УПРАВЛЕНЕЦ № 4/56/ 2015

Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности[1]

ХОТИНСКАЯ Галина Игоревна
Доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
125993, РФ, г. Москва, Ленинградский пр., 49
Тел.: (499) 943-98-55
E-mail: academy@fa.ru

Ключевые слова

КОРПОРАТИВНЫЙ РОСТ
ТЕОРИЯ РОСТА
КАЧЕСТВО РОСТА
ФИНАНСОВЫЕ ИЗМЕРЕНИЯ
ЭМПИРИЧЕСКИЕ ЗАКОНОМЕРНОСТИ
МОДЕЛЬ РОСТА

Аннотация

Теоретическое осмысление корпоративного роста имеет длительную историю – с 30-х годов XX века. Растущий интерес теоретиков и практиков к этой области знаний, наблюдавшийся в последней четверти прошлого столетия за рубежом, в новом тысячелетии проявился и в России. Российская действительность специфична не только в плане отставания в научных интересах и прикладных технологиях (что объективно в силу непродолжительного опыта рыночных преобразований), но и в плане интерпретации проблемы корпоративного роста со стороны бизнеса. Если за рубежом корпоративный рост интерпретируется прежде всего в терминах роста стоимости бизнеса, то в России безусловной доминантой является рост продаж. В статье рассматриваются теоретические аспекты корпоративного роста, подходы к его измерению и эмпирические особенности роста российского бизнеса.

JEL classification

D9, G3, O4

Экономический рост и его закономерности считаются на сегодняшний день одной из наименее изученных ключевых экономических проблем современности [9. С. 311]. Детерминанты и факторы экономического роста с середины XX века ищут многие ученые и экономические школы. В большинстве своем они ориентированы на макроэкономический рост, однако в основу многих моделей экономического роста заложены микроэкономические процессы. Макроэкономический рост зачастую интерпретируется как процесс агрегирования или суммирования индивидуальных решений и результатов на микроуровне [9. С. 324]. В свою очередь, выбранная модель макроэкономического роста обусловливает уровень и качество внешней среды, которая оказывает стимулирующее/дестимулирующее воздействие на экономических агентов. Принимаемые на микроуровне стратегии и решения являются производными от параметров институциональной среды, налоговой политики макро- и мезоуровня, инновационных экстерналий и многих других факторов внешнего окружения. Внешняя среда обусловливает оптимизирующие решения на уровне экономических агентов и неизбежные трансферты извне.

В этих условиях со второй половины XX века (особенно в последней его четверти) наблюдается трансформация корпоративных приоритетов в направлении динамики и смена доминант в инструментах развития с эндогенных (внутренних, прежде всего прибыли) на экзогенные (внешние, рыночные). Одним из важнейших корпоративных приоритетов становится рост, измеряемый посредством рыночной стоимости бизнеса, объема продаж и добавленной стоимости, численности работников, размера активов и т.д. Корпоративный рост становится более точным и надежным оценочным критерием по сравнению с традиционным приоритетом – максимизацией прибыли. Это объясняется следующими причинами:

во-первых, рост через расширение рынков ставит компанию в наиболее устойчивое и безопасное положение по сравнению с конкурентами;

во-вторых, в ситуации роста компания получает большую свободу маневра и возможность оказывать влияние на принятие решений в отдельных сферах бизнеса;

в-третьих, осуществление стратегии диверсификации предполагает расширение номенклатуры выпускаемой продукции, а значит, освобождает компанию от узкого круга товаров/услуг и обусловленной этим сильной зависимости. В случае убыточности производства одного из продуктов диверсификация позволяет безболезненно переключиться на выпуск более рентабельных изделий;

в-четвертых, показатель роста в долгосрочном периоде – один из лучших измерителей делового успеха компании. Финансовые аналитики и инвесторы оценивают компании не только по величине полученной прибыли, но и по потенциалу роста. В рейтингах ведущих агентств всегда представлены лучшие компании года по объему продаж, уровню прибыли, рыночной стоимости и темпам роста;

в-пятых, нацеленность на рост, включая диверсификацию, создает возможность преследовать другие корпоративные цели – получение прибыли, выплату высоких дивидендов акционерам, повышение курса ценных бумаг и т.д. [11. С. 110–111].

