Альгин, Валентин Анатольевич. Оценка финансовой стратегии корпораций : методология, методика, инструменты : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Альгин Валентин Анатольевич; [Место защиты: Юж. федер. ун-т].- Ростов-на-Дону, 2010.- 370 с.: ил. РГБ ОД, 71 11-8/190

**Содержание к диссертации**

Введение

**1 Проблема оценки финансовой стратегии корпораций 22**

1.1 Становление финансовой стратегии в контуре стратегического управления корпораций 22

1.2 Предпосылки оценивания финансовой стратегии корпораций 39

1.3 Формирование концепции оценки финансовой стратегии корпораций 58

**2 Методология оценки финансовой стратегии корпораций 67**

2.1 Совершенствование содержательных аспектов оценки финансовой стратегии корпораций 67

2.2 Формирование оценочной системы сбалансированных показателей следования корпорацией стратегии 96

**3 Методика оценки финансовой стратегии корпораций по взаимосвязанным атрибутам тезаврации капитала, инвестиций и ликвидности 118**

3.1 Тезаврационные атрибуты финансовой стратегии корпораций 118

3.2 Операционные и инвестиционные атрибуты финансовой стратегии корпораций 139

3.3 Сочетаемость тезаврационного, инвестиционного и ликвидностного атрибутов финансовой стратегии корпораций 155

**4 Инструменты оценки влияния неопределенности на стратегическое поведение корпораций169**

4.1 Взаимное влияние неопределенности и стратегического поведения корпораций 169

4.2 Модели формирования внутренней информации о неопределенности будущего корпораций 176

4.3 Инструменты оценки влияния неопределенности на стратегическое поведение корпораций 200

4.4 Инструменты оценки операционного аспекта неопределенности в рамках финансовой стратегии корпорации 214

**5 Методы корпоративного контроля эффективности финансовой стратегии корпораций 233**

5.1 Качественная оценка финансирования долгосрочных инвестиций в рамках финансовой стратегии корпорации 233

5.2 Метод оценки перераспределительных аспектов финансовой стратегии корпораций 247

**6 Перспективы трансформации контроля стратегического развития корпораций 268**

6.1 Преодоление системных проблем управления финансами корпораций 268

6.2 Использование алгоритма оценки финансовой стратегии в моделях взаимодействия с корпорациями 287

6.3 Совершенствование раскрытия информации о преодолении неопределенности и финансовой стратегии корпорации 295

Заключение 312

Список библиографических источников 324

Приложения 349

**Введение к работе**

**Актуальность исследования**. Разнонаправленность интересов менеджмента корпораций и заинтересованных пользователей финансовой информации об их деятельности стала основой управленческого конфликта, проявляющегося в финансовой системе корпораций. Модернизация целей существования корпораций, являясь следствием волновых процессов концентрации капитала, выстраивания отраслевых цепочек, диверсификации операционных и финансовых рисков, наряду со сменой парадигмы управления снизила эффективность корпоративного контроля и создала предпосылки изменения фундаментальных основ оценки стратегии развития корпораций пользователями финансовой информации.

Переход корпораций к стратегическому управлению предопределил актуальность финансовой информации о стратегии корпораций для заинтересованных пользователей. Однако ни правила подготовки финансовой отчетности корпораций, с одной стороны, ни практическое их применение ввиду внутренних противоречий корпоративного управления, с другой стороны, не способны самостоятельно обеспечить заинтересованного пользователя информацией о базовой и финансовой стратегиях корпораций, необходимых для принятия эффективных экономических решений.

Заявленная и последовательно воплощаемая корпорацией базовая стратегия способна создавать информационную основу для оценки результатов стратегического управления, и такие результаты могут отличаться от запланированных ввиду наличия неопределенности будущего, отклонения вектора фактически принимаемых руководством решений от принятой базовой стратегии.

Финансовые причины протекающего в настоящее время мирового экономического кризиса обостряют актуальность новой парадигмы качества управления финансами стратегически-ориентированных корпораций, создают предпосылки инвентаризации методик и инструментов качественно-количественного оценивания долгосрочных управленческих решений в контексте конфликта интересов собственников, управленцев и прочих заинтересованных пользователей финансовой информации.

Таким образом, исследование вопросов методологии, методики и инструментария оценки финансовой стратегии корпораций в условиях неопределенности актуально и нацелено на повышение качества информационного обеспечения принятия оперативных и стратегических решений заинтересованными пользователями, а также ориентировано на углубление понимания механизмов кризисного развития корпораций.

Степень разработанности проблемы. С развитием информационного общества вопросам формирования и оценки стратегий корпораций стало уделяться значительное внимание. Возрастание общей неопределенности будущего экономических систем ориентирует корпорации на совершенствование механизмов её снижения. Начиная с трудов И.Ансоффа, в качестве инструмента снижения неопределенности будущего корпораций принята парадигма стратегического управления, в рамках которой большое значение имеет особенная, стратегическая организация финансов таких крупных предпринимательских структур, как холдинги, корпорации с взаимным участием, группы компаний.

Значительный вклад в разработку теории и практики финансового управления корпорациями в рамках стратегического подхода внесли зарубежные исследователи: Р.Акофф, Л.Бернстайн, Р.Брейли, Ю.Бригхем, П.Гохан, Р.Каплан. У.Кинг, Д.Клиланд, Ч.Ли, С.Майерс, Д.Нортон, Д.Таргет, М..Портер, Дж.Финнерти, Дж. Ван Хорн, Р.Холт, А.Чандлер, Дж.Штерн и др.

Теоретико-методические аспекты разработки финансовой стратегии корпораций исследовались в работах отечественных ученых: И.Бланка, В.Барда, О.Виханского, А.Винокурова, П.Градова, Д.Ендовицкого, В.Ефремова, Г.Клейнера, В.Ковалева и др.

В последнее время вопросы финансовой стратегии корпораций освещались в работах многих экономистов-практиков в сфере управления финансами и притягивают внимание консалтинговых компаний глобального масштаба. Вместе с тем доказательств разработанности теории формирования и оценки финансовой стратегии корпораций, особенно мультисегментных, недостаточно, а существующие лишь свидетельствуют о наличии значительного научного плюрализма в понимании сущности финансовой стратегии корпорации, её смыслового содержания, методического и инструментального аппарата, а также взаимосвязи со стратегически-ориентированным управлением корпорацией в условиях неопределенности. Первостепенное значение в таких исследованиях играет универсальность интерфейсов методик формирования базовых и финансовых стратегий корпораций и методик внешней оценки этих стратегий заинтересованными пользователями.

Осмысление проблемы неопределенности в корпоративной среде происходило в процессе становления современной теории финансов фирмы, заложенной Дж.Б. Уильямсом, которому удалось сформулировать метод капитализации доходности, и еще четверть века понадобилось для того, чтобы М.Дж. Гордон применил эти результаты в теории управления финансами фирмы. С тех пор проблемы рационирования капитала как элемент корпоративной и финансовой стратегии широко освещались в зарубежной научной литературе. Этой проблеме посвящены труды зарубежных ученых М. Миллера, Ф. Модильяни, У. Шарпа и других.

