

20 мая 2014 г.

Краткосрочные кредиты: проблема национального масштаба

Собственники и менеджеры, которые предпочитают краткосрочные кредиты, подвергают компании значительным рискам. О серьезных финансовых ошибках и о путях их решения E-xecutive.ru рассказывает декан Высшей школы финансов и менеджмента РАНХиГС профессор Елена Лобанова.

Высшая школа финансов и менеджмента, будучи факультетом **Российской академии народного хозяйства и госслужбы при Президенте РФ**, готовит финансовых менеджеров, финансовых управляющих (финансовых директоров, казначеев, контролеров-бухгалтеров), финансовых и инвестиционных аналитиков, риск-менеджеров и финансовых математиков. Это ее четко очерченная стратегическая ниша, которая определяет место и роль ВШФМ не только в России, но и в мире. Таких профессиональных бизнес-школ не так много, у нас в стране она одна. Концепцию развития Школы определяют: интернационализация ее деятельности и стремление к высокому качеству обучения. Программы MBA «Финансы» и магистратура Школы в этом году получили международную аккредитацию высшей категории (EPAS/ EFMD). Бакалаврские и магистерские программы ориентированы на получение двух дипломов: государственного российского и дипломов **University of Portsmouth** (Великобритания) и **Brussels Business School** (Бельгия). Слушатели программ EMBA «Стратегические финансы» и «Управление капиталом» во время обучения много и часто стажировались за рубежом: в разных странах и на разных континентах.

E-xecutive.ru: *Рецессия в российской экономике – это надолго?*

Елена Лобанова: **Кризисная ситуация** – скорее нормальное, чем аномальное явление. Подъемы и спады в экономике – это норма. Невозможно постоянно развиваться в условиях непрерывного, иначе неуклонного, и тем более ускоренного роста. Непонимание этого приводит к очень серьезным ошибкам в инвестиционно-финансовой политике и на макро и на микроуровне. Если мы принимаем цикличность, противостоящую привычным трендам, как некую парадигму для организации управленческой деятельности, парадигму, которая лежит в основе управленческо-финансовых решений, то многое будет видаться и трактоваться по-другому. Примером сказанному может служить одна из ошибок, которая за последнее десятилетие приобрела национальный масштаб. Кстати говоря, о наличии этой ошибки говорит целый набор фактов и наблюдений. Речь идет о желании подавляющего числа руководителей компаний, независимо от размеров их бизнеса, состояния дел в их компаниях и в экономике в целом, жить постоянно в режиме ускоренного роста. К сожалению, таких руководителей много, очень много. Они ошибочно полагают, что рост как тенденция будет продолжаться всегда, при этом они смотрят на географическую карту, которая с их точки зрения служит наглядным подтверждением наличия емкого и безграничного рынка. На самом деле это не так. В итоге они вынуждены кредитовать свои неумеренные амбиции роста, но, как известно, агрессивная

финансовая политика, не подкреплённая обоснованными стратегическими альтернативами, приводит компании не просто в тупик, но создает угрозу их банкротства, пусть пока и скрытого.

E-xecutive.ru: *Это – масштабная проблема?*

Е.Л.: Это – колоссальная проблема, охватившая практически всю страну. В нашей школе мы уже более десяти лет глубоко и серьезно занимаемся комплексной финансовой диагностикой российских компаний преимущественно реального сектора с применением самых современных алгоритмов. Выводы наших исследований говорят о том, что большая часть российских компаний, включая и крупный российский бизнес, находится в стадии спада, которая характеризуется отрицательным спрэдом доходности. Проще говоря, производительность большинства российских компаний в настоящее время ниже средневзвешенной стоимости капитала на российских финансовых рынках.