Многие ученые и научные школы внесли свой вклад в теоретическое осмысление проблематики корпоративного роста. Например:

- американский экономист Герберт Саймон (лауреат Нобелевской премии 1978 г.) сформулировал целевую концепцию экономического поведения, заключающуюся в необходимости приоритетного удовлетворения интересов

[1] Статья подготовлена по результатам исследования в рамках госзадания Финансового университета при Правительстве Российской Федерации 2015 г.

UPRAVLENETS № 4/56/ 2015

Corporate Growth: Theory, Financial Indicators, Empirical Regularities

Galina I. KHOTINSKAYA
Dr. Sc. (Econ.), Professor of Corporate Finance Dept.

Financial University under the Government of the Russian Federation
125993, RF, Moscow, Leningradsky Ave., 49
Phone: (499) 943-98-55
E-mail: academy@fa.ru

Keywords

CORPORATE GROWTH
THEORY OF GROWTH
QUALITY OF GROWTH
FINANCIAL MEASUREMENT
EMPIRICAL REGULARITIES
GROWTH MODEL

Abstract

Theoretical understanding of corporate growth has a long history – from the 30s of the XX century. However, the growing interest of theorists and practitioners in this knowledge area which was observed in the second half of the XX century in foreign countries is now, in the new Millennium, also typical of Russia. Russian reality is specific not only in terms of gaps in scientific interests and applied technologies (what is true due to the limited experience of market transformation), but also in terms of the interpretation of the corporate growth problem from the viewpoint of business. Corporate growth overseas is interpreted primarily in terms of business value. In Russia, in contract, the sales growth serves as the absolute dominant. The article discusses the theoretical aspects of corporate growth, approaches to its measurement and empirical features of Russian business growth.

JEL classification

D9, G3, O4

собственников. В прикладном своем значении она формулируется как «максимизация рыночной стоимости компании» с целью максимизации благосостояния собственников. По мере разделения собственности и управления этот приоритет выходит на первый план и формируются целевые индикаторы для оценки результатов деятельности менеджмента в интересах собственников;

- Роберт Гибрат в 30-е годы XX века выдвинул гипотезу о стохастическом характере темпов роста компании и разработал первую формальную модель корпоративного роста, именуемую законом Гибрата (Gibrat's Law – GL). В 50-е годы по мере увеличения интереса научной общественности к проблемам экономического роста начались массовые эмпирические исследования валидности GL;
- в конце XX века появилась VBM-концепция, или концепция стоимостно-ориентированного управления, а также множество ее разновидностей (SVA, EVA, CVA, EBM, MVA, EBO, FEVA, CFROI, RCF, CFA, FCF/FCFF, IVBM и др.), каждая из которых ориентирована на свой ключевой индикатор, позволяющий оценить меру достижения стратегических целей.

Это «три кита», ставших основанием современной теории корпоративного роста. Вместе с тем практика показывает, что увеличение масштаба деятельности на определенном этапе корреспондируется с ростом многих управленческих расходов, в том числе так называемых дискреционных расходов, превышающих «нормальные» расходы, необходимые для поддержания минимально допустимого для акционеров уровня прибыли (управленческая слабина – привилегии, дополнительные расходы на персонал и т.д.). Вследствие этого возникает проблема определения оптимального размера бизнеса – масштаба производства и продаж, при котором достигаются наименьшие удельные затраты и, соответственно, приемлемый темп корпоративного роста.

Кроме того, не всякое качество корпоративного роста способствует процветанию компании на средне- и долгосрочных временных горизонтах. Так, несбалансированный рост способствует накоплению рисков. Рост, понимаемый как увеличение бухгалтерской прибыли, может превратиться для компании в ловушку. Рост, сосредоточенный на эксплуатации активов, существенно примитивнее того, что считается эталоном качества. Рост исключительно в ракурсе стоимости компании может оказаться «близоруким» [2].