Подготовке управленческих решений в условиях неопределенности в экономических исследованиях стало уделяться значительно больше внимания. Здесь особо следует отметить труды зарубежных исследователей Дж. Грейсона, Дж. Миля, А. Маршалла, А. Пигу, Н. Сеньора. Значительный вклад в становление теории принятия решений в условиях риска внесли труды отечественных ученых А.Альгина, Д.Ендовицкого, В.Лившица, Д.Морозова, Д.Москвина, Н.Первозванского, С.Смоляка, Н.Хохлова, В.Черкасова, В.Шапиро, О. Юдакова и других.

Вместе с тем приходится констатировать наличие методологического разрыва между нарождающейся практикой стратегического управления и контролем эффективности стратегии, между знаниями внутренних пользователей финансовой информации и их оппонентами вне корпорации, которые не могут быть удовлетворены одними заявлениями руководства о стратегии в информации, сопутствующей финансовой отчетности, а предпочтут оценивать фактические действия руководства компаний по воплощению стратегии в управленческие решения.

Системный подход к внешней оценке финансовой стратегии корпорации в условиях неопределенности представляется перспективным направлением научного поиска. В условиях глобализации экономического пространства, постоянного усложнения экономических взаимоотношений корпораций возникает необходимость разработки современной методологии внешней оценки финансовой стратегии корпораций, ориентированной на качественное удовлетворение заинтересованных пользователей финансовой информации.

Поскольку неопределенность будущего экономической системы являет собой множество причинно-следственных связей, которые современная методология подготовки финансовой информации предлагает заявлять в виде утверждений количественного, суммового или описательного характера, то существует актуальная потребность в разработке методик оценки аспектов финансовой стратегии корпорации, позволяющих свести, по крайней мере, финансовые параметры эксплуатируемой стратегии к разумному минимуму, однако, в достаточной мере характеризующему такую стратегию. Увеличение размерности системы за счет новых показателей приводит к росту сложности интерпретации потенциальных изменений в финансовом состоянии и перспективах доходности вложений капитала как следствий реализованных корпоративных стратегий.

Содержание научной проблемы состоит в недостаточной разработанности концепции эффективной оценки финансовой стратегии корпораций в условиях неопределенности, в потребности формирования для внешних заинтересованных пользователей комплекса научно-обоснованных методов и инструментов эффективной оценки аспектов финансовой стратегии и прогнозирования тенденций развития корпораций, по крайней мере, в аспектах финансового состояния и финансовой устойчивости, в развитии корпоративного контроля осуществления стратегии. Сложность, актуальность и относительная неразработанность проблемы обусловили выбор темы диссертационного исследования.

**Целью работы** является разработка научно обоснованной концепции оценки финансовой стратегии корпорации, включающей методологические подходы к построению такой оценки, методы, методики и инструменты формирования оценочных суждений о фактической реализации финансовой стратегии корпоративным управлением с учетом особенностей современных корпораций как институтов предпринимательства, действующих в условиях неопределенности.

Выбор цели исследования предопределил необходимость постановки и решения целого ряда взаимосвязанных **задач** исследования:

Сформировать концепцию оценки финансовой стратегии корпораций в условиях неопределенности внешней и внутренней среды;

Развить методологию оценки финансовой стратегии развития корпораций в условиях неопределенности внешней и внутренней среды;

Определить направления совершенствования содержательных аспектов методологии оценивания финансовой стратегии корпораций;

Разработать систему принципов оценивания финансовой стратегии корпораций;

Сформировать замкнутую систему сбалансированных показателей оценки следования корпорацией её базовой стратегии;

Разработать эффективную и компактную методику оценки финансовой стратегии корпораций;

Выявить эффективные атрибуты финансовой стратегии корпораций и взаимосвязи между ними;

Определить эффективную систему инструментов оценки влияния неопределенности внешней и внутренней среды на стратегическое поведение корпораций;

Исследовать потенциал взаимного влияния неопределенности будущего и стратегического поведения корпораций;

Выявить модели формирования внутренней информации о неопределенности будущего корпораций;

Разработать инструменты оценки влияния неопределенности будущего на стратегическое поведение корпораций;

Разработать методы контроля эффективности финансовой стратегии корпораций:

Определить методические подходы, эффективные для оценивания качества финансирования долгосрочных инвестиций в рамках финансовой стратегии корпораций;

Разработать методы оценивания перераспределительных аспектов финансовой стратегии мультисегментных корпораций;

Выявить перспективы трансформации контроля стратегического развития корпораций.

**Объектом исследования** являются финансы корпораций, взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования и взаимодействия различных звеньев финансовой системы, финансовые потоки и кругообороты капитала.

**Предметом исследования** являются финансовое состояние и финансовая устойчивость корпораций, обеспечиваемая посредством реализации их финансовой стратегии в условиях неопределённости, а также закономерности формирования источников финансирования компаний и оптимизация структуры их капитала, финансовая стратегия корпорации во взаимосвязи с общей стратегией и её внешними атрибутами.

**Область исследования** определяется в рамках Паспорта специальностей научных работников 08.00.10 направлениями 3.5 Управление финансами корпораций: методология, теория; трансформация корпоративного контроля и 3.12 Финансовая стратегия корпораций.

**Теоретической и методологической базой исследования** являются теория систем и системного анализа, теория инвестиционного анализа, финансового менеджмента, теория принятия решений в условиях неопределенности, ключевые положения трудов отечественных и зарубежных авторов в области теории и методологии финансов и финансового менеджмента, методологических основ организации управления частными финансами публичных компаний по вопросам методов анализа и прогнозирования движения денег и денежного капитала в частном секторе экономики.

**Методической основой исследования** являются системный подход, методы экономико-математического моделирования, современные методики подготовки и принятия решений финансового управления.

**Информационно-эмпирической базой** **исследования** являются научные результаты, опубликованные в монографиях, научных журналах финансового и экономического направлений, публичная финансовая отчётность и сопутствующая ей финансовая информация корпораций, а также эмпирические данные авторского исследования проблемы. Фактологическую и статистическую базу исследования составили официальные материалы Министерства финансов России, информационно-аналитические и методические документы Минэкономики России, Федеральной антимонопольной службы РФ, биржевые котировки на отечественных биржевых площадках, плановые и отчетные данные отечественных корпораций.

В качестве **инструментарно-методического аппарата исследования** в контексте вышеизложенных подходов в рамках общего системно-функционального метода исследования (структурный, сравнительный, монографический методы анализа, аппарат статистических группировок, графической интерпретации, логического моделирования и прогнозирования) использованы такие частные приёмы, как сравнительные сопоставления, экспертные оценки, обоснование базовых стратегий, графических интерпретаций. Адресно-селективное использование их эвристического потенциала, упорядоченное единым алгоритмом достижения поставленной цели, применение в рамках единого общего метода обеспечило надёжность, аргументированную обоснованность выводов исследования.