E-xecutive.ru: *Как соотносятся рецессия в одном отдельно взятом бизнесе и в экономике в целом?*

Е.Л.: Есть внутренняя цикличность бизнеса. На нее наслаиваются другие циклы: отраслевые, структурные – они «удлиняют» диапазон колебаний каждого отдельного бизнеса. Наши наблюдения в таких отраслях как промышленность и торговля, свидетельствуют, что рецессия в компании длится два-три года, в этом случае она преодолевается довольно безболезненно. «Запаса» прочности компании хватает в среднем на три года, ведь именно трехлетний цикл движения совокупных запасов любой производительной компании лежит в основе «пирамиды циклов», архитектоники цикличного развития. Я не видела более коротких циклов в бизнесе, хотя они скорее всего возможны, например, в результате шокового эффекта. Возможны и более длинные циклы, например, продолжительная рецессия бизнеса под воздействием внешних по отношению к компании условий. Но в рамках собственной деятельности каждой компании нужно, полагаю, ориентироваться на цикл продолжительностью в три года. Это условие надо принимать при разработке системы мер для выхода из рецессии и перехода к следующей фазе и соответственно этапу развития бизнеса.

E-xecutive.ru: *Представим себе, что компания разработала эти меры, и что для их реализации требуется, во-первых, принять на себя новые риски, во-вторых, привлечь финансирование. На ваш взгляд, это разумные решения сегодня, в мае 2014 года, в условиях, когда российская экономика входит в рецессию?*

Е.Л.: Безусловно, в этих условиях нужно и рисковать, и кредитоваться. Звучит это, пожалуй, несколько парадоксально. Однако самое удивительное то, что когда вы исследуете структуру капитала, финансовые риски, вдруг выясняется, что максимально допустимые финансовые риски и максимальная величина заимствования приходятся как раз на стадию кризиса, на период спада и рецессии. Это парадокс, но лишь на первый взгляд. Именно в период стагнации возникает колоссальная потребность в реструктуризации: в обновлении линейки продуктов, в завоевании новых регионов и рыночных ниш. Другое дело, что у вас при этом должен быть портфель инвестиционных проектов, оценка которых должна производиться с учетом многообразия рисков. Речь идет об оценке

инвестиционных проектов с использованием метода реальных опционов. Если мы сможем создать многовариантность инвестиционных решений (инвестиционных исходов) с помощью алгоритма реальных опционов мы сможем вплотную подойти к концепции проектного целевого проектного финансирования. Очень приближенно – это заемное финансирование под конкретные проекты с нестандартными алгоритмами реализации, позволяющими организовать операционный и финансовый контроллинг по каждому направлению инвестирования.

E-xecutive.ru: *Какие источники финансирования бизнеса предпочтительны в этих условиях?*

Е.Л.: В России довольно регулярно совершается ошибка массового характера. Это представление о том, что финансировать потребность компании или бизнеса в оборотном (рабочем) капитале компании нужно за счет коротких денег: будь то краткосрочные банковские кредиты или кредиторская задолженность. Собственники и топ-менеджеры почему-то в этом убеждены, и мы с этим убеждением неустанно боремся в нашей бизнес-школе, пытаюсь доказать агрессивность и несбалансированность подобной финансовой политики. Это еще одна ситуация, которая неизбежно способна привести компанию к состоянию, именуемому предбанкротством. Усугубляется данная ситуация в условиях кризиса, когда возникают риски неплатежей и падает внутренняя оперативная ликвидность. Коротко объясню сказанное. Специфика краткосрочного кредитования заключается в том, что и условия кредитования и соответствующие денежные потоки нужно по сути непрерывно воспроизводить, но в условиях кризиса это воспроизводство становится зачастую невозможным.. В итоге рождается набор правил поведения в кризисных ситуациях, которые якобы противоречат традиционным общепринятым представлениям в теории и практике финансирования. Первое правило: свою текущую потребность в рабочем капитале компания должна в основном финансировать за счет долгосрочных источников. При этом не имеет значения, какие это деньги – собственный капитал или долгосрочные заимствования. Те компании, которые поняли это в 2008 году и успели реструктурировать свой капитал, перераспределив нагрузку на долгосрочное финансирование – выиграли. Помимо всего прочего они сумели уйти от проблемы неплатежей. Когда слушатели программ EMBA, MBA или Школы финансового директора рассказывают о том, сколько им удалось получить кредитов, мне остается задать лишь один вопрос: «У вас дети есть?» Звучит он жестко и неожиданно. Но наемным менеджерам любого ранга следует помнить о том, что кредиты – это объект важнейшего агентского конфликта между собственниками и наемными менеджерами. Ведь отвечать по заемным обязательствам менеджеру придется своей карьерой, зарплатой, судьбой своей семьи.

Финансировать рост можно только за счет собственного капитала, а брать займы можно лишь пропорционально росту собственного капитала. Это правило второе. Обратите внимание на структуру капитала российских компаний. За редким исключением у наших компаний доля собственного капитала весьма невысока – владельцы не всегда, скажем мягко, понимают что в период роста, если таковой наблюдается, всю прибыль необходимо направлять на развитие и забыть на какое-то время о дивидендах в денежной форме. Одновременно нужно развивать

фондовый рынок, способствуя кампаниям IPO и SPO, развивая ликвидность этого рынка, внешнюю ликвидность компаний...

E-xecutive.ru: *Но компании среднего размера не могут выйти на фондовый рынок, как им действовать в этих условиях?*

Е.Л.: Да, компаниям среднего и малого бизнеса трудно получить долгосрочные займы, прежде всего потому, что им нечего предоставить в залог. Им остается только одно: резко наращивать эффективность своей деятельности, или так называемую операционную доходность, увеличивая долю собственного капитала за счет нераспределенной прибыли. Собственно говоря, на практике так и происходит: владельцы среднего бизнеса, часто создают компании, используя свой капитал: денежный, организационный, интеллектуальный и пр. Они предпочитают собственные источники финансирования. Брать чужие деньги займы им и не выгодно, и опасно.

E-xecutive.ru: *Как сохранить ликвидность в период кризиса, если она есть?*

Е.Л.: Отчасти на этот вопрос я уже ответила: во-первых, надо реструктурировать источники финансирования и резко сократить долю краткосрочного кредитования. Во-вторых, если есть ликвидность, ее можно усилить, но для этого нужно мыслить не в терминах бухгалтерского учета, тем более российского бухгалтерского учета. Мы, сохраняя принципы РСБУ в качестве основы финансовой архитектуры, отодвигаем принципы финансового управления в 70-е годы прошлого столетия. На практике все очень просто. Весь корпоративный мир управляет финансами, основываясь на денежных потоках и концепции ценности. А мы все еще управляет прибылью, упорно пытаюсь достичь ее максимального значения за непродолжительное время, в лучшем случае за год. С 1987 года Международными стандартами финансовой отчетности предусматриваются учет управление финансами, основанные на денежных потоках. Именно в 1987 году в системе МСФО была утверждена окончательная структура операционного денежного потока, которая с тех пор не пересматривалась. Если компания управляет операционным денежным потоком, балансируя его величину в формате платежного календаря, она всегда будет ликвидна. В качестве основы оперативного финансового управления на экране компьютера у финансового директора должен высвечиваться не баланс «позавчерашнего дня», а платежный календарь и прогноз денежных потоков как минимум на ближайшие две недели, месяц, полгода и т.д.

E-xecutive.ru: *Как настроить инструментарий KPI, что делать с премиями, бонусами в условиях кризиса?*

Е.Л.: KPI эффективны тогда, когда соединены с системой сбалансированных показателей. KPI топ-менеджеров, полагаю, должны быть привязаны к такому индикатору как экономическая добавленная ценность (EVA) или его возможных версий, которых сегодня существует очень много. В свое время с его помощью была предпринята попытка уловить реальный вклад топ-менеджеров в приращение конечного продукта. Если нет такого приращения – индикатор EVA имеет отрицательное значение. А если это так, то прав на бонусы у топ-менеджеров нет никаких. Что же касается премий, то они бывают разными –

бонусные по итогам года, текущие премии, которые представляют собой скрытую форму доплаты в условиях невысокой средней оплаты труда. Думаю, в период падения доходов, такого рода премии для наемного персонала надо стремиться сохранять за счет сокращения премий топ-менеджеров, что и происходило в 2008 году в компаниях, где относятся к бизнесу с чувством корпоративной социальной ответственности. И еще. В структуре постоянных затрат компании, которые необходимо сокращать в период кризисов – это сокращение расходов на содержание административно-управленческого аппарата, включая зарплату топ-менеджеров и тех, кто их обслуживает, например, персональных водителей.