Это означает, что для поддержания роста в средне- и долгосрочной перспективе необходимы индикаторы, характеризующие качество роста, и инструменты, позволяющие разрабатывать и реализовывать соответствующие корпоративные стратегии.

В современных финансовых практиках используются разнообразные измерения качества корпоративного роста, на основе которых формируются управленческие технологии. В их числе:

- критерии сбалансированного роста («золотое правило экономики предприятия»);
- модели роста в терминах объема продаж и прибыли (модели Хиггинса, Дж. Ван Хорна, BCG и др.);
- оценки будущего роста (FGV);
- матрицы роста И.В. Ивашковской и П. Вигери, С. Смита, М. Багаи.

Прежде всего, развитие компании должно быть сбалансированным. Для оценки сбалансированности/несбалансированности роста применяют «золотое правило экономики предприятия» (взаимосвязанные показатели экономического роста). В соответствии с этим правилом темпы роста прибыли ($T_{прибыль}$), объема продаж ($T_{продажи}$) и активов ($T_{активы}$) должны соответствовать системе неравенств:

$$T_{прибыль} > T_{продажи} > T_{активы} > 100\%. \quad (1)$$

Неравенство в первой своей части означает, что прибыль растет опережающими темпами по сравнению с продажами, следовательно, имеет место экономия на издержках. Вторая часть

неравенства указывает на то, что капитал, авансированный в факторы производства, генерирует растущие продажи (доходы), следовательно, эффективнее используются ресурсы. Третья часть неравенства говорит о приращении ресурсного потенциала компании, увеличении активов, генерирующих продажи (прямо или косвенно) [3. С. 23–24; 4. С. 246].

Сбалансированный рост – непременное условие устойчивого роста, который, по сути, означает «продолжающееся» («самодостаточное») развитие. Термин «устойчивое развитие» был введен в деловой оборот Комиссией Брунтланд – Международной комиссией по окружающей среде и развитию – в 1987 г. В настоящее время в мире активно идет поиск критериев и индикаторов устойчивого развития. Их разрабатывают ООН, Всемирный банк, Организация стран экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Европейская комиссия, Научный комитет по проблемам окружающей среды (SCOPE) и др. При этом термин устойчивого роста/развития относится прежде всего к национальной экономике. Однако в последние десятилетия его применяют к экономическим системам различного уровня: мегауровня (межгосударственного уровня), мезоуровня (уровня региона или города), микроуровня (корпоративного уровня).

Для оценки устойчивости роста на корпоративном уровне применяется соответствующий коэффициент – коэффициент устойчивости роста (КУР), именуемый также нормой накопления, коэффициентом капитализации прибыли и т.д. Наряду с множеством названий этого показателя в экономической литературе представлено несколько подходов к определению КУР. Наиболее простой вариант расчета – соотношение реинвестированной в отчетном периоде прибыли[1] ($P_{reinvest}$) (или чистая прибыль за вычетом дивидендов – *div*) и накопленного собственного капитала (equity – *E*) на начало периода:

$$КУР = P_{reinvest} / E = (P–div)/E. \qquad (2)$$

Коэффициент показывает, какими темпами увеличивается собственный капитал за счет нераспределенной прибыли или привлечения дополнительного акционерного капитала.

Другая модификация КУР – модель *SGR* (sustainable growth rate), позволяющая определить параметры роста, адекватного объему реинвестированной прибыли.

$$SGR=(P–div)/P=1–div/P, \qquad (3)$$

где *P* – прибыль (profit); *div* – суммы выплат из прибыли на дивиденды.

