансовой модели*



Источник: разработано автором

- 1) В начале каждого из периодов на основе доступных возможностей принимается некоторое финансовое решение (которое может включать в себя привлечение долгового финансирования, эмиссию акционерного капитала, выпуск гибридных финансовых инструментов и т.д.). Последовательность таких финансовых

решений в течение стадии жизненного цикла образует стратегию финансирования компании;

- 2) В течение периода наблюдается реализация случайной величины, характеризующей операционные денежные потоки компании;
- 3) По окончании стадии жизненного цикла (т.е. по окончании определенного числа периодов), или ранее (в случае продажи бизнеса) происходит оценка стоимости компании для изначальных ее владельцев (с учетом их доли на момент оценки);
- 4) Рассчитывается сумма дисконтированных денежных потоков, доступных к распределению изначальным владельцам компании в течение стадии жизненного цикла, а также стоимости их доли по окончании стадии жизненного цикла;
- 5) Выявляется множество стратегий финансирования, приводящих к наибольшим расчетным величинам согласно п.4.

Результаты расчетов ранжируются по убыванию стоимости, тем самым предоставляя возможность выбора целевого диапазона стратегий.

Модель использует ограниченное число ключевых факторов (Таблица 2), отобранных на основе анализа существующих эмпирических исследований структуры капитала и теоретических обоснований автора, что обеспечивает практичность применения и репрезентативность полученных результатов. Отбор факторов был осуществлен исходя из:

- возможности их измерения на каждой из стадий жизненного цикла;
- независимости от учетной политики компании (поскольку стоимость компании формируется ее денежными потоками);
- возможности сведения нескольких факторов к объединенному показателю.

*Таблица 2. Факторы, влияющие на выбор стратегии финансирования, использованные при моделировании*

Тип фактора	Показатель, измеряющий фактор
Факторы, характеризующие стадию жизненного цикла с точки зрения финансовых показателей деятельности компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Среднее значение рентабельности активов по операционным денежным потокам;</li> <li>• Волатильность рентабельности активов по операционным денежным потокам;</li> <li>• Уровень инвестиций (доля активов) для поддержания темпов роста.</li> </ul>
Внешние факторы, связанные с ограничением доступности финансирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Предельное значение Долг/Активы;</li> <li>• Предельное значение Долг/ЕБИТДА.</li> </ul>
Внешние факторы, определяющие стоимость привлечения внешнего финансирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Процентная ставка по обыкновенному долгу (банковский кредит, облигации);</li> <li>• Процентная ставка по конвертируемому долгу;</li> <li>• Мультипликаторы оценки компании (Стоимость бизнеса/ЕБИТДА) для различных типов инвесторов.</li> </ul>
Внутренние факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стоимость акционерного капитала для изначальных собственников;</li> <li>• Эффективная ставка налогообложения;</li> <li>• Доля владения изначальных собственников на момент расчета стратегии финансирования.</li> </ul>

*Источник: составлено автором*

Значимость первой группы вышеуказанных факторов при формировании структуры капитала подтверждается многочисленными эмпирическими исследованиями<sup>4</sup>. При этом автором диссертации доказано, что выявленные в данных исследованиях факторы, оказывающие влияние на структуру капитала и стратегию финансирования на ограниченном временном интервале, могут быть сведены к трем независимым факторам, используемым в авторской модели, что значительно ее упрощает.

Используемые в модели факторы могут быть легко измерены финансовыми показателями компании, рассчитанными на основе данных ее финансовой отчетности и прогнозов руководства, а также рыночных данных.

### **3.2 Доступные стратегии финансирования на каждой из стадий жизненного цикла**

Автором проведено предварительное исследование стадий жизненного цикла компании на предмет ограничения множества доступных стратегий финансирования с учетом российской специфики, что позволяет существенно сократить пространство возможных решений в рамках моделирования, значительно упростить последующую методику выбора финансовых инструментов в рамках стратегии и сделать модель более практичной. Вместе с тем, степень детализации модели является изменяемой, что позволяет, в частности, изучить влияние отдельных инструментов финансирования на благосостояние акционеров компании.

Исследование каждой из стадий жизненного цикла на предмет доступности различных источников финансирования, а также принципиальной возможности их использования в рамках повышения стоимости компании, позволяет выявить ограничения на допустимое пространство соответствующих стратегий, на основе которых путем численного моделирования становится возможным определить конкретные стратегии.