**Научная концепция диссертационного исследования** заключается в новационной интерпретации финансовой стратегии корпораций через призму замкнутой системы финансовых и иных показателей деятельности на основе систематической финансовой информации. За изменениями в финансовом состоянии, имущественном положении и доходности предполагается возможность идентифицировать сначала атрибуты стратегии, а затем получить и качественную характеристику самой стратегии, разработанной в условиях модернизации корпоративного целеполагания. При этом раскрывается противоречие оценивания финансовой стратегии корпораций, не устраненное при смене парадигмы управления. Концептуальная линия исследования направлена на разработку эффективной методологии, методики и инструментария оценки финансовой стратегии корпорации в условиях неопределенности.

В рамках методологии оценки финансовой стратегии корпораций ключевую роль играет её определение, в соответствии с которым финансовая стратегия представляет собой совокупность способов достижения целей развития корпорации за счет мероприятий по формированию фондов денежных средств корпорации, эффективному их размещению в инвестициях с приемлемой неопределенностью в соответствии с базовой стратегией. Содержание известных элементов финансовой стратегии дополнено перераспределением источников финансирования между сегментами и снижением неопределенности посредством выбора источников финансирования и направлений инвестиций, чем актуализируются вопросы корпоративного целеполагания и следования базовой стратегии, межуровневый характер принимаемых в рамках финансовой стратегии управленческих решений.

Оценивание финансовой стратегии корпораций предлагается основывать на системе общенаучных принципов, принципах оценки собственности, формирования финансовой информации, процессного управления и специальных принципах – независимости от источников финансовой информации, верификации информационно-эмпирической базы, целенаправленности, учете отраслевой и индивидуальной специфики, учете взаимного влияния неопределенности и стратегии корпорации.

Атрибутизация внешних проявлений финансовых стратегий в исследовании осуществлена на основе применимых моделей стратегического анализа в сочетании с последующей их классификацией по четырем проекциям стратегических целей.

Методика оценки финансовой стратегии корпорации состоит в комплексном представлении финансовых аспектов развития корпорации сквозь призму ключевого показателя управления, ориентированного на создание стоимости (EVA) вместе с качественно-количественными атрибутами – отношением корпорации к тезаврации капитала, формированию и использованию источников финансирования инвестиций, поддержанию ликвидности, которые оказываются взаимосвязанными моделью финансовой отчетности и предлагают 72 варианта проявлений стратегического поведения в финансовом аспекте корпоративной стратегии.

Инструментами оценки финансовой стратегии корпораций являются (1) система сбалансированных показателей эффективности базовой стратегии, полученная из известных моделей стратегического анализа и предложенных количественно-визуальных атрибутов, (2) модель оценки влияния неопределенности на стратегическое поведение корпораций, (3) модель качественной оценки финансирования долгосрочных инвестиций в рамках финансовой стратегии корпораций, а также (4) метод оценки перераспределительных аспектов финансовой стратегии корпораций, основанный на модификации косвенного способа построения отчета о движении денежных средств.

**Положения диссертации, выносимые на защиту**:

1. Финансовая стратегия является неотъемлемой составляющей базовой стратегии корпорации и реализуется как функциональными финансовыми, так и органами корпоративного управления. Содержание финансовой стратегии корпорации составляют значимые элементы, такие как (1) аккумулирование источников финансирования, (2) финансирование инвестиций и операционной деятельности, (3) перераспределение источников финансирования между сегментами корпоративного портфеля, (4) снижение неопределенности выбором источников финансирования и направлениями инвестиций, (5) обеспечение принятия решений, (6) обеспечение эффективности управления стоимостью корпорации при приемлемом уровне неопределенности, (7) формирование финансовых ограничений развития корпорации и механизмов их преодоления.
2. Инвестиционная деятельность корпорации приобретает качества инструмента реализации выбранных корпорацией стратегий, тогда как инвестиционные проекты в условиях быстро меняющейся внешней среды подменяют собой операционную деятельность корпораций, внедряющих эти проекты. Инвестиционная деятельность становится межуровневой: как инструмент реализации корпоративной стратегии и как инструмент воздействия на формирование стратегии в виду ограниченности экономических ресурсов. В свою очередь, сформированная, исходя из запросов стратегии и согласная с ней по критерию ресурсов, инвестиционная деятельность воздействует на цели операционной деятельности, требуя согласования целей последней с потребностями инвестиционной деятельности в рамках базовой стратегии.
3. Стратегия корпорации интерпретируется через призму замкнутой системы финансовых и иных показателей на основе финансовой информации. Стратегия реализуется каждодневными управленческими решениями, следовательно, формирует финансовую информацию о корпорации. За изменениями в финансовом состоянии, имущественном положении и доходности корпорации существует возможность идентифицировать сначала атрибуты её корпоративной стратегии, в целом, и её финансовой составляющей, в частности, затем получить и характеристику финансовой стратегии корпорации.
4. Модели стратегического анализа содержат атрибуты базовых стратегий корпораций, связывающие приверженность руководства корпорации определенной стратегии, финансовые и нефинансовые показатели. Такие атрибуты стратегий могут быть классифицированы по четырем классическим проекциям стратегий системы сбалансированных показателей с тем, чтобы по показателям финансовой информации о корпорации, применяющей свою базовую стратегию для достижения целей, можно было восстановить картину стратегических целей, применяемой корпоративной и финансовой стратегий.
5. Тезаврационный, инвестиционный и ликвидностный аспекты финансовой стратегии корпораций позволяют во многом детерминировать систему принятия стратегических решений менеджментом корпораций в условиях неопределенности и представляют возможность классификации финансовых стратегий, среди которых явным образом выделяются группы стратегий – сбалансированного и несбалансированного роста, кризисного развития и антикризисные стратегии. Изменения, происходящие в финансовом состоянии корпораций в течение длительного периода времени, представимы функцией стратегических решений в областях тезаврации капитала, роста продаж, формирования источников финансирования инвестиций и их размещения, а также стратегического отношения к поддержанию ликвидности корпорации, формируя классификационный критерий – принадлежность в отчетном периоде значений перечисленных динамических показателей одной из счетного множества областей с уникальными качественными характеристиками изменений в финансовом состоянии, образуя во времени траекторию развития корпорации.
6. Трансферт источников финансирования долгосрочных и краткосрочных инвестиций является самостоятельным атрибутом финансовой стратегии корпорации, характеризующим изменения в финансовом состоянии, финансовой устойчивости и ликвидности компании. Величина трансферта источников финансирования долгосрочных и краткосрочных инвестиций в сопоставлении как с общей величиной таких источников, так и с общей величиной направлений долгосрочных и краткосрочных инвестиций, показывает скорость изменений в финансовом состоянии и скорость изменений в финансовой устойчивости, а исследование этих относительных показателей в средне- и долгосрочной динамике косвенным образом характеризует финансовую стратегию корпорации. Знак трансферта имеет самостоятельный финансовый смысл и характеризует направление перетока источников финансирования долгосрочных инвестиций на финансирование оборота и обратно.
7. Неопределенность внешней и внутренней среды корпорации и её стратегия подвержены взаимному влиянию. Понимание феномена неопределенности, связанной с прогнозной финансовой информацией, субъектом управление корпорацией, ставящим цели и формулирующим стратегии их достижения, связано с включением в стратегию мероприятий, воздействующих на неопределенность и снижающих её. Преодоление корпорацией неопределенности состоит в осуществлении оперативных, тактических и стратегических управленческих воздействий, направленных на создание предпосылок устойчивого развития корпорации в средне- и долгосрочной перспективе. Стратегия, тактика и оперативные решения свернуты в финансовой отчетности, также как и конкретные факторы, являющиеся ключевыми для успешного развития корпорации и приводящими к формированию атрибутов тактической и стратегической динамики развития и способности корпорации преодолевать неопределенность.
8. Взаимосвязанность моделей оценки инвестиций, динамических и статических показателей корпоративной финансовой информации позволяет использовать инструментарий оценки инвестиций для формирования ретроспективных и перспективных оценок неопределенности, связанной с будущим корпорации, в частности, методы безрискового эквивалента, методы кумулятивного построения альтернативной стоимости капитала, сценарный анализ и прогнозные статистические оценки экономической добавленной стоимости, благодаря которым оценка неопределенности будущего корпораций сводится к известным методическим подходам.
9. Менеджмент, ориентированный на стоимость корпорации, позволяет оценивать принятые управленческие решения с точки зрения корпоративной цели роста благосостояния акционеров, имеющей финансовое измерение, в частности, показателем экономической добавленной стоимости (EVA), который может быть дополнен для оценки сбалансированности и эффективности корпоративной и финансовой стратегии показателями стратегического отношения менеджмента корпорации к тезаврации капитала, инвестициям и источникам их финансирования, поддержанию ликвидности, преодолению неопределенности, что позволяет повысить качество оценки финансовой стратегии корпорации и предоставить заинтересованным пользователям разностороннюю информацию о факторах результативности стратегического и оперативного управления.
10. Распределение источников финансирования долгосрочных инвестиций по направлениям охватывает все аспекты инвестиционной деятельности действующей организации, за исключением долгосрочных (а иногда – и краткосрочных) финансовых инвестиций, и характеризует инвестиционную деятельность организации в целом. Модель финансовой отчетности, модификация косвенного способа формирования отчета о движении денежных средств и сегментизация финансовой информации вместе представляют инструмент для исследования явлений внутреннего и внешнего перераспределения финансовых ресурсов мультисегментной корпорации и восстановления адресности формирования источников финансирования и их использования.