Не менее известен коэффициент внутреннего роста Р. Хиггинса, именуемый моделью обеспечения устойчивого роста фирмы (A Model of Optimal Growth Strategy). Упрощенный вариант коэффициента представляет собой произведение рентабельности собственного капитала *(ROE)* и коэффициента накопления *(b)*, рассчитываемого как отношение реинвестированной прибыли к общей сумме чистой прибыли [13. С. 7–16]:

$$g = ROE \times b. \qquad (4)$$

Коэффициент [4] является упрощением следующей формулы устойчивого роста:

$$g = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}. \qquad (5)$$

Практически все описанные выше разновидности КУР определяют рост компании как устойчивый в том случае, если он обеспечен собственными источниками финансирования. Однако на практике корпоративный рост обеспечивается не только и не столько собственными, сколько заемными и привлеченными источниками финансирования. Как правило, в этих целях используются возможности рынка капитала. В этой связи в экономической литературе появились модели достижимого роста, например, модель Дж. Ван Хорна, которая представляет собой систему уравнений, позволяющую рассчитать рост, обеспеченный приростом активов, обязательств и собственного капитала. Упрощенный вид модели выглядит следующим образом:

$$g = \frac{b \times P / E}{1 - b \times P / E}, \qquad (6)$$

где *b* – коэффициент накопления; *P* – чистая прибыль; *E* – собственный капитал.

Р. Визванатан предлагает определять темп приемлемого роста компании с учетом финансовых ограничений при выборе корпоративной стратегии. В его трактовке темп приемлемого роста определяется по формуле [10]:

$$g = \frac{P / S \times (1 - d) \times A / E}{A / S - P / S \times (1 - d) \times A / E}, \qquad (7)$$

где *P* – прибыль; *d* – заемный капитал; *A* – активы; *S* – объем продаж.

Вместе с тем, пожалуй, наиболее известной в экономической литературе является модель оценки устойчивости корпоративного роста, предложенная компанией Boston Consulting Group (BCG). В трактовке BCG устойчивый рост – это скорость увеличения объема продаж при условии сохранения операционной и финансовой политик неизменными. Для оценки операционной политики в модели BCG используются два коэффициента – рентабельность продаж и оборачиваемость активов. Для оценки финансовой политики используются коэффициент реинвестирования (капитализации) прибыли и мультипликатор капитала:

$$g = ROS \times AT \times FL \times b, \qquad (8)$$

где *ROS (return on sale)* – рентабельность продаж (отношение чистой прибыли к выручке); *AT (asset turnover)* – оборачиваемость активов (отношение выручки к суммарной стоимости активов); *FL (financial leverage)* – финансовый рычаг, который корректнее именовать мультипликатором капитала (отношение активов к собственному капиталу); *b* – норма накопления (отношение реинвестированной прибыли к общей сумме чистой прибыли).

Перечисленные коэффициенты, по сути, являются факторами устойчивого роста, а *g*-коэффициент в модели BCG – это комплексный показатель, определяемый через базовые индикаторы корпоративной финансовой стратегии. Такой подход позволяет оценить не только устойчивость роста, но и его факторную чувствительность. Исследование темпов изменения каждого из четырех факторов позволяет количественно интерпретировать их влияние на корпоративный рост, а также понять, какие ресурсы и в каком объеме необходимо мобилизовать для реализации стратегии развития компании [6].

Темп роста (оцениваемый прежде всего ростом доходов), превышающий расчетный коэффициент устойчивости роста, может свидетельствовать о дисбалансе динамики в части корпоративного роста и источников финансирования, т.е. о недостатке капитала. Темп роста ниже расчетного может привести к образованию избытка капитала.

Описанные выше подходы к оценке качества роста в ракурсе его сбалансированности, устойчивости, достижимости и приемлемости приведены в табл. 1.

Как отмечалось ранее, одной из характеристик качества корпоративного роста является так называемая стоимость будущего роста – FGV (Future Growth Value) [7].

FGV – разработка компании Stern Stewart & Co, модификация модели KBM. Последняя была сформулирована в на-

[1] Иногда в целях оценки устойчивости роста используют чистую прибыль.