Автором диссертации были рассмотрены следующие аспекты, связанные с привлечением финансирования и оказывающие наибольшее влияние на формирование стоимости компании для ее акционеров:

---

<sup>4</sup> Mehrotra V., Mikkelsen W., Partch M. (2005) Do managers have capital structure targets? Evidence from corporate spinoffs, *Journal of applied corporate finance*, vol.17.1, pp.18-25  
Ozkan A. (2001), Determinants of capital structure and adjustments to long-run target: Evidence from UK panel data. – *Journal of finance and business accounting*, pp.175-199  
Hovakimian A., Hovakimian G., Determinants of target capital structure: the case of dual debt and equity choice, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)  
Drobetz W., Wanzenried G., What determines the speed of adjustments to the target capital structure, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)  
Flannery M.J., Rangan K.P. (2004), Partial adjustment toward target capital structure. 2004, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

- Особенности оценки бизнеса и акционерного капитала компании внешними инвесторами, в частности, оценка терминальной стоимости компании в зависимости от стадии жизненного цикла;
- Влияние сохранения контрольной доли владения со стороны изначальных акционеров в компании на возможность увеличения их благосостояния;
- Доступность традиционных и гибридных источников финансирования, определение внешних ограничений, связанных как со стадией жизненного цикла, так и с финансовыми показателями деятельности компании.

Проведенное исследование каждой из стадий жизненного цикла позволило существенно ограничить список возможных эффективных стратегий финансирования для проведения дальнейшего моделирования и анализа. Возможности и ограничения использования источников финансирования на начальной стадии жизненного цикла систематизированы в Таблице 3.

*Таблица 3. Особенности использования источников финансирования на начальной стадии жизненного цикла*

<b>Источник/фактор</b>	<b>Выводы</b>
Долевое финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Публичное размещение недоступно</li> <li>• Продажа стратегическому инвестору неэффективна</li> <li>• Доступна продажа блокирующей доли владения финансовому инвестору (ограничение – требование по успешной истории операционной деятельности), которая будет возможна исключительно в форме вливания денежных средств в компанию.</li> </ul>
Долговое финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выпуск облигаций ограничен</li> <li>• Доступен банковский кредит (в т.ч. в форме проектного финансирования), ограничением выступает предельное значение коэффициента Долг/Активы;</li> <li>• Необходима капитализация процентов.</li> </ul>
Гибридное финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выпуск привилегированных акций недоступен;</li> <li>• Доступен непубличный выпуск конвертируемого долга;</li> <li>• Необходима капитализация процентов.</li> </ul>
Сохранение контрольной доли владения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Критично для сохранения стоимости компании для ее акционеров.</li> </ul>

*Источник: разработано автором*

Автором диссертации теоретически обосновано, что стадия быстрого роста обладает существенной спецификой по сравнению со стабильной стадией, что делает большинство теорий формирования структуры капитала неприменимыми на данной стадии вследствие серьезных ограничений на привлечение финансирования за счет высокой волатильности рентабельности компании. Возможности и ограничения использования источников финансирования на стадии быстрого роста систематизированы в Таблице 4.

Таблица 4. Особенности использования источников финансирования на стадии быстрого неустойчивого роста

Источник/фактор	Выводы
Долевое финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Публичное размещение неэффективно;</li> <li>• Доступна продажа контрольной доли владения стратегическому инвестору;</li> <li>• Доступна продажа блокирующей доли владения финансовому инвестору, структурирование выплат определяется оценкой компании, долей к продаже и потребностью в инвестициях;</li> <li>• Активное применение инвесторами гарантийных и защитных механизмов.</li> </ul>
Долговое финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступны банковский кредит и выпуск облигаций (в меньшей степени), ограничением выступают предельные значения коэффициентов Долг/Активы и Долг/ЕБИТДА;</li> <li>• Возможности по привлечению долгового финансирования расширяются по сравнению с предыдущей стадией.</li> </ul>
Гибридное финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выпуск привилегированных акций недоступен;</li> <li>• Выпуск конвертируемых облигаций на блокирующую долю владения доступен и эффективен.</li> </ul>
Сохранение контрольной доли владения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Критично для сохранения стоимости компании для ее акционеров.</li> </ul>

Источник: разработано автором

Автором диссертации обосновано, что стабилизация финансовых показателей деятельности компании по мере перехода на стадию стабильности открывает для компании новые возможности по привлечению источников финансирования, кроме того, доказано ослабление критичности сохранения контрольной доли владения изначальных акционеров в рамках увеличения их благосостояния. Возможности и ограничения использования источников финансирования на стабильной стадии жизненного цикла систематизированы в Таблице 5.