**Научная новизна** результатов диссертационного исследования состоит в концептуальном обосновании оценки и последующей интерпретации финансовой стратегии корпорации заинтересованными пользователями на основе финансовой информации. Предлагаемая концепция оценки финансовой стратегии корпорации включает базовые категории, методологические подходы и методические приемы к оцениванию качества управления финансами корпорации и внешнему корпоративному контролю на основе универсальной системы сбалансированных показателей, предоставляет возможность на основании научно-обоснованных методик и методов своевременно и качественно отслеживать системные несовершенства в финансах корпораций, возникающие на корпоративном уровне управления. Преимущество предлагаемого подхода к оценке финансовой стратегии заключается, во-первых, в изначальной динамической ориентации исследования стратегии корпорации; во-вторых, в обоснованности отбора элементов системы взаимосвязанных и сбалансированных показателей. Конкретные элементы научной новизны, содержащие приращение научного знания, состоят в следующем:

1. Обосновано и дополнено содержание финансовой стратегии корпораций, представляющей совокупность способов достижения целей её развития за счет мероприятий по формированию фондов денежных средств корпораций, эффективному их размещению в инвестициях с приемлемой неопределенностью в соответствии с корпоративной стратегией: наряду с традиционными элементами финансовой стратегии – финансированием и инвестициями, включены новые элементы – перераспределение финансирования внутри мультисегментных корпораций и снижение неопределенности, характерные сегментному и корпоративному уровню принятия стратегических решений, соответствующие модернизации целей и задачам финансовой стратегии корпораций – разработке стратегических решений по слияниям, поглощениям, реструктуризации, влияющим непосредственно на диверсификацию неопределенности операционных сегментов, корпоративную синергетику и диверсификацию рисков её операционных сегментов;
2. Выявлена новая тенденция трансформации роли инвестиционной деятельности, осуществляемой в рамках корпоративной стратегии, заключающаяся в отступлении от обеспечения инвестициями только лишь условий воспроизводства операционной деятельности к обеспечению ими реализации корпоративной стратегии, составляя в высокотехнологичных инновационных корпорациях комплекс стратегий и инвестиций, пришедший на смену финансово-инвестиционному комплексу. Инвестиционная деятельность в управлении финансами приобретает межуровневый характер, с одной стороны, выражая собой инструмент реализации корпоративной стратегии, подчиняясь базовой стратегии и встречно воздействуя на стратегию из-за ограниченности экономических ресурсов, но, с другой стороны, сформированная, исходя из запросов стратегии и согласованная с ней по критерию ресурсов, инвестиционная деятельность воздействует на цели операционной, требуя согласования целей последней с потребностями инвестиционной деятельности в рамках базовой стратегии;
3. Предложена авторская парадигма оценки финансовой стратегии корпораций, основанная на свойствах оператора стратегии и на комбинации двух классификационных походов к оценке изменений в финансовом состоянии корпораций – по признакам принадлежности проекциям стратегической карты сбалансированных показателей, и способом получения атрибутов эксплуатируемых корпорациями стратегий из стратегических матриц, имеющих своими координатами преимущественно монетарно-измеримые или структурные показатели. В рамках парадигмы доказана возможность получения научно обоснованной и апробированной системы атрибутов следования корпорацией стратегии, оценка значений и динамики которых в сопоставлении с наперед известными универсальными стратегиями позволяет характеризовать специфическую базовую и финансовую стратегию корпорации;
4. Сформулирована система сбалансированных атрибутов следования корпоративной стратегии, состоящая из 36 самостоятельных преимущественно монетарных и структурных показателей, характеризующих 26 независимых аспектов стратегической деятельности корпораций в рамках четырех классических проекций стратегической карты сбалансированных показателей, позволяющая составлять качественную оценку специфической корпоративной стратегии и её финансовой составляющей, проекцию «Клиенты» которых характеризуют 12 независимых показателей (33%), проекцию «Процессы» характеризуют 10 показателей (28%), проекцию «Развитие» - только 2 показателя (6%), проекцию «Финансы» - 12 показателей (33%);
5. Разработана методика оценки финансовой стратегии корпорации «Тезаврация, Инвестиции, Ликвидность» (ТИЛ), позволяющая непротиворечиво и системно при помощи ограниченной замкнутой системы показателей охарактеризовать отношения менеджмента корпораций к тезаврации капитала, росту оборота, инвестициям, источникам их финансирования и поддержанию ликвидности, преодолевающая недостатки исключительно монетарной оценки изменений капитала корпорации, существующих в концепции менеджмента, ориентированного на создание стоимости, и исключительно структурной природы классических моделей рычагов в управлении финансами корпораций, за счет особого порядка интерпретации совокупности аналитических показателей, допускающих графическое представление методом аналитических плоскостей;
6. Предложен новый пятикомпонентный аналитический показатель трансферта источников финансирования долгосрочных и краткосрочных инвестиций, связанный одновременно со структурой активов и пассивов корпорации, основанный на разности абсолютных приростов краткосрочных обязательств и оборотных активов, знак которой, величина и отношение к общей величине источников финансирования долгосрочных и краткосрочных инвестиций в совокупности составляют самостоятельный смысл для оценки финансовой стратегии корпорации и показывают скорость изменений в финансовом состоянии корпорации, в долгосрочном аспекте характеризуя эксплуатируемую стратегию;