Таблица 1 – Модели оценки качества корпоративного роста на предмет сбалансированности, устойчивости, достижимости и приемлемости

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета	Примечание
"Золотое правило экономики предприятия"	Сопоставление темпов роста прибыли, объема продаж и активов (имущества) для оценки сбалансированности роста	$T_{\text{Роста прибыли}} > T_{\text{Роста продаж}} > T_{\text{Роста активов}}$	> 100%
Коэффициент устойчивости роста (КУР)	Рост, обеспеченный увеличением собственного капитала за счет нераспределенной прибыли или привлечения дополнительного акционерного капитала	$P_{Reinvest}/E$ или $(P - div)/E$	$P_{Reinvest}$ – реинвестированная прибыль; E – собственный капитал; div – суммы выплат из прибыли на дивиденды
Модель SGR (sustainable growth rate)	Рост, обеспеченный объемом реинвестированной прибыли	$(P - div)/P$ или $1 - div/P$	P – прибыль (profit); div – суммы выплат из прибыли на дивиденды
Модель Хиггинса (коэффициент внутреннего роста – A Model of Optimal Growth Strategy)	Рост, обеспеченный собственными источниками финансирования, при сложившейся рентабельности собственного капитала	$ROE \times b$ или $\frac{ROE \times b}{(1 - ROE \times b)}$	b – коэффициент накопления; ROE – рентабельность собственного капитала
Модель достижимого роста Дж. Ван Хорна	Рост, обеспеченный приростом активов, обязательств и собственного капитала (система уравнений)	$\frac{b \times P/E}{1 - b \times P/E}$ (упрощенный вид)	b – коэффициент накопления; P – чистая прибыль; E – собственный капитал
Темп приемлемого роста Р. Визванатана	Рост, учитывающий финансовые ограничения при выборе стратегии роста	$\frac{P/S \times (1-d) \times A/E}{A/S - P/S \times (1-d) \times A/E}$	P – прибыль; d – заемный капитал; A – активы; S – объем продаж
Модель BCG (Boston Consulting Group)	Рост объема продаж при условии сохранения операционной и финансовой политик неизменными	$ROS \times AT \times FL \times b$	ROS *(return on sale)* – рентабельность продаж; AT *(asset turnover)* – оборачиваемость активов; FL *(financial leverage)* – в данном случае мультипликатор капитала; b – норма накопления

чале 80-х годов XX века К. Кестером, Р. Брейли и С. Майерсом и названа по фамилиям своих создателей. Согласно ей рыночная стоимость каждой акции может быть разделена на долю текущих активов компании (капитализированная прибыль на акцию) и долю перспектив роста. Эмпирические оценки авторов модели KBM свидетельствуют о том, что ценность перспектив роста обычно превышает 50% стоимости акций [8].

В рамках FGV рыночная стоимость компании включает ценность текущей деятельности (Current Operations Value) и стоимость будущего роста (Future Growth Value). Ценность текущей деятельности компании включает балансовую оценку ее активов (Book Value) и приведенную стоимость *EVA*. Следовательно, стоимость будущего роста определяется по формуле:

$$FGV = MV - BV - EVA/WACC. \quad (9)$$

В целях управления параметрами качества корпоративного роста И.В. Ивашковская предложила аналитическую матрицу, ключевые моменты которой сводятся к следующему [2]:

- вертикальная ось – средний темп роста продаж за несколько лет для конкурирующих компаний в рамках отрасли или одной фирмы за длительный период; прием средней геометрической позволяет отразить накопительный эффект;
- горизонтальная ось – рыночная стоимость компании (средний темп роста капитализации ее совокупного капитала);
- матрица строится по данным за несколько лет.

Матричный подход к оценке качества корпоративного роста использовали также П. Вигери, С. Смит, М. Багаи [1], концепция которых соотносит экономический рост с ростом прибыли. В качестве инструмента стратегического управления ростом компании авторы предложили карту роста, которая строится в трех горизонтах:

- горизонт 1 – развитие ключевых направлений бизнеса и их защита от конкурентов;
- горизонт 2 – создание новых направлений деятельности;
- горизонт 3 – создание реалистичных возможностей для будущего роста.