Таблица 5. Особенности использования источников финансирования на стабильной стадии жизненного цикла

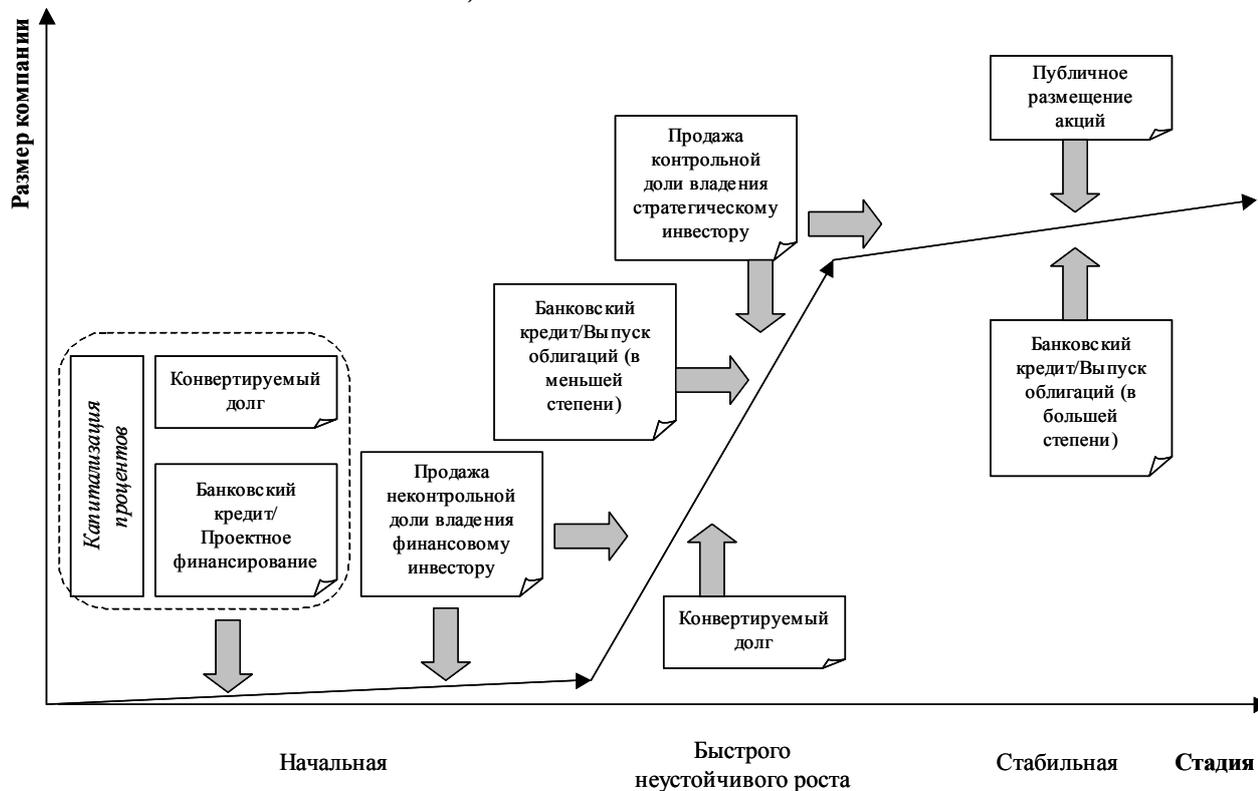
Источник/фактор	Выводы
Долевое финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Публичное размещение доступно, эффективность определяется состоянием фондовых рынков на момент размещения;</li> <li>• Доступна продажа контрольной доли владения стратегическому инвестору, структурирование выплат определяется оценкой компании, долей к продаже и потребностью в инвестициях;</li> <li>• Продажа доли владения финансовому инвестору неэффективна.</li> </ul>
Долговое финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступны и эффективны банковский кредит и выпуск облигаций, ограничением выступают предельные значения коэффициентов Долг/Активы и Долг/ЕБИТДА;</li> <li>• Возможности по привлечению долгового финансирования значительно расширяются по сравнению с предыдущей стадией.</li> </ul>
Гибридное финансирование	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выпуск привилегированных акций доступен и эффективен;</li> <li>• Выпуск конвертируемых облигаций эффективен только при условии привязки конвертации к последующему первичному или вторичному размещению акций.</li> </ul>
Сохранение контрольной доли владения	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Некритично для сохранения стоимости компании для ее акционеров</li> </ul>

Источник: разработано автором

Возможные наборы эффективных стратегий финансирования и изменение выбора источников средств по мере эволюции компании (Рисунок 2), полученные автором, существенно расширяют результаты существующих теорий структуры капитала и стратегии

финансирования, поскольку учитывают не только стадию жизненного цикла, но и эффективность использования отдельных финансовых инструментов наряду с возможными типами инвесторов.