7. Получена полная классификация финансовых стратегий корпораций, основой которой служат все возможные изменения в финансовой отчетности, наблюдаемые через призму атрибутов финансовой стратегии – отношения к тезаврации, инвестициям, источникам их финансирования и ликвидности, и строго доказано, что таких стратегий существует ровно 72, каждая из которых обладает индивидуальными характеристиками визуальной, количественной и вербальной нотаций, что позволяет проводить сравнительные научно-обоснованные наблюдения за развитием корпораций в средне- и долгосрочном периоде и выйти при формировании экспертных оценок стратегии за рамки существующих трактовок финансовой стратегии на основании теорий левереджа и финансовых коэффициентов в управлении финансами;
8. Обоснована концепция системы показателей оценки финансовой стратегии корпорации, расширяющая возможности показателей управления, ориентированного на создание стоимости, за счет применения в сочетании с показателем экономической добавленной стоимости (EVA) авторских показателей отношения к тезаврации капитала корпорации, росту оборота, инвестициям, источникам их финансирования и ликвидности с учетом корректировок, раскрываемых в официальной финансовой отчетности корпораций, которая позволяет устранить отдельные противоречия EVA-модели, связанные с возможными негативными изменениями в структуре источников финансирования инвестиций и направлений их использования и ликвидности корпорации;
9. Разработан научно-обоснованный подход к применению в практике оценивания неопределенности, связанной с будущим корпораций, методов оценки неопределенности инвестиционных проектов, который основан на стоимостных показателях эффективности управления, ориентированного на создание стоимости, авторских показателях отношения менеджмента корпорации к тезаврации капитала, наращиванию продаж, сбалансированности источников финансирования долгосрочных инвестиций и направлений их использования, а также отношения к поддержанию ликвидности и относительных показателях левереджа в их взаимосвязи с неопределенностью денежных потоков корпорации, рисками финансирования и альтернативной стоимости источников финансирования долгосрочных инвестиций, и который допускает применение методов безрискового эквивалента, кумулятивного построения стоимости капитала поправками на риск, статистических методов вариации операционного результата для оценки неопределенности не только инвестиционных проектов, но и действующих корпораций в историческом и перспективном аспектах;
10. Предложен научно обоснованный метод оценки перераспределительных аспектов финансовой стратегии корпорации, основанный на авторской модификации косвенного способа расчета денежных потоков, в рамках которого количественные показатели следования финансовой стратегии поставлены в соответствие модели жизненного цикла Артура Д. Литтла, и установлены атрибуты финансовой стратегии перераспределения источников финансирования воспроизводства экономических ресурсов корпораций, которые в совокупности позволяют повысить качество внешнего наблюдения и корпоративного контроля финансовой стратегии мультисегментных корпораций.

**Теоретическая значимость диссертационного исследования** определяется тем, что концептуальные положения и выводы диссертационного исследования позволяют расширить существующие научные представления о содержании научно-практических исследований финансов корпораций и способах корпоративного контроля эффективности стратегии корпорации.

**Практическая значимость результатов исследования** заключается в том, что разработанные выводы, рекомендации и инструменты могут быть использованы для совершенствования системы управления финансами корпораций и их корпоративного контроля органами управления и контроля. Это позволяет на обоснованном научно-методическом уровне своевременно и системно подвергать оценке многие аспекты негативных изменений в финансах корпораций, определять измеримые стратегические цели для руководства и контролировать их достижение.

Содержащиеся в диссертационном исследовании теоретико-методологические разработки, аналитические оценки и предложения могут быть использованы в качестве исследовательского материала и информационного источника при изучении проблем, связанных с управлением корпоративными финансами, с комплексной оценкой развития корпораций в условиях неопределенности, а также в учебном процессе при разработке методического обеспечения преподавания дисциплин специализации в курсах «Финансы предприятий», «Финансовый менеджмент», «Стратегический менеджмент», при повышении квалификации управленческого персонала финансового блока компаний, в процессе подготовки дипломных работ выпускников специальностей «Финансовый менеджмент», «Стратегическое планирование и управление».

**Апробация результатов исследования**. Основные положения и выводы диссертации были изложены в докладах на Международных и Всероссийских научно-практических конференциях в городах: Москва, Одесса, Пенза, Ростов-на-Дону.

Основные результаты исследования опубликованы в 29 печатных работах (в том числе в двух индивидуальных монографиях) общим объёмом 51,24 п. л. (авторский вклад составляет 44,53 п.л.).

**Структура и объём работы** обусловлены характером рассматриваемой проблемы, задачами и методами исследования. Система оценки финансовой стратегии корпорации рассматривается в рамках системного подхода, предполагающего выделение по каждой из подсистем сначала теоретико-методологических, а затем прикладных проблем.

Диссертационная работа состоит из введения, шести глав основного содержания, включающих 17 параграфов, заключения, списка библиографических источников, иллюстрирована 44 таблицами и 36 рисунками, составляет 360 страниц и имеет 4 приложения**.**

1.1 Становление финансовой стратегии в контуре стратегического управления корпораций

1.2 Предпосылки оценивания финансовой стратегии корпораций

1.3 Формирование концепции оценки финансовой стратегии корпораций

2.1 Совершенствование содержательных аспектов оценки финансовой стратегии корпораций

2.2 Формирование оценочной системы сбалансированных показателей следования корпорацией стратегии

3 МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ КОРПОРАЦИЙ ПО ВЗАИМОСВЯЗАННЫМ АТРИБУТАМ ТЕЗАВРАЦИИ КАПИТАЛА, ИНВЕСТИЦИЙ И ЛИКВИДНОСТИ

3.1 Тезаврационные атрибуты финансовой стратегии корпораций

3.2 Операционные и инвестиционные атрибуты финансовой стратегии корпораций

3.3 Сочетаемость тезаврационного, инвестиционного и ликвидностного атрибутов финансовой стратегии корпораций

4.1 Взаимное влияние неопределенности и стратегического поведения корпораций

4.2 Модели формирования внутренней информации о неопределенности будущего корпораций