E-xecutive.ru: *Какие подразделения и функции, на ваш взгляд, стоит сократить компаниям в период кризиса?*

Е.Л.: Это очень персонифицированный вопрос: ответ на него зависит от ситуации в компании. В кризис надо резко сокращать постоянные расходы. Обычно компании сокращают зарплату административно-управленческого персонала, о чем я уже сказала, расходы на рекламу и на научно-исследовательские работы. В этом же ряду находится амортизация основных средств. Что же касается сокращения персонала – это индивидуальный процесс, связанный с оптимизацией организационных схем управления.

E-xecutive.ru: *Как кризис влияет на мотивацию слушателей? Связан ли их приход в бизнес-школу с осознанием того, что что-то в бизнесе идет (или может пойти) не так?*

Е.Л.: Это зависит от типа слушателей. Я вижу несколько категорий, у представителей каждой из них – разные мотивы. Первые приходят с ощущением неполноты своих знаний. Они понимают, что те знания, которые они получили, это не очень качественное образование. Слушателей этого типа волнует судьба бизнеса, они, как правило, отвечают за принятие стратегических решений, хотя, полагаю, они обеспокоены этими вопросами меньше, чем, например, владельцы компаний и топ-менеджеры, отвечающие за капитал и за приращение ценности. Вторые заинтересованы в том, чтобы выйти на международный уровень, и мы им в этом помогаем. Когда в рамках международной аккредитации (программы MBA «Финансы» и магистратуры получили в этом году аккредитацию EPAS/EFMD), к нам приезжают проверяющие из-за рубежа и просматривают выпускные проекты слушателей, они понимают, что там написано, хотя проекты выполнены на русском языке. Это возможно лишь в том случае когда аппарат, применяемый для расчетов, формализован – в этом случае он читается в любой точке земного шара. Третьи – финансовые руководители различного уровня и ранга, зачастую не имеющие финансового образования – математики, инженеры (очень часто – бывшие главные инженеры, назначенные финансовыми директорами), которые читают профессиональную литературу, например, «Принципы корпоративных финансов» **Ричарда Брейли** и **Стюарта Майерса**. К нам они приходят за систематизацией собственных знаний и представлений. Вот эту систему мы и стараемся им дать с небольшим опережением – школа должна представлять, какими знаниями обладают абитуриенты, чтобы опережать, предвосхищать и превосходить ожидания слушателей. Четвертая категория – финансовые и инвестиционные аналитики. В этом году начинаем учить риск-менеджеров и финансовых математиков. Эти специальности требуют серьезной математической

подготовки, поэтому в школе создано отделение количественных финансов. Тем самым мы будем отличаться от других бизнес-школ серьезной математизацией финансового образования.

E-xecutive.ru: *Как школа добивается опережения, о котором вы сказали?*

Е.Л.: Первая часть ответа очевидна – это большая, тяжелая работа, имеющая непрерывный характер. Как только заканчиваются длительные новогодние праздники, начинается февраль, я и мои коллеги начинаем формировать следующий учебный год. Анализируются и каждая дисциплина, и каждая программа. Мы ежегодно пересматриваем учебные планы как с организационной, так и с содержательной точки зрения. Все «провисания» устраняются.

Второй очень важный момент – работа преподавателей над собой. В школе – три выпускающие кафедры, действует академическая система, позволяющая собрать специалистов, которые а) имеют огромный научный потенциал, б) могут и умеют готовить публикации, в) много ездят за рубеж учиться. У большой части преподавателей, которые работают в школе, очень серьезное зарубежное образование, – такое, которое и в Европе редкость.

Третий момент – работа с литературой и общение с зарубежными специалистами, с которыми мы сотрудничаем напрямую в рамках различных профессиональных ассоциаций. Мы покупаем учебные материалы организаций-лидеров, определяющих положение дел в современных финансах – **CFA Institute, Chartered Institute of Securities and Investments, Association of certificate international investment analysts** и многие другие. Те преподаватели, которые владеют английским, изучают эти материалы в оригинале, для других мы организуем перевод.

Одно из нововведений 2014 года, к примеру, заключается в том, что знаменитый тренинг по финансовой диагностике в школе теперь будет проводиться на базе международных стандартов финансовой отчетности (МСФО), а не российских стандартов бухгалтерского учета (РСБУ). Слушатели должны будут провести трансформацию отчетности компаний и проанализировать бизнес заново в формате международных стандартов. Получаются интересные результаты, например, коэффициенты доходности на базе МСФО оказываются выше, чем на базе РСБУ, за исключением одного – операционной доходности. Данное любопытное обстоятельство означает лишь одно, очевидно, что существует система измерителей, которая инвариантна по отношению к стандартам учета, мы с **Михаилом Литвиненко**, ведущим специалистом по МСФО в России, преподавателем нашей школы, эти измерители нашли и посчитали: они остаются стабильными при любом способе учета.

E-xecutive.ru: *Вы сказали, что уровень подготовки слушателей (в том числе подготовки в области математики) – различен. Как в этих условиях школа строит учебный процесс?*

Е.Л.: В 2014 году мы перешли на кластерный подход, когда каждое базовое профессиональное направление реализуется не одним человеком, а командой специалистов. Это сделано для того, чтобы существенно поднять качество

обучения и избежать недочетов, возникающих в том случае, когда ресурсов одного человека не хватает для того, чтобы охватить курс, а точнее комплекс проблем в рамках конкретного направления целиком. Образование строится по восходящей спирали, в рамках которой расположены кластеры, начиная от нулевого уровня, который и мы, и в мире называют pre-courses – он предназначен для тех, кто приходит без необходимых базовых знаний. Шаг за шагом слушатель поднимается по спирали, определенную часть программы он проходит за рубежом. Мы заключили длительную конвенцию с одной из лучших школ мира **Solvay Brussels School**, которая организует на своей базе встроенные учебные модули для программ MBA и EMBA [ВШФМ](#). Магистратура нашей школы ориентирована на получение диплома этой бельгийской школы. Еще один пример – деловые игры для слушателей EMBA, которые проводит **Немецкая академия менеджмента**. Деловые игры сопровождаются посещением немецких заводов. Слушатели отзываются об этих стажировках с восторгом.

E-xecutive.ru: *Как дипломный проект вписан в спираль, о которой вы рассказываете?*

Е.Л.: Дипломные проекты представляют собой очень серьезную часть обучения на программах MBA. Работа над ними начинается с первого дня обучения в бизнес-школе. Для того, чтобы этот проект решал какие-то конкретные проблемы, он должен включать несколько обязательных алгоритмов: комплексный анализ, диагностику, матричное моделирование. Потом слушатели начинают серьезно заниматься инвестиционными решениями, методами их оценки, стратегическими альтернативами, пакетом инвестиционных проектов, и обязательно завершают это методом реальных опционов. У дипломного проекта как минимум четыре руководителя, которые курируют четыре направления: финансовая аналитика, стратегический менеджмент, инвестиции, практика (в качестве руководителей-практиков выступают представители реального бизнеса, зачастую – представители компании, в которой работают слушатели. При этом до защиты дипломного проекта доходят с первого раза только 30% слушателей, остальные вынуждены переделывать дипломные работы, это может занять полгода и год, при этом школа финансирует продолжающуюся работу научных руководителей, но по-другому мы поступить не можем, потому что если мы незаслуженно ставим человеку четверку или пятерку, мы рискуем собственным именем, поскольку некачественный проект активно внедряется в практику.

E-xecutive.ru: *Вы отслеживаете судьбы выпускников?*

Е.Л.: Да, у нас есть центр карьеры, ассоциация выпускников, они постоянно отслеживают ситуацию и видят, что после окончания школы очень многие выпускники (более 70%) делают серьезный разворот в карьере. В нашу школу приходят, как правило, наемные сотрудники, которые находятся в состоянии агентских конфликтов. Получив навыки и знания, о которых я рассказывала, они чувствуют свою силу и уходят в самостоятельное плавание.

Беседовал Андрей Семеркин, E-xecutive.ru

<http://www.e-xecutive.ru/education/mbarus/1918584-kratkosrochnye-kredity-problema-natsionalnogo-masshtaba>