Рисунок 2. Эффективные стратегии финансирования по мере прохождения компанией стадий жизненного цикла



Источник: Составлено автором

### 3.3 Проведение моделирования на основе статистических данных

Эмпирическая проверка авторской модели на реальных данных не требуется, поскольку целью моделирования является выбор наибольших значений стоимости компании для изначальных акционеров, измеряемых показателем чистой приведенной стоимости, а непосредственно сам расчет стоимости базируется на модифицированной модели дисконтированных денежных потоков, логика построения которой обеспечивает корректность расчетов и не нуждается в проверке. Поскольку результат, получаемый при использовании модели, зависит только от входных значений финансовых показателей, характеризующих стадии жизненного цикла, и исходного множества потенциально эффективных стратегий финансирования, для получения корректных результатов необходимо и достаточно иметь корректные значения вышеуказанных финансовых показателей.

Получение входных данных на основе выборки по широкому кругу российских компаний было существенно затруднено по следующим причинам:

- 1) Отсутствие длинных статистических рядов вследствие относительно недавнего формирования отчетности в соответствии с международными стандартами;

- 2) Практически полное отсутствие данных по компаниям на начальной стадии жизненного цикла;
- 3) Непрозрачность финансовых показателей многих непубличных компаний, в частности, отсутствие отчетности по международным стандартам в открытом доступе;
- 4) Влияние кризиса 2008-2009 годов, существенно исказившего статистику.

В силу вышеуказанных ограничений в качестве входных данных были взяты показатели компаний из развитых стран, по которым существует достаточный объем статистики. В качестве выборки были использованы данные по компаниям, обращающимся на биржах NYSE (New York Stock Exchange), NASDAQ и AMEX<sup>5</sup> (всего более 47 тысяч компаний), а также компаниям Испании и Португалии<sup>6</sup>, в том числе непубличным, находящимся на различных стадиях жизненного цикла (всего более 6 тысяч компаний). Выборка охватывает период с 1989 по 2006 годы, из статистики были исключены некоммерческие организации (non-profit firms) и финансовые компании.

Показатели средней рентабельности, волатильности рентабельности и темпов роста были рассчитаны на основе данных финансовой отчетности компаний по международным стандартам. Соответствующие медианные значения для каждой из стадий жизненного цикла были использованы в качестве входных данных для моделирования.

Использование данных компаний из развитых стран может быть обосновано не только значительным объемом выборки, обеспечивающим ее репрезентативность, но и сопоставимостью самих данных – так, компании из развитых стран так же проходят начальную стадию и стадию роста, как и их аналоги из развивающихся стран. При этом компании, находящиеся на одной стадии жизненного цикла, должны обладать схожими ключевыми характеристиками – доходностью бизнеса и темпами роста – вне зависимости от типа рынка, поскольку указанные характеристики обусловлены самой природой бизнеса и степенью его развития, а не окружающей институциональной средой. Кроме того, разработанная автором методика выбора стратегии финансирования в любом случае позволяет учесть специфику конкретной отрасли и компании.

Кроме того, исходное множество потенциально эффективных стратегий финансирования изначально обосновано автором для каждой из стадий жизненного цикла с учетом российской специфики.

---

<sup>5</sup> Dickinson V. (2007), *Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

<sup>6</sup> Teixeira G.R., Santos M.G. (2005), *Do firms have financing preferences along their life cycle*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

## **Выбор стратегии финансирования на каждой из стадий жизненного цикла – результаты моделирования**

Автором доказано, что стратегия финансирования для начальной стадии жизненного цикла полностью определяется путем рекурсивных расчетов из соответствующих стратегий на стадии быстрого неустойчивого роста. Так, в диссертации обосновано, что:

- уровень долга определяется рекурсивно в зависимости от ограничений по долговой нагрузке на начальной стадии и граничных условий, выраженных в соответствии структуры финансирования в конце начальной стадии соответствующим показателям начала стадии быстрого неустойчивого роста. Эффективными инструментами в данном случае будут либо банковская кредитная линия, либо проектное финансирование с распределенным графиком предоставления средств, если последнее доступно – компания будет либо последовательно выбирать кредитную линию, либо частично возвращать их по мере превышения лимита долговой нагрузки, что будет определяться соотношением процентной ставки по кредиту и требуемым уровнем инвестиций;
- использование конвертируемых облигаций в рамках увеличения стоимости компании для изначальных собственников на начальной стадии жизненного цикла будет возможно, только если в рамках зафиксированной стратегии финансирования на стадии роста компания в начале указанной стадии присутствует конвертируемый долг;
- если в рамках зафиксированной стратегии финансирования на стадии роста компания в начале указанной стадии роста присутствует конвертируемый долг, то при неготовности увеличивать долю владения к конвертации изначальным собственникам выгоднее финансировать компанию собственными средствами вместо выпуска конвертируемых облигаций на начальной стадии жизненного цикла. Исключение будет составлять ситуация, когда у изначальных акционеров недостаточно собственных средств для финансирования компании – в этом случае придется привлекать конвертируемый долг или финансового инвестора;
- при привлечении финансового инвестора требуется повторное моделирование следующей стадии жизненного цикла, при этом следует дополнительно учитывать следующие факторы:
  - Сохранение контроля изначальных собственников (до полной продажи бизнеса) в течение стадии быстрого роста – в противном случае стратегию финансирования необходимо исключить из рассмотрения;