4.3 Инструменты оценки влияния неопределенности на стратегическое поведение корпораций

4.4 Методика оценки операционного аспекта неопределенности в рамках финансовой стратегии корпорации

5.1 Качественная оценка финансирования долгосрочных инвестиций в рамках финансовой стратегии корпорации

5.2 Метод оценки перераспределительных аспектов финансовой стратегии корпораций

6.1 Преодоление системных проблем управления финансами корпораций

6.2 Использование алгоритма оценки финансовой стратегии в моделях взаимодействия с корпорациями

6.3 Совершенствование раскрытия информации о преодолении неопределенности и финансовой стратегии корпорации

## Предпосылки оценивания финансовой стратегии корпораций

Стратегия как модель действий, направленных на достижение заранее определенных целей заняла значимое место среди управленческих терминов в тот период, когда общая неопределенность будущего заставляет оперативно реагировать организации на изменения во внешней среде. Отправной точкой смены парадигмы управления посредством долгосрочного планирования на стратегическое управление, по всей видимости, явилось признание того, что «разработка планов сама по себе недостаточна, требуются еще и стратегии, вплоть до конкретных мероприятий, в первую очередь, инвестиционных, необходимых для долгосрочного развития». Корпоративной практикой оформились идеи «о необходимости комплексного подхода к стратегическому управлению, охватывающего всю цепочку - от глобальных целей до реальных действий».

Проникновение в содержание финансовой стратегии корпораций происходило вместе с ростом значения долгосрочных аспектов планирования и принятием философии стратегического управления. Если в индустриальном обществе, характерном для I половины XX века, к стратегическим в сфере финансов относили решения относительно структуры капитала, и обоснование таких решений осуществлялось моделями факторного анализа рентабельности собственного капитала и вытекающим из него эффектом финансового рычага, то стратегические решения в области финансов последней четверти XX века уже принимались со значительным усилением факторов следования стратегии - методология стратегического управления обогатила свой арсенал интеграционными и диверсификационными стратегиями, направленными на стратегическую устойчивость транснациональных корпораций на мировом рынке, на снижение издержек в глобальном масштабе. Как отмечает П. Гохан, «...в середине 1990-х г.г. рынок был охвачен сделками консолидации... Фрагментированные отрасли консолидировались через крупномасштабные поглощения»48. К середине 90-х годов «доля собственных средств по отношению к заемным (стоимость которых непрерывно росла и продолжает расти) у предприятий традиционной экономики непрерывно уменьшалась. С целью экономии имеющихся ресурсов началась волна слияний компаний, близких по сферам деятельности, практически на всех рынках создавались международные монополистические концерны. Этот процесс еще более усугублялся внедрением маркетинговых технологий, пришедших из "новой экономики". Одновременно складывалась система оценки эффективности работы наемных менеджеров, основанная на стоимости акций управляемых ими предприятий. Такая система не могла не подстегивать менеджеров к искажению информации о своих предприятиях, к "лакировке" действительности. Дополнительным стимулом послужила практика предоставления менеджерам "бонусов" в виде акций управляемых предприятий (продавать которые можно только через некоторый период времени, обычно составлявший 2-3 года). Как следствие, заниматься долгосрочными инвестициями стало нерентабельно, горизонт планирования и инвестирования понизился до нескольких месяцев, до объявления очередных отчетов, на основании которых принимает решения фондовый рынок»49.

Также, как и модель финансовой стратегии DuPont, основанная на показателе рентабельности собственного капитала, её следствие в виде эффекта финансового рычага, так и матрица финансовых стратегий французских финансистов Ж. Франшона и PL Романе, в основе которой лежат исторические показатели экономической эффективности, скорректированные финансовыми потоками инвестиционной и финансовой деятельности, по-прежнему имеют значение для подготовки тактических финансовых управленческих решений на уровне, прежде всего, отдельных операционных сегментов. Однако, по нашему мнению, этими инструментами невозможно «поднять» финансовые решения выше сегментного, на корпоративный уровень стратегии. Со стороны внешних пользователей финансовой информации, такие инструменты не позволят сформировать оценку эксплуатируемой корпорацией финансовой стратегии. По нашему мнению, существует насущная необходимость гармонизации показателей следования финансовой стратегии именно на корпоративном уровне, причем такая система показателей должна характеризовать не только финансовые аспекты корпоративного управления.

В индустриальном обществе в качестве основных критериев эффективной деятельности компаний выступали финансовые показатели, такие как рента бельность привлечённого капитала (ROCE - Return on Capital Employed), рен табельность активов (ROTA - Return on Total Assets) и рентабельность продук ции (CRR - Cost Revenue Rate). По их значениям определяли наиболее эффек тивные направления деятельности, в пользу которых осуществляли внутреннее перераспределение ресурсов в целях улучшения финансовых результатов. Ана лизируя финансовое состояние, для принятия инвестиционных решений сосре доточивались на двух аспектах функционирования организации: оценивали эф фективность деятельности посредством оценки востребованности рынком про изводимой продукции, эффективности использования денежных ресурсов и оценки наличия возможности достижения более высоких финансовых показа телей (таких, как, например, прибыль на инвестиции, рентабельность продаж, рентабельность собственного капитала), возможности сведения к минимуму финансовых рисков, связанных с развитием организации в условиях неопреде лённости внешней среды, а также оценивали показатели, связанные с финансо „ вым «здоровьем» организации, с поддержанием её ликвидности, с возможностью правильной организации потоков денежных средств и другими финансовыми параметрами, обусловливающими её экономический рост.

Проблемы обеспечения текущей ликвидности и покрытия долгосрочных кредитов повышали значимость обеспечения равномерных денежных потоков в организации. Эти проблемы находили свою факторизацию в таких широко известных моделях финансового управления, как DuPont, совокупный эффект операционного и финансового рычага, матрицах финансовой стратегии Франшона-Романе и некоторых других. Согласно таким моделям управления финансами, основой формирования притоков денежных средств являются продажи. Управление прибыльностью продаж можно осуществлять увеличением цены продаж, снижением прямых издержек на производство продукции, сокращением постоянных расходов организации, увеличением физических объёмов продаж, которое сегодня обеспечивается не столько за счёт эффективного финансового менеджмента и капитальных вложений, сколько за счёт ориентированности организации на удовлетворение клиентских потребностей. Фактором, генерирующим продажи, служит спрос, отражающий степень лояльности покупателей продукции организации. Преимущественно финансовый смысл показателей, используемых в практике управления и оценки эффективности деятельности корпорации, сегодня становится ограничением, не позволяющим раскрывать ряд важных её аспектов.