На основе этой карты авторами разработаны схемы, помогающие компаниям выбрать свои модели (траектории) роста: стандартная схема роста, венчурный капитал, прямые инвестиции, органический рост, реструктуризация, рост за счет приобретений (неорганический рост), «попутный ветер». Каждая из схем (моделей) предполагает активизацию усилий (двигателей роста) в своих горизонтах роста.

И наконец, описанное выше множество измерений качества роста было бы неполным без такой его характеристики, как интенсивность/экстенсивность роста. Известно, что интенсивный экономический рост – это рост за счет более эффективного использования того же объема ресурсов. Оценка параметров эффективности позволяет избежать модели развития «рост ради роста».

Для оценки эффективности корпоративного роста применяются прежде всего показатели рентабельности. В их числе:

- ROS – рентабельность продаж;
- ROA – рентабельность активов (совокупного капитала);
- ROC – рентабельность производства;
- ROA – рентабельность активов (совокупного капитала);

Таблица 2 – Индикаторы эффективности корпоративного роста

Показатель	Экономическое содержание	Алгоритм расчета
Рентабельность продаж[1], Коммерческая рентабельность, ROS (return on sales)	Характеристика прибыльности/эффективности продаж	P/S
Рентабельность производства, Рентабельность хозяйственной деятельности, Хозяйственная рентабельность, Рентабельность текущих затрат, ROCC (return on current costs)	Характеристика уровня прибыли, полученной на единицу затрат (расходов, себестоимости, издержек)	P/C
Рентабельность активов, Рентабельность имущества, Рентабельность совокупного капитала, ROA (return on assets)	Характеристика уровня прибыли, генерируемой всеми активами	P/A
Рентабельность собственного капитала, Финансовая рентабельность, ROE (return on equity)	Характеристика уровня прибыльности собственного капитала, вложенного в бизнес	P/E
Рентабельность инвестиций, ROI (return on investment)	Характеристика уровня прибыльности инвестированного капитала	P/I

[1] Расчет показателей рентабельности может производиться по любой разновидности прибыли: маржинальной (доходы за вычетом переменных расходов), операционной (EBIT) или прибыли от продаж, налогооблагаемой или прибыли до налогообложения, чистой или прибыли после налогообложения (последнее предпочтительней).

- ROE – рентабельность собственного капитала;
- ROI – рентабельность инвестиций.

Основные показатели рентабельности, их экономическое содержание и алгоритмы расчета приведены в табл. 2.

Следует отметить, что для многих российских компаний характерен экстенсивный рост, т.е. расширение масштаба деятельности на фоне снижающейся эффективности использования авансированного капитала. Показатели эффективности использования капитала в большинстве своем невысоки и зачастую характеризуются негативной динамикой. Это подтверждается результатами эмпирического исследования [3. С. 38–42; 12. С. 110–115].

Проведенное исследование показывает, что основные индикаторы роста, предлагаемые в разных трактовках VBM-концепции, недостаточно информативны в российской хозяйственной среде. Бухгалтерская и экономическая прибыль, *EVA*, денежный поток в нетто-оценке и его модификации в подавляющем большинстве российских компаний имеют ничтожно малые значения и(или) демонстрируют относительно невысокую динамику во времени. В силу этого их вряд ли можно отнести к числу корпоративных приоритетов. Это, конечно, не исключает частные случаи использования этих индикаторов в качестве ключевых или вспомогательных показателей оценки результатов деятельности компаний, однако в масштабе страны корпоративные приоритеты выстраиваются в другой области.

Основные тренды развития современных российских компаний показывают, что в большинстве своем они ориентированы на такие индикаторы роста, как активы, выручка-нетто (за вычетом косвенных налогов), валовая добавленная стоимость, денежные потоки в брутто-оценке (денежные притоки). В периоде 2003–2013 гг. эти показатели увеличились в 5–6 раз и характеризуются экспоненциальным трендом (рис. 1).