- Если на стадии роста также планировалось привлечение финансового инвестора, это будет один и тот же инвестор (который впоследствии увеличит свою долю владения);
  - Если на стадии роста планировался выпуск конвертируемых облигаций, привлечение финансового инвестора может препятствовать этому вследствие использования последним защитных механизмов – в этом случае стратегию финансирования также необходимо будет исключить из рассмотрения.
- Привлечение средств путем продажи доли владения финансовому инвестору на начальной стадии жизненного цикла будет наиболее оправданным в случае нехватки у изначальных акционеров собственных средств на развитие компании при условии исчерпания всех прочих доступных возможностей по привлечению финансирования.

Автором диссертации предложен алгоритм выбора множества стратегий финансирования, увеличивающих стоимость компании для изначальных собственников на начальной стадии жизненного цикла (Рисунок 3):

*Рисунок 3. Алгоритм выбора стратегии финансирования, увеличивающей стоимость компании, на начальной стадии жизненного цикла*



Источник: составлено автором

Поскольку модель ранжирует результаты расчета множества стратегий финансирования, увеличивающих стоимость компании для изначальных акционеров, в качестве такого множества может быть выбрано как ограниченное число стратегий, например, 5-10-20 стратегий, дающих максимальные средние ожидаемые значения чистой приведенной стоимости денежных потоков, так и все стратегии со стоимостью, превышающей стоимость при условии финансирования компании только за счет собственных средств. Данный подход обеспечивает гибкость при принятии финансовых решений.

Результаты, полученные автором для стадии быстрого неустойчивого роста, представлены в Таблице 6.

*Таблица 6. Результаты расчетов для стадии быстрого неустойчивого роста*

Показатель	Значение
Общее количество расчетных стратегий	35 840
Минимальная/максимальная средняя чистая приведенная стоимость проекта для изначальных акционеров (начальное значение активов = 1000)	-1036/20
Чистая приведенная стоимость проекта для изначальных акционеров при условии финансирования исключительно собственными средствами	-121
Число стратегий, дающих большую чистую приведенную стоимость, чем предыдущая	8 170
Число стратегий с положительной чистой приведенной стоимостью	85
Диапазон чистой приведенной стоимости для Топ-100 стратегий	-3/20

*Источник: составлено автором*

Расчеты показывают, что выбор стратегии финансирования действительно способен не только увеличить стоимость компании для изначальных собственников, но и сделать ее положительной в условиях, когда она является отрицательной при финансировании только за счет собственных средств. В то же время, неправильный выбор стратегии финансирования, как показано, способен принести акционерам существенные убытки.

Автором диссертации выявлены следующие закономерности среди увеличивающих стоимость компании до положительной величины стратегий финансирования на стадии быстрого неустойчивого роста:

- Все полученные стратегии используют выпуск конвертируемых облигаций (Топ-85 стратегий при этом предполагает выпуск конвертируемых облигаций на долю владения порядка 20% в начале первого года);
- Средства, привлеченные от продажи доли владения финансовому инвестору, могут использоваться как эффективное замещение долговых ресурсов (все полученные стратегии);
- Все полученные стратегии предполагают продажу 20%-30% доли владения финансовому инвестору по результатам первого-второго года стадии (может быть структурировано как в рамках одной сделки, так и путем последовательного приобретения долей владения одним и тем же фондом прямых инвестиций);

- Классическая долговая нагрузка в течение стадии жизненного цикла для наилучших стратегий находится на максимально допустимом уровне до привлечения финансового инвестора и снижается по заключению сделки (с в среднем 30% от активов до в среднем 4%-9% активов), что обусловлено более высокой эффективностью долевого финансирования с точки зрения увеличения стоимости компании для изначальных акционеров на данной стадии.
- В случае привлечения долевого финансирования от финансового инвестора средств зачастую (56% случаев) не хватает для дальнейшего развития, что ведет к увеличению уровня долговой нагрузки на следующий год.

Из всех стратегий, дающих чистую приведенную стоимость выше базовой (финансируемой только собственными средствами), постоянное соотношение Долг/Активы поддерживается лишь в 2% стратегий – таким образом, доказана важность динамического управления источниками финансирования и отсутствие стационарного уровня долговой нагрузки в рамках увеличения стоимости компании для изначальных акционеров.

Для стадии стабильности (Таблица 7) было установлено существование эффективных стратегий финансирования, как использующих, так и не использующих конвертируемые облигации (первые могут быть применены только в привязке к последующему публичному размещению/доразмещению акций). В то же время было показано, что ослабление критичности сохранения контрольной доли владения открывает для изначальных собственников новые возможности по увеличению стоимости путем продажи крупных долей владения внешним инвесторам.

*Таблица 7. Результаты расчетов для стабильной стадии жизненного цикла*

Показатель	Значение
Общее количество расчетных стратегий	121 014
Минимальная/максимальная средняя чистая приведенная стоимость проекта для изначальных акционеров (начальное значение активов = 1000)	-858/183
Чистая приведенная стоимость проекта для изначальных акционеров при условии финансирования исключительно собственными средствами	-146
Число стратегий, дающих большую чистую приведенную стоимость, чем предыдущая	40 944
Число стратегий с положительной чистой приведенной стоимостью	8 461
Диапазон чистой приведенной стоимости для Топ-100 стратегий	134/183

*Источник: составлено автором*

Автором диссертации выявлены следующие особенности стратегий финансирования, увеличивающих стоимость компании, на стабильной стадии жизненного цикла:

- Большинство полученных стратегий использует выпуск конвертируемых облигаций на долю владения порядка 20%-40%. В то же время, порядка 5% от общего числа эффективных стратегий не включают выпуск указанных инструментов, и, тем самым, могут применяться, если компания не планирует публичного размещения/доразмещения акций;

- Конвертируемые облигации могут использоваться как эффективное средство замещения долговых ресурсов (68 стратегий из Топ-100, в остальных 32 случаях долговая нагрузка не изменяется или незначительно увеличивается);
- Порядка 90% полученных стратегий предполагают привлечение внешнего долевого финансирования по результатам первого-второго года стадии (может быть структурировано путем публичного размещения акций или продажи доли владения стратегическому инвестору);
- Порядка 10% стратегий предполагают продажу контрольной доли владения в течение 2 лет, что становится возможным благодаря ослаблению предпосылки о критичности контроля. При этом порядка 2% полученных стратегий, помимо продажи контрольной доли владения, не предполагают выпуск конвертируемых облигаций;
- Классическая долговая нагрузка в течение стадии жизненного цикла для наилучших стратегий находится ниже максимально допустимого уровня (в среднем 21% от активов вместо допустимых 42% в первый год с последующим снижением до 12%-14% в среднем, при этом изменение уровня долговой нагрузки не обязательно связано с привлечением внешнего финансирования, что подтверждается наличием различных стратегий – при условии отсутствия конвертируемых облигаций), что обусловлено возможными потерями от неблагоприятного финансового положения в случае чрезмерной долговой нагрузки.

Таким образом, доказано, что аналогично предыдущей стадии, эффективные стратегии со статическим уровнем долговой нагрузки занимают незначительную долю (порядка 1,6% от общего числа), что свидетельствует о неприменимости подхода со стационарным соотношением.

#### **4. Методика выбора финансовых инструментов для реализации стратегии финансирования, увеличивающей стоимость компании**

Основной задачей в рамках методики является получение набора стратегий финансирования и реализующих их финансовых инструментов, позволяющих увеличить стоимость компании для изначальных акционеров. Объектом применения методики может быть любая компания нефинансового сектора вне зависимости от рынка и сферы деятельности.

Авторская методика является комплексной, учитывает множество факторов, связанных с недетерминированностью финансовых показателей деятельности компании, внешних ограничений и последствий принятия финансовых решений, при этом оставаясь относительно простой и практичной, что открывает значительные возможности для руководства и собственников по увеличению стоимости компании. Методика включает в себя следующие этапы:

**На первом этапе** проводится определение стадии жизненного цикла, на которой находится компания, и соответствующих характеристик и финансовых показателей. Результатом этапа является получение полного набора входных данных для проведения моделирования.

**На втором этапе** проводится моделирование соответствующей стадии жизненного цикла и выбор набора целевых стратегий финансирования на основе результатов моделирования. В случае начальной стадии дополнительно осуществляются соответствующие рекурсивные расчеты согласно разработанному авторскому алгоритму. По результатам второго этапа формируется набор стратегий финансирования, увеличивающих стоимость компании, ранжированный по убыванию чистой приведенной стоимости для изначальных собственников.

Краткая схема этапов 1 и 2 приведена на Рисунке 4.

Рисунок 4. Этапы 1 и 2 методики выбора целевых стратегий финансирования



Источник: составлено автором

На третьем этапе осуществляется выявление дополнительных ключевых факторов, влияющих на стратегии финансирования, увеличивающие стоимость компании.