## Формирование оценочной системы сбалансированных показателей следования корпорацией стратегии

Стратегическое управление предоставляет собой одновременно средство формирования стратегии, её воплощение в реальность, а также ключ к интерпретации стратегии внешними пользователями, не вовлеченными в разработку стратегии. Выявив важные предпосылки оценки стратегии корпораций в контенте концепции стратегической карты сбалансированных показателей, представляющей собой универсальный, недетерминированный подход к структуриг рованию целей, стратегии, политики и регулярных управленческих решений, и вполне детерминированных правил разработки стратегий, формулируемых через призму маркетингового анализа, в основе которых лежат преимущественно показатели, имеющие стоимостную оценку, нацелим научный поиск на отыскание таких операторов над финансовой информацией о деятельности корпорации, которые бы оказались обратными по отношению к сюръективному оператору стратегии и ставили в соответствие достигнутым корпорацией результатам, имеющим стоимостное измерение, и принятых в прошлом стратегических решений. Если свойство сюръективности оператора стратегии корпорации, когда из настоящего времени формирования стратегии допускается наличие нескольких, а не единственного, состояний корпорации в будущем, является следствием общей неопределенности, то оператор интерпретации стратегии находится в условиях, когда большинство факторов неопределенности уже оказали свое влияние на финансовую информацию о развитии корпорации в течение периода времени. Приходится констатировать, что все же остается определенная степень неопределенности, связанная с учетом всех факторов при подготовке финансовой информации о развитии корпорации, которой для целей настоящего исследования все же придется пренебречь. Такой оператор интерпретации стратегии посредством классификации согласно классическим проекциям карты сбалансированных показателей полученных монетарных и иных количественно измеримых атрибутов раскроет изменения, произошедшие в финансовой отчетности за период оценки, в виде комбинации идентифицируемых универсальных стратегий. В настоящей работе под атрибутом понимается необходимое, существенное, неотъемлемое свойство объекта (например, корпоративной или финансовой стратегии, которым следует корпорация), или, иными словами, значения определенных показателей, служащие постоянными устойчивыми знаками и отличительными признаками следуемой корпорацией стратегии.

Таким образом, парадигма оценки финансовой стратегии корпорации оказывается основанной на комбинации классификационных походов к оценке изменений в финансовом состоянии корпораций, предоставляемых концепцией системы сбалансированных показателей и подходом, обратным к разработке стратегии корпорации на основе стратегических матриц (рисунок 2.2).

Модели стратегического анализа содержат ценные атрибуты стратегий, связывающие приверженность руководства корпорации определенной стратегии и некие финансовые и нефинансовые показатели. Атрибуты стратегий, полученные из моделей стратегического анализа, на основе экспертной оценки могут быть классифицированы по четырем классическим проекциям стратегий системы сбалансированных показателей с тем, чтобы по показателям финансовой информации о корпорации, применяющей стратегию для достижения не всегда явных целей, можно было восстановить картину стратегических целей и применяемой стратегии. В целях научно обоснованного отбора финансовых атрибутов стратегии предпринято исследование моделей стратегического анализа, обладающие собственными проекциями стратегических целей и результа тов. Отбор моделей стратегического анализа осуществлялся исходя из наличия в их формулировке преимущественно денежно-измеримых показателей, способных характеризовать изменения в финансовой отчетности корпорации, которые возникли в периоде оценки её финансовой стратегии.

Посредством сопоставления стратегий, формулируемых моделями, координат стратегических позиций и финансовых атрибутов стратегий в координатах стратегических позиций оказывается возможным получение набора основных атрибутов, характеризующих следование компанией определенной стратегии.

Модель трех ценностных критериев Майкла Трейси и Фреда Вирсемы121 постулирует тезис о том, что отлаженность операционной деятельности должна обеспечивать лучшие цены в отрасли. Вытекающая из такой ценности основная задача оптимизации бизнес-процессов, идентифицирующая первый источник роста, состоит в увеличении коэффициента полезного действия операционной деятельности и в снижении стоимости продукции для потребителей. Второй источник роста — управление клиентскими отношениями. По мнению М. Трейси и Ф. Вирсемы, компании, стремящиеся к .доверительным отношениям с клиентами, приспосабливают свои продукты к потребностям сегментов рынка. Их конкурентоспособность скорее держится на превосходном обслуживании и удовлетворении потребностей, чем на более низких ценах. Рассматривая этот аспект, отмечается способность компаний получать прибыль за счет высоких цен, а не за счет низких расходов, именно благодаря созданию доверительных отношений со своими клиентами. Третий, инновационный критерий М. Трейси и Ф. Вирсемы состоит в ставке компаний, следующих стратегии превосходства своего продукта, на регулярное и быстрое внедрение новинок. Лидеры отрасли моментально представляют несколько новых продуктов и вынуждают конкурентов постоянно гнаться за собой.

## Сочетаемость тезаврационного, инвестиционного и ликвидностного атрибутов финансовой стратегии корпораций

Тезаврационный, инвестиционный и ликвидностный аспекты финансовой стратегии корпораций позволяют во многом описать основные выборы правил при принятии стратегических решений в условиях неопределенности, осуществляемые в рамках финансовой стратегии корпорации. Однако существуют неотъемлемые ограничения в выборе стратегии, которые накладываются существом уравнения баланса источников финансирования и направлений их использования. Такие ограничения представляют собой самостоятельный интерес при формировании систем управления корпоративными финансами. Если отдельные модели разработки стратегии корпораций, такие как матрицы SPACE и ADL/LC предлагают определенные стратегии естественного выбора в условиях ограниченности ресурсов и ограничения финансовых рисков, то обратная связь принятых стратегических решений в области финансов приобретает самостоятельную ценность для оценивания финансовой стратегии мультисегментных корпораций как внешними, так и внутренними пользователями. Три самостоятельных аспекта - отношение компании к вопросам тезаврации капитала, к финансированию и управлению долгосрочными инвестициями, к финансированию и управлению оборотными средствами - в совокупности представляют возможность построения полной классификации финансовых стратегий по результатам оценки, основанной на исторических данных - прежде всего, финансовой отчетности корпорации. Свойство полноты обеспечивается балансовой моделью источников финансирования и их размещения в определенных видах активов, увязке изменения чистых активов с той же балансовой моделью в виде перегруппировки статей бухгалтерского баланса «на американский манер», а также вклада показателя выручки от продаж в капитализацию прибыли корпорации.

Для аспекта отношения к тезаврации капитала, как было установлено, аналитическая плоскость определяет четыре различных стратегии, для отношения к финансированию и управлению долгосрочными инвестициями - шесть, для отношения к финансированию и управлению оборотом - также шесть принципиально различных стратегии. Сами показатели, на которых основывается полная классификация различных финансовых стратегий, не являются факторами успеха или неудачи конкретных финансовых, в частности, и корпоративных стратегий, в целом, однако представляют собой неотъемлемые атрибуты таких стратегий, по которым и предлагается в рамках предлагаемой парадигмы оценки финансовой стратегии корпораций осуществлять их внешнюю оценку.