Активы, продажи, денежные притоки и их приращения – это финансовые характеристики роста компаний. Перенос акцентов на эти индикаторы развития, с одной стороны, органично вписывается в стратегические цели новой парадигмы – стоимостной модели измерения и управления, с другой стороны, свидетельствует о «болезнях роста» и специфике адаптивного развития российского бизнеса в условиях современной хозяйственной среды. Последний тезис объясняется тем, что в подавляющем большинстве российских компаний индикаторы роста не сопровождаются адекватным повышением эффективности финансово-хозяйственной деятель-

Рис. 1. Макроэкономические тенденции развития российского бизнеса*

* Рассчитано по: Финансы России 2004, 2008, 2012, 2014. URL: www.gks.ru.

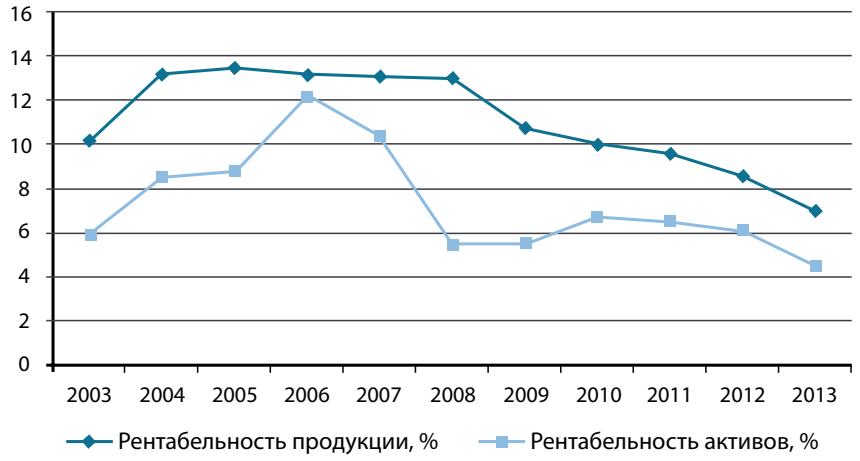

*Рис. 2. Тенденции изменения показателей рентабельности**

* Рассчитано по: Финансы России 2004, 2008, 2012, 2014. URL: www.gks.ru.

ности (рис. 2). В периоде 2003–2013 гг. в среднем по России наблюдается крайне неустойчивая динамика рентабельности и понижающийся тренд. Экспоненциальный рост абсолютных индикаторов на фоне снижающейся рентабельности означает экстенсивное развитие российского бизнеса.

Следует отметить, что подобные тенденции наблюдались и в компаниях США. Так, Д.Коллис и С.Монтгомери отмечают, что в 1970-е годы для компаний США был характерен небольшой рост при любых издержках, пассивных собственниках и неэффективном правлении. В 1980-е годы наблюдался увеличивающийся рост («бешеный рост» и «необузданное» расширение), в том числе растущие премии за слияния компаний; в 1990-е годы интенсивный рост прослеживался на фоне активности правления и собственников; в 2000-е годы происходило переосмысление стратегии и тактики роста после серии скандалов, связанных с бухгалтерским учетом [5. С. 4–6].

Очевидно, что российский бизнес находится в настоящее время на первом этапе – этапе масштабного роста при неэффективном управлении. Его параметры свидетельствует о распространении в России модели «рост ради роста». ■

Источники

1. Вигери П., Смит С., Багаи М. Рост бизнеса под увеличительным стеклом. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2009.
2. Ивашковская И.В. Финансовые измерения качества роста // Управление компанией. 2006. № 9.
3. Каменева Е.А., Лихачева О.Н., Мингалиев К.Н. и др. Корпоративный рост: методология измерения и управленческий инструментарий (финансовый аспект): монография. М.: Научные технологии, 2013.
4. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.
5. Коллис Д., Монтгомери С. Корпоративная стратегия. Ресурсный подход. М.: Бизнес-Олимп, 2007.
6. Копытов Р., Лабеев В. Уточнение значимости основных факторов стоимости на устойчивость развития деятельности предприятия // Transport and Telecommunication. 2006. № 3.
7. Найденова Ю.Н., Осколкова М.А. Эмпирический анализ трансформации интеллектуальных ресурсов в стоимость компании // Финансы и кредит. 2011. № 47(479).
8. Рус Й., Пайк С., Фернстрем Л. Интеллектуальный капитал. Практика управления. СПб.: Высшая школа менеджмента, 2010.
9. Сэндлер Т. Экономические концепции для общественных наук. М.: Весь Мир, 2006.
10. Тонких А.С., Остальцев А.С., Остальцев И.С. Приемы моделирования экономического роста предприятия. Екатеринбург, Ижевск: Изд-во ИЭ УрО РАН, 2012.
11. Финансовые механизмы экономического роста на микроуровне: отчет о НИР под рук. Е.И. Шохина. М.: Финуниверситет, 2011.
12. Хотинская Г.И., Черникова Л.И. Системные трансформации в макро- и микрофинансах: монография. М.: Научные технологии, 2013.
13. Higgins R.C. How much growth can a firm afford? // Financial Management. 1977. No. 6(3).

References

1. Viguerie P., Smit S., Baghai M. *The Granularity of Growth* [Russ. ed.: Vigeri P., Smith S., Bagai M. Rost biznesa pod uvelichitel'nym steklom. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., 2009].
2. Ivashkovskaya I.V. Finansovye izmereniya kachestva rosta [Financial measurement of growth quality]. *Upravlenie kompaniey – Company Administration*, 2006, no. 9.
3. Kameneva Ye.A., Likhacheva O.N., Mingaliev K.N. et al. *Korporativnyy rost: metodologiya izmereniya i upravlencheskiy instrumentariy (finansovyy aspekt)* [Corporate growth: measurement methodology and management toolkit (financial aspect)]. Moscow, Nauchnye tekhnologii Publ., 2013.
4. Kovalev V.V. *Vvedenie v finansovyy menedzhment* [Introduction to financial management]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 1999.
5. Collis D., Montgomery C. *Corporate Strategy: A Resource-Based Approach* [Russ. ed.: Kollis D., Montgomeri S. Korporativnaya strategiya. Resursnyy podkhod. Moscow, Biznes-Olimp, 2007].
6. Kopytov R., Labeev V. Utochnenie znachimosti osnovnykh faktorov stoimosti na ustoychivost' razvitiya deyatel'nosti predpriyatiya [Clarifying the importance of the major cost factors in the sustainability of the company]. *Transport and Telecommunication*, 2006, no. 3.
7. Naydenova Yu.N., Oskolkova M.A. Empiricheskiy analiz transformatsii intellektual'nykh resursov v stoimost' kompanii [Empirical analysis of transformation of intellectual resources in the company's value]. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 2011, no. 47(479).
8. Roos G., Pike S., Fernstrom L. Managing Intellectual: Capital in Practice [Russ. ed.: Rus G., Payk S., Fernstrom L. Intellektual'nyy kapital. Praktika upravleniya. S.-Petersburg, Vysshaya shkola menedzhmenta, 2010].
9. Sandler T. *Economic Concepts for the Social Sciences* [Russ. ed.: Sandler T. Ekonomicheskie kontseptsii dlya obshchestvennykh nauk. Moscow, Ves' Mir Publ., 2006].
10. Tonkikh A.S., Ostal'tsev A.S., Ostal'tsev I.S. *Priemy modelirovaniya ekonomicheskogo rosta predpriyatiya* [Methods of economic growth modelling of the enterprise]. Yekaterinburg, Izhevsk: IE UrO RAN Publ., 2012.
11. Shokhin Ye.I. (ed.) Financial mechanisms of economic growth at micro-level: research report. Moscow, Finuniversitet Publ., 2011.
12. Khotinskaya G.I., Chernikova L.I. *Sistemnye transformatsii v makro- i mikrofinansakh* [System transformation in micro- and macro-finance]. Moscow, Nauchniye tekhnologii Publ., 2013.
13. Higgins R.C. How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 1977, no. 6(3).