В предлагаемой модели не учтен ряд факторов (в частности, в силу сложности их количественной оценки), которые могут оказать существенное влияние как на выбор стратегии финансирования, так и на возможность реализации ряда стратегий. В рамках диссертационного исследования были выявлены следующие факторы (Таблица 8):

Таблица 8. Дополнительные факторы, влияющие на выбор стратегии финансирования

Тип фактора	Факторы
Внешние факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>Фактические сроки привлечения финансирования;</li> <li>Состояние рынков капитала и долговых рынков;</li> <li>Защитные и гарантийные механизмы, требуемые финансовыми и стратегическими инвесторами;</li> <li>Регуляторные и антимонопольные ограничения.</li> </ul>
Внутренние факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>Наличие достаточного количества собственных средств у акционеров;</li> <li>Качество обеспечения долга;</li> <li>Наличие уникальных активов/конкурентных преимуществ.</li> </ul>

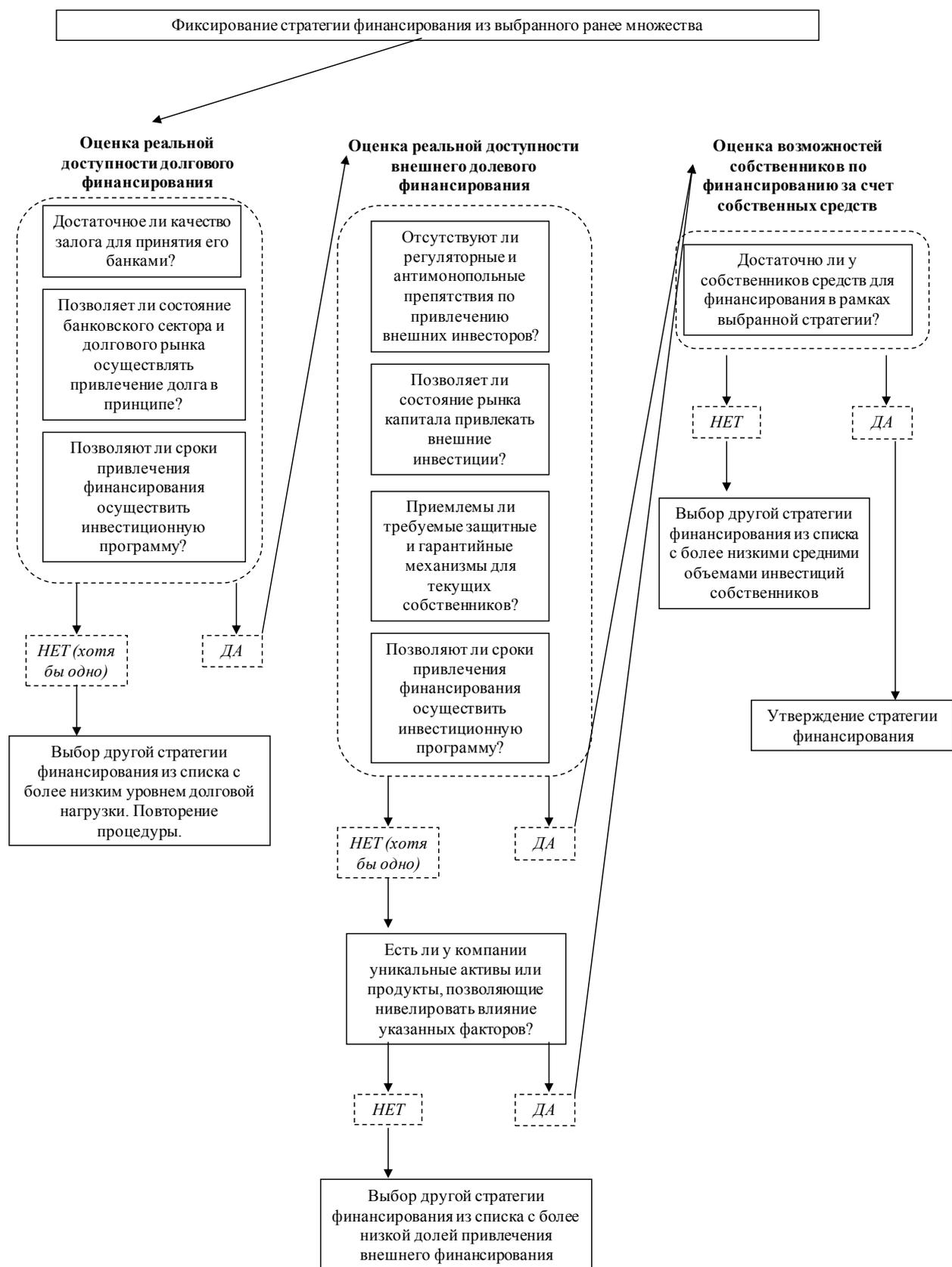
Источник: разработано автором

Включение данных факторов в методику формирования стратегии финансирования позволяет учесть специфику конкретной компании, что создает возможность более широкого практического применения полученных автором результатов.

На четвертом этапе (Рисунок 5) применяется авторский алгоритм выбора увеличивающих стоимость компании стратегий финансирования, позволяющий учесть как

результаты моделирования, так и дополнительные факторы, оказывающие влияние на возможность реализации стратегии финансирования.

Рисунок 5. Этап 4 методики: алгоритм выбора стратегии финансирования по итогам моделирования с учетом дополнительных факторов



Источник: составлено автором

По результатам применения данного алгоритма может остаться несколько стратегий финансирования, что обеспечивает большую степень гибкости при выборе финансовых инструментов (например, в случае резкого изменения рыночной конъюнктуры и прочих факторов, влияющих на доступность финансирования, стратегию можно будет оперативно изменить).

В то же время результатом применения алгоритма является как минимум одна стратегия финансирования, поскольку у собственников всегда существует альтернатива по полному выходу из бизнеса либо путем продажи его стратегическому инвестору, либо путем ликвидации компании и получения соответствующей доли в чистых активах (за вычетом расходов на ликвидацию – издержек по продаже активов, юридических расходов, расходов на восстановление окружающей среды в случае наличия экологических требований и т.д.) – то есть полученный алгоритм является универсальным.

Таким образом, в диссертационной работе автором предлагается подход к выявлению стратегий финансирования, увеличивающих стоимость компании для изначальных акционеров на различных стадиях жизненного цикла, авторская финансовая модель для определения соответствующих стратегий, а также полная методика по выбору финансовых инструментов в рамках реализации таких стратегий.

#### **Применение методики на примере российских компаний**

В качестве подтверждения возможности использования методики на российском рынке автором был рассмотрен пример двух российских компаний – «Аптеки 36,6» и «Вимм-Билль-Данн». Данные компании были выбраны по следующим причинам:

- Обе компании входят в индекс РТС, что обуславливает наличие достаточного объема финансовой информации в открытом доступе, в том числе отчетности по международным стандартам;
- Компании являются полностью рыночными, т.е. 1) государство не является акционером; 2) сфера деятельности не является жестко зарегулированной (как например, в случае с добычей нефти и газа)
- Обе компании являются типичными примерами, иллюстрирующими противоположное финансовое положение: «Аптеки 36'6» являются известным на рынке проблемным активом, а «Вимм-Билль-Данн» - успешной компанией, акционеры которой реализовали стоимость в ходе продажи Pepsi со значительной премией к рынку.

На примере выбранных компаний было показано совпадение результатов применения методики и фактического финансового положения/капитализации:

- стратегия финансирования, выбранная акционерами и менеджментом «Аптек 36,6», не входила в множество стратегий, увеличивающих стоимость компании согласно модели, и в то же время привела к негативному финансовому положению компании;
- стратегия финансирования «Вимм-Билль-Данн» входит в множество целевых стратегий согласно результатам применения методики, при этом в настоящее время финансовое положение компании стабильно и она является одной из наиболее перспективных в секторе.

Таким образом, реальные примеры российских компаний не противоречат результатам авторской методики в части выбора увеличивающей стоимость компании стратегии финансирования.

### **Перспективные направления исследований**

Возможными направлениями дальнейших исследований являются:

- 1) Проведение анализа чувствительности полученных стратегий к изменению основных факторов, определяющих стадию жизненного цикла компании как внутри одной стадии, так и при переходе между ними, что позволит определить рискованность выбранной стратегии и определить возможности ее корректировки при изменении указанных факторов;
- 2) Обобщение предложенной модели на случай публичной компании, с дополнительным введением рыночной капитализации компании как результата состояния рынка и действий по управлению компанией, что позволит более детально изучить возможности по увеличению стоимости компании на стабильной стадии жизненного цикла.

## **III ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ РАБОТЫ**

*В изданиях с грифом ВАК:*

Захаров С.В., Никитушкина И.В. Финансирование компании на стадии роста - возможности и преимущества гибридных финансовых инструментов // Вестник Московского Университета, серия 6, Экономика, №1, 2010 – 0,54 п.л.

Захаров С.В., Увеличение стоимости компании на стадии роста в рамках привлечения долевого финансирования // Экономические науки, №69 – 0,45 п.л.

Захаров С.В., Эффективный подход к реструктуризации долговых займов компаний в условиях финансового кризиса – возможности использования конвертируемых финансовых инструментов // Вопросы экономики и права, №31 - 0,45 п.л.

*В других изданиях:*

Захаров С.В., Конвертируемые облигации как эффективный инструмент финансирования компании на стадии роста // Ежеквартальное научно-аналитическое издание Фонда Финансы и Развитие [Электронный ресурс, [www.fond-fir.ru](http://www.fond-fir.ru)] – 2008 – №1 – 1,04 п.л.