Первый аспект финансовой стратегии корпорации - взаимосвязь отношения к росту выручки от продаж и тезаврации капитала именно через показатель чистых активов - оказывается трансцендентно связанным с двумя другими аспектами: отношением к инвестициям и отношением к текущей ликвидности, неразрывно связанными между собой балансовым уравнением. Таким образом, все три аспекта стратегии экономического субъекта в неразрывной связи полностью (укрупнено) характеризуют общую стратегию, формируя совместно с методом факторного анализа баланса положительных приростов аналитический инструментарий внешнего и внутреннего наблюдения и качественно-количественной оценки финансовой стратегии корпорации.

Второй аспект общей стратегии, условно обозначаемый нами как «отношение к ликвидности», представлен шестью принципиально различными группами стратегий. Третий аспект общей стратегии, условно обозначаемый нами как «отношение к инвестициям», представлен также шестью принципиально различными группами стратегий.

Исследование вопросов сочетаемости трех аспектов стратегий на основе выборочной совокупности отчетных данных компаний различных отраслей экономики, различной степени успешности показал наличие определенной связи между атрибутами эксплуатируемой финансовой стратегии (внешним публичным проявлением общей стратегии компании) всех трех её аспектов.

Таким образом, всем трем аспектам стратегии экономического субъекта соответствует в общей сложности 144 возможных варианта их сочетания, из которых, определенно, 24 (6x4) оказываются математически несовместными при рассмотрении стратегии управления ликвидностью и стратегии управления долгосрочными инвестициями организации160 (Рисунок 3.9).

Объёмной визуализацией таких соответствий отдельных аспектов стратегий является прямоугольный параллелепипед, составленный из кубиков по правилу 6x6x4. Однако рассматривать соответствия отдельных аспектов стратегий для организации в рамках такой визуализации не соответствует критерию наглядности. Приходится ограничиваться рассмотрением совместных проекций параллелепипеда на основание и боковые его ребра, изучая попарные сочетания аспектов финансовых стратегий «тезаврация-инвестиции», «тезаврация-ликвидность», «инвестиции-ликвидность», а также «слоев» параллелепипеда (см. рисунок 3.9), соответствующих зафиксированным значениям отдельных параметров (удобнее всего - отношения к тезаврации как характеризующее достижение главной цели управления финансами).

## Модели формирования внутренней информации о неопределенности будущего корпораций

Будущее корпораций во многом формируется управленческими решениями настоящего. Стратегические решения корпоративного уровня управления влияют на развитие существующих операционных сегментов, создание новых или ликвидацию неэффективных сегментов. Именно учет «корпоративности» принимаемых стратегических решений проводит различия между принятием эффективного инвестиционного решения самого по себе или такого решения, которое создаст дополнительный эффект для корпорации. Научно доказано, что благодаря эффектам синергизма бизнес-сегментов корпораций и диверсификации рисков на корпоративном уровне управления создаются предпосылки дол-госрочного выживания таких экономических субъектов . Поэтому внутренняя информация о планируемых и осуществляемых инвестициях в рамках корпоративной стратегии представляет собой значительный интерес для оценки неопределенности развития бизнесов корпорации.

Инструментарий инвестиционного анализа богат моделями оценки неопределенности, связываемой с осуществлением корпорациями инвестиций. Достаточно разработаны методы оценки неопределенности инвестиции по данным о неопределенности факторов через модель денежных потоков и механизм дисконтирования. Возникает разумный соблазн адаптировать этот аппарат к оценке неопределенности, связанной с развитием корпорации в целом. Причем такая адаптация должна учитывать особенности составления финансовой отчетности и представления и раскрытия сопутствующей финансовой информации, на основании которой строится оценка финансовой стратегии корпорации.

Сложность, с которой приходится сталкиваться при попытке адаптации моделей оценки неопределенности инвестиций - это комплексное представление деятельности компании в виде денежного потока от всех проектов, которые осуществляет компания в рамках своей деятельности, либо другая крайность -симплифкация деятельности корпорации до примитивных оценок рентабельности капитала. Интерференция инвестиционных проектов оказывается в финансовой отчетности слишком сложна и практически лишена прозрачности в отличие от плановых по своей сути исследований инвестиционных проектов, как изолированных, так и интегрированных в действующий бизнес.

Положенная в основу современной теории принятия инвестиционных решений динамическая модель оценки эффективности инвестиций174 по своей природе наталкивает на возможность комбинирования учёта риска, связанного с единичным проектом, корректировкой денежных потоков, находящихся в числителе модели, некоторой величиной, характеризующей неуверенность лица, принимающего решения, относительно величины составляющих денежного потока до тех их значений, которые уже могут рассматриваться как абсолютно безрисковые (так называемый метод безрискового эквивалента, Certainty Equivalent Approach), и корректировкой ставки дисконта поправкой на риск, размер которой также определяется экспертно или (и) на основе имеющейся информации о внешней среде (рынок ценных бумаг, сопоставление с аналогичными проектами).

При использовании метода безрискового эквивалента ожидаемые денежные потоки инвестиционного проекта непосредственно корректируются с учётом степени риска - чем выше риск, тем ниже значения элементов скорректированного денежного потока. В основе метода лежит гарантированный денежный эквивалент, который делает принимающего решения индифферентным к выбору между гарантированной суммой и рисковым ожиданием величины денежного потока инвестиционного проекта. Вообще неприятие риска обнаруживается тогда, когда безрисковый эквивалент ниже ожидаемой величины денежного потока, и чем ниже безрисковый эквивалент, тем выше риск проекта.

В отечественной литературе этот метод иногда называют методом корректировки параметров проекта, внося соответствующие дефлиругащие множители в ключевые параметры проекта либо принимая во внимание сценарий гарантированного сбыта, обеспеченного договорными обязательствами.

Метод безрискового эквивалента прост для применения и может быть согласован с дифференциацией риска по годам. Однако «нет практического способа расчёта безрискового эквивалента рискового денежного потока»177. У каждого индивида своя экспертная оценка безрискового эквивалента, и эти оценки могут варьироваться в широких пределах. Осложняется дело и тем, что безрисковые эквиваленты должны отражать рисковые предпочтения собственников, а не менеджеров корпорации. При этом, как принято при рассмотрении финансовых решений, часто рассуждают об индивидуальной полезности результатов принятых решений. Это служит, пожалуй, основной причиной, по которой этот метод практически не используется при подготовке оценок неопределенности инвестиций178. Наоборот, метод безрискового эквивалента в применении к оценке неопределенности развития компании заслуживает внимания, поскольку, по нашему мнению, может применяться для формирования прогнозной финансовой информации при раскрытии неопределенности бизнеса. Для этого, если такое допущение уместно, денежные потоки от выручки от продаж раскладываются на безрисковую и рисковую составляющие с тем, чтобы через модель CVP предложить оценку операционного риска, связанного с колеблемостью чистой прибыли, и раскрыть её в прогнозной финансовой информации. Более того, финансовая сущность безрискового эквивалента проявляется в известной формуле эффекта финансового рычага, где положительность эффекта обеспечивается позитивным знаком разности экономической рентабельности и стоимости привлеченного капитала, мультиплицированной отношением заемного капитала и собственного.