

Циклические компании и управление рисками

Многие отрасли характеризуются тем, что цены продукции и спрос изменяются в соответствии с положением на глобальном рынке. К таким отраслям относятся добывающая, металлургическая, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная отрасли, авиаперевозки. Компании в этих отраслях принято называть *циклическими*. Такие компании, сталкиваются с риском значительной изменчивости прибыльности. Термин циклические компании несколько обманчив, так как навеивает мысль о некоторой регулярности в колебаниях конъюнктуры. Это не так — длительность цикла, подъемов и спадов, их амплитуду невозможно предсказать. Это ставит перед такими компаниями проблему нахождения стратегии управления в условиях внешней неопределенности.

Активным способом управления рисками является понятие реального опциона — нового теоретического понятия, но старого, как мир, инструмента менеджмента. *Реальный опцион* является *гибкостью*, встроенной в стратегию компании для принятия адекватных решений в неопределенной среде. Реальные опционы в добывающих отраслях включают в себя просчитываемую с помощью финансовой теории опционов стратегию консервации и возобновления добычи. Более всего этот метод распространен в нефтяной промышленности, но применим и в других случаях. Для уменьшения фактора неопределенности и достижения большей гибкости в управлении добычей в металлургии используют вертикальную интеграцию. В металлургии одним из факторов неопределенности являются таможенные барьеры — покупка НорНикелем американской компании Stillwater является реальным опционом для обхода этих барьеров.

Аппарат реальных опционов показывает, почему капитализация циклических компаний значительно стабильнее потоков их прибылей: оценивается потенциал роста и возможность сокращения производства во время спадов. Отсюда вытекает, что требуемая доходность инвестиционных проектов в таких отраслях выше, чем та, которая получается из анализа фондового рынка.

Важным элементом роста крупных компаний являются поглощения. В циклических отраслях важно накапливать финансовые фонды на подъемах и использовать их для аквизиций на спадах, когда цены на активы снижаются [Heer, Koller, 2000].

Наконец, так как цены и спрос для циклических компаний диктуются конъюнктурой, то нельзя забывать о традиционном вопросе снижения издержек. По оценкам компании Мак-Кинзи (2002 г.) в мире имеется около 15% лишних мощностей в сталелитейной промышленности. Они падают на неэффективные компании с устаревшими технологиями. По оценке Мак-Кинзи на многих заводах Центральной и Восточной Европы персонал может быть сокращен на 80–90%. Реорганизация в Польше была задержана из-за социальных последствий такого сокращения. Заметим, что в США, где около 30 предприятий отрасли находятся под специальной защитой от банкротства, та же проблема не решается по другой причине — сильны отраслевые профсоюзы, высока стоимость пенсионных планов и других льгот для работников предприятий, производство на которых стоит закрыть.

Литература

Marco de Heer and Timothy M. Koller. 2000. Valuing Cyclical Companies. *McKinsey Quarterly* (2): 62–69.

А.В. Бухвалов,
профессор ВШМ СПбГУ