

**Альгин В.А.,**  
канд. эконом. наук,  
ГОУ ВПО Ростовская государственная академия  
сельскохозяйственного машиностроения

## **МОДЕЛЬ ФОРМИРОВАНИЯ ВНУТРЕННЕЙ ИНФОРМАЦИИ О НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ БУДУЩЕГО КОРПОРАЦИЙ В РАМКАХ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ**

*В работе приведен сравнительный анализ применимости методов учета и оценки риска и неопределенности инвестиционных проектов и действующих корпораций по информации, содержащейся в их финансовой отчетности. На основании концепции менеджмента, ориентированного на стоимость, и предложенных автором показателей отношения менеджмента корпорации к тезаврации капитала, наращиванию продаж, сбалансированности источников финансирования долгосрочных инвестиций и направлений их использования, а также отношения к поддержанию ликвидности предложено дополнение к критериальному показателю стратегической эффективности – экономической добавленной стоимости, позволяющее строить функциональные модели оценки неопределенности будущего корпорации и применять ряд методов учета и оценки неопределенности для реальных инвестиционных проектов – метода безрискового эквивалента, статистических методов вариации операционного результата, скорректированную на риск стоимость капитала, модель цены финансовых активов и их разновидности.*

*The paper gives the comparative analysis of real investment project's risk and uncertainty estimation and going concern's based on its financial report. In the frame of the Value-Based Management and author's indicators of capital thesaurization vs sales growth, long-term financial sources vs capital investments and liquidity supporting as corporate management's relationship the efficiency criterion EVA has been added by a methodic of corporation's future uncertainty functional modeling using the certainty equivalent approach, statistical method of operation's profit variation, risk-adjusted cost of capital and capital assets pricing model and its derivatives.*

Стратегические решения корпоративного уровня управления влияют на развитие существующих операционных сегментов корпораций, создание новых или ликвидацию их 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 долгосрочного выживания таких экономических субъектов<sup>1</sup>. Поэтому внутренняя информация о планируемых и осуществляемых инвестициях в рамках корпоративной стратегии представляет собой значительный интерес для оценки неопределенности развития бизнесов корпорации внешними пользователями.

Инструментарий инвестиционного анализа богат моделями оценки неопределенности, связываемой с осуществлением корпорациями инвестиций. Достаточно разработаны методы оценки неопределенности инвестиции по данным

---

<sup>1</sup> Напр.: Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. - СПб.: Питер.- 1999. - 413 с.

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, 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 – симплификация 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 инвестиций<sup>2</sup> 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 экспертом 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<sup>3</sup>. В отечественной литературе<sup>4</sup> этот метод иногда называют методом корректировки параметров проекта, внося соответствующие дефлирующие 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

---

<sup>2</sup> Gordon B. and Shapiro E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Manag. Sci.*, -Oct. 1956, -No. 3, -pp. 102-110.

<sup>3</sup> Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследований: -М., -Интерэксперт, -1995. - 342 с. С. 156.

<sup>4</sup> Шапиро В.Д. Управление проектами: -СПб., -ДВаТри. -1996. - 610с. С. 415.

риска по годам. Однако «нет практического способа расчёта безрискового эквивалента рискованного денежного потока»<sup>5</sup>. 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 рискованные 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 инвестиций<sup>6</sup>. Наоборот, по нашему мнению, метод безрискового эквивалента в применении к оценке неопределенности развития корпораций, определенно, заслуживает внимания, поскольку, 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 рискованную составляющие с тем, чтобы через модель Cost-Volume-Profit предложить оценку операционного риска 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. Для оценки эффективности сохранения акционерного капитала корпорации, по нашему мнению, такой метод может быть полезен при принятии стратегического решения в рамках финансовой стратегии мульти-сегментной корпорации или холдинговой компании, если факторы синергизма и снижения неопределенности за счет эффекта диверсификации портфеля бизнес-сегментов корпорации не являются решающими.

Метод скорректированной на риск ставки дисконта (Risk-Adjusted Discount Rate), предусматривает изменение этой ставки в зависимости от рискованности денежного потока инвестиционного проекта. Этот метод популярен в практике оценки инвестиций, так как рассчитать на основании текущих данных соответствующие ставки дисконта гораздо проще, чем установить безрисковые эквиваленты денежных потоков<sup>7</sup>. Метод объединяет показатель временной стоимости денег в виде безрисковой ставки и премию за риск, тогда как метод безрискового эквивалента разделяет риск и временную стоимость денег, что даёт безрисковым эквивалентам теоретическое преимущество. Однако этот метод к оценке неопределенности развития компании может быть применен только с учетом допущения высокой сложности интерференции проектов в рамках корпорации. По нашему мнению, поправка на риск, применяемая к доступной альтернативной стоимости инвестиций, будет способна интерпретировать неопределенность бизнеса, если существует надежный и испытанный метод оценки такой неопределенности, применимый к объекту оценки неопределенности. К примеру, кор-

---

<sup>5</sup> Бригхэм Ю.Ф., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т.: - СПб., Экономическая школа. (С-Петербург)-2004.-1166 с. С. 415.

<sup>6</sup> Ли Ч.Ф., Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика: -М.,-ИНФРА-М,-2000. - 712 с. С. 368.

<sup>7</sup> Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации: -М.,-Филинь,-1997. - 336 с. С. 281.

порации банковского сектора систематически используют поправки на риск при выдаче кредитов заемщикам в зависимости от их категории, однако в зависимости от степени рискованности деятельности реципиентов методики существенно различаются как по целевым сегментам, так и по применяемым инструментам оценки кредитоспособности заемщиков. Мультисегментная корпорация реального сектора экономики, таким образом, становится еще более сложным объектом для применения метода скорректированной на риск ставки доходности для оценки неопределенности в целях стратегического финансового управления, и такая оценка не будет соответствовать критерию соотношения затрат и результатов, поскольку присоединение усредненного риска к ставке дисконта имеет свои явные недостатки, описанные в некоторых монографических исследованиях, посвященных инвестиционному анализу<sup>8</sup>.

Одной из разновидностей метода определения скорректированной по риску ставки дисконта является так называемый метод учётной «беты» (Accounting Beta Method)<sup>9</sup>. Коэффициент  $b$  как показатель риска находят в результате регрессии прошлых доходов конкретной фирмы или проекта по сравнению с доходностью рыночного индекса. Вместо отсутствующих показателей рыночной доходности можно использовать учётные показатели (отношение валового дохода к совокупным активам). Решение уравнения регрессии таких учётных показателей рыночной доходности позволяет определить искомый учётный  $b$ -коэффициент регрессии. Такой способ исследования неопределенности развития компании имеет самостоятельное значение для оценки неопределенности развития корпорации и способен формировать в финансовой отчетности самостоятельные оценки такой неопределенности, однако, основывающиеся на несовершенном рынке ценных бумаг.

Наиболее теоретически обоснованным и в то же время остающимся трудоёмким в использовании в оценке инвестиций является метод цены финансовых активов (Capital Asset Pricing Model), устанавливающий связь между риском и требуемой доходностью активов, представляющих хорошо диверсифицированный портфель. В основу модели положен целый ряд допущений (как указывает один из авторов модели У. Шарп<sup>10</sup>, их 10), лишь незначительная часть которых в принципе может быть выполнена на практике, таких как обсуждавшаяся максимизация возможного прироста достояния каждого инвестора, неограниченная возможность взятия ссуд по некоей безрисковой процентной ставке, равные условия в отношении прогнозных показателей, делимость и ликвидность всех активов, отсутствие транзакционных затрат, фиксированность количества всех активов и др. Сделанные допущения позволяют установить связь прогнозируемых значений доходности отдельно взятой акции  $R_i$  и доходности акций на рынке в среднем  $R_M$  при помощи линейной зависимости  $R_i = a_i + b_i R_M + e_i$ , то есть требуемая доходность для любого вида рискованных активов представляет собой

---

<sup>8</sup> Там же.

<sup>9</sup> Бригхэм Ю.Ф., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т.: - СПб., Экономическая школа. (С-Петербург)-2004.-1166 с. С. 415.

<sup>10</sup> Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж. В. Инвестиции. Изд. 5:-М.,-Инфра-М.-1998.-- 1028 с. С. 257.

функцию трёх переменных: безрисковой доходности  $a_i$ , средней доходности на рынке ценных бумаг  $R_M$  и индекса колеблемости  $b_i$  доходности данного финансового актива по отношению к доходности на рынке в среднем<sup>11</sup>. Реакция самой фирмы на изменения на рынке объясняется случайной ошибкой  $e_i$ , этот компонент общего риска называется диверсифицируемым, специфическим риском. Коэффициент регрессии  $b_i$  – индекс чувствительности к ситуации на рынке, измеряющий относительную изменчивость курса данной акции по сравнению с курсом «средней» акции или «рынком» в целом. Тенденция отдельной акции изменяться вместе с рынком содержит риск, так как цены на рынке колеблются под воздействием множества факторов, в том числе случайных, и колебания их не могут быть элиминированы. Этот компонент общего риска называется рыночным или недиверсифицируемым риском. Зависимость между общим риском акции, рыночным риском и диверсифицируемым риском может быть получена расчётом операции дисперсии.

Как известно, с владением финансовым инструментом связаны два источника риска – макроэкономические факторы, оказывающие влияние на весь финансовый рынок и составляющие систематический риск, и характерный риск, уникальный для каждого финансового инструмента. Диверсификация снижает уровень только характерного риска. Следовательно, на эффективном рынке будут выплачиваться премии только за риск, связанный с систематическими факторами. Поскольку эти факторы риска оказывают влияние на все активы, то доходность для каждого из этих факторов риска является рыночной ценой несения этого риска. Следовательно, доходность для каждого фактора одинакова для всех активов. Однако степень, в которой данный актив подвержен данному типу риска, зависит от характеристик самого актива. Поэтому факторная нагрузка будет уникальной для каждого актива. Систематический риск отдельного актива определяется загруженностью фактора и ковариациями доходностей факторов. Систематический риск портфеля финансовых активов определяется на основе ковариаций доходностей факторов, загруженности факторов и удельного веса каждого актива в портфеле.

Систематический риск с точки зрения оценки финансовой стратегии корпорации и преодоления неопределенности стратегией для корпорации складывается из систематических рисков её операционных и географических сегментов и посредством модели финансового результата транслируется на целевые финансовые показатели эффективности финансово-хозяйственной деятельности корпорации, увязывая неопределенность инвестирования или финансирования корпорации с операционными рисками воедино. Таким образом, для оценки стратегии преодоления неопределенности внешними пользователями остается выделить факторы систематического риска корпорации и построить на основании функциональной или статистической взаимосвязи операционных и целевых показателей факторную модель премии за риск для инвестированного капитала в сравнении с безрисковой ставкой процента. Ставка дисконта, используемая при

---

<sup>11</sup> Там же.

оценке инвестиционных проектов методами, основанными на дисконтировании денежных потоков, таким образом, становится эквивалентом ставки процента за использование капитала при оценке неопределенности, связанной с развитием корпорации, а методы получения индивидуальной ставки получают применение для сравнительной оценки эффективности финансовой стратегии

Системным ориентиром для безрисковой ставки отдачи инвестиций, лежащей в основе кумулятивного способа учета риска, является стоимость привлечения капитала, определяемая показателем WACC<sup>12</sup> по данным финансовой отчетности и используемая в распространенных моделях оценки эффекта финансового рычага и изменений экономической добавленной стоимости. Метод кумулятивного построения ставки дисконта, аналогичный арбитражному ценообразованию капитала и основанный на реально существующих рисках операционной деятельности мультисегментной корпорации, по нашему мнению, системно объясняет разрыв между средневзвешенной стоимостью капитала и её фактической рентабельностью активов факторами, соответствующими индивидуальным премиям за индивидуальные операционные риски сегментов корпорации. Способ кумулятивного построения индивидуальной ставки дисконта позволяет внешнему пользователю оценить «от обратного» также исторически актуализовавшиеся риски, связанные с денежными потоками согласно отчету о движении денежных средств и отчету о прибылях и убытках за ряд отчетных периодов в настоящий момент времени методом компаундинга, где в ставке компаунда примут участие упомянутый фактор стоимости капитала и фактически сложившаяся поправка на риск. Остается приравнять это степенное уравнение относительно поправки на риск изменению рыночной стоимости компании или, ежели такая информация отсутствует, изменению чистых активов за все отчетные периоды, принимающие участие в расчете.

Таким образом, являясь достаточно гибким и практически исполнимым инструментом оценки риска инвестиционных проектов, допускающих моделирование их денежных потоков, методы корректировки переменных величин динамической модели оценки инвестиций, тем не менее, не дают достаточных сведений о присущих инвестиционным проектам рисках и не указывают способов более точного их измерения. Однако, в оценке стратегии преодоления неопределенности корпорацией этот метод позволяет объяснить разрыв фактической доходности активов и стоимости капитала и связан непосредственно как с продуктовой стратегией операционных сегментов, так и с финансовой стратегией корпорации. Из-за таких ограничений в теории инвестиционного анализа в оценке неопределенности информационно-прогностические потребности стали удовлетворяться более сложными и иногда более точными сценарно-имитационными методами. Если усложнение исследования неопределенности, связанной с эффективностью инвестиционного проекта, в виду математической модели критерия её оценки является оправданным, то применимость таких методов для оценки стратегии преодоления неопределенности корпорацией в рамках корпоративной стратегии в целом или финансовой стратегии в частно-

---

<sup>12</sup> Weighted Average Cost of Capital – средневзвешенная стоимость капитала.

сти представляется предметом специального исследования.

Методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтированных денежных потоках проектов, оказываются, тесно связаны с показателями эффективности отчитывающихся корпораций. Чистый дисконтированный доход, согласно методологии проектного анализа, рассчитывается по реальным потокам наличности, что представляет собой системную увязку с отчетом о движении денежных средств, составленным прямым методом, как элементом финансовой отчетности действующей корпорации. Наряду с прямым методом, движение денежных средств, а точнее говоря, финансовых потоков, может быть оценено косвенным способом<sup>13</sup>, авторскую вариацию которого нами также предлагается использовать для оценки инвестиционных процессов, протекающих за корпоративным занавесом<sup>14</sup>. Проводя аналогию, денежный поток в модели чистого дисконтированного дохода может быть заменен финансовым с последующим восхождением к факторам отчета о прибылях и убытках – чистой прибыли и амортизации, с элиминацией фиктивного изменения капитала за счет переоценок, учетом использования прибыли и подобным корректировкам, хорошо идентифицируемым по финансовой отчетности корпораций. Таким образом, заменой прямого метода включения денежных потоков на финансовые потоки, определяемые косвенным способом, создана предпосылка увязки методологии корпоративного контроля освоения инвестиций в рамках финансовой стратегии и проектными, «управленческими» расчетами дисконтированных денежных (финансовых) потоков инвестиционных проектов корпорации. В таком случае, каждое слагаемое модели дисконтированных финансовых потоков станет соответствовать приросту экономической стоимости<sup>15</sup>, определяемой согласно популярной модели оценки эффективности корпоративной стратегии EVA Джозеля Штерна, которая, рассчитывается по методу начисления и представляет собой не что иное, как особую структуру отчета о прибылях и убытках в допущении, что управленческие корректировки этого показателя не применяются. Такое приближительное равенство, по нашему мнению, является дополнительным фактором исследования возможностей применения хорошо разработанных методов анализа неопределенности, связанной с эффективностью инвестиционных проектов, и неопределенностью, связанной с эффективностью корпорации, её финансовой стратегии и практики преодоления неопределенности.

В отличие от инвестиционных проектов, исследование неопределенности, связанной с эффективностью деятельности корпорации, по нашему мнению, не достигнет своих целей, если попытаться внешнему пользователю учесть все возможные факторы неопределенности, по причине недостатка информации. Новые допущения о неизвестной информации будут лишь привносить ошибку в ожидаемые значения ключевых показателей эффективности и их статистические разбросы. В таких исследованиях по критерию соотношения затрат и результатов

---

<sup>13</sup> IAS 7 «Отчеты о движении денежных средств».

<sup>14</sup> Альгин В.А., Альгина М.В. Дивести́рование организаций // Инвестиции в России, 2001. - №11.

<sup>15</sup> Формальное доказательство тождественности NPV-подхода и EVA-подхода к моделированию оценки эффективности стратегии корпорации приведено, в частности, Д. Степановым: Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости // [http://www.cfin.ru/management/finance/value-based\\_management.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml)

имитационная модель может основываться на двух-трех специфических ключевых факторах эффективности корпорации, формируя достаточное поле для генерации сценариев и оценке вероятностных характеристик каждого из них.

Получение финансовых оценок неопределенности методами безрискового эквивалента, кумулятивного построения ставки процента, а также сценарными методами связано напрямую с финансово-экономической моделью предприятия, с совокупным эффектом финансового и операционного рычагов, актуализовывающегося в связи с колеблемостью факторов достижения стратегических целей корпорации. В разбросе значений показателей эффективности корпорации проявляется монетарная природа последствий воздействия неопределенности. Если для инвестиционных проектов существует научно обоснованная и практически реализуемая возможность непосредственного использования имитационных моделей оценки неопределенности, связанной с показателями эффективности инвестиционных проектов, то при внешней оценке преодоления неопределенности стратегией, а также самой неопределенности, связанной с показателями эффективности деятельности корпорации, по нашему мнению, эффективен подход, учитывающий только ключевые факторы, а сценарно-имитационное моделирование находит ограниченное применение из-за уникальности финансово-экономической модели отдельно взятой корпорации. Вместе с тем условная тождественность показателей эффективности инвестиционных проектов, основанных на дисконтировании денежных потоков, в допущении применения косвенного метода расчета финансового потока и показателя экономической добавленной стоимости, предложенного Дж. Штерном для оценки эффективности финансовой стратегии корпорации, позволяет однозначно использовать в оценке неопределенности, связанной с её развитием, хорошо разработанный инструментарий исследования влияния неопределенности на показатели эффективности деятельности корпораций, а также на их стратегическое поведение (рис. 1).

Поскольку модель экономической добавленной стоимости, как было показано её авторами, частично объясняет стремление акционеров к максимизации своего благосостояния и достижение иных полезных результатов для бизнеса, то, раскрывая динамический аспект финансовой информации о развитии корпорации и элиминируя фиктивное изменение капитала за счет переоценки инвестиционных активов и распределение прибыли на потребление, которое составляет элемент стоимости капитала, включаемый в модель EVA наряду с процентными расходами, модель прямо указывает на дополнительную дивестиционный финансовый результат (прибыли или убытка) для прироста чистых активов. В свою очередь, классическая факторизация модели EVA на операционный результат после причитающегося налогообложения и вычитаемое в виде произведения средневзвешенной стоимости капитала и величины такого капитала формирует, по нашему мнению, естественный выбор инструментов оценки неопределенности достижения классической корпоративной цели – методы безрискового эквивалента и статистические методы вариации факторов операционного результата и методы



скорректированной на риск стоимости капитала (RORAC<sup>16</sup>), учетной «беты», цены финансовых активов (CAPM), характеризующие неопределенности стоимости финансирования бизнесов корпорации вместе с первым элементом авторской модели ТИЛ<sup>17</sup> – характеристикой сбалансированности роста продаж источниками финансирования (рис.1). Статический же аспект неопределенности развития корпорации, выражающийся в структуре баланса источников финансирования финансово-хозяйственной деятельности и направления их использования, в состоянии и оценке активов, также как и в оценке обязательств корпорации, сводится к неопределенности перспективной сбалансированности инвестиций долгосрочными источниками их финансирования и неопределенности перспективной сбалансированности средств в обороте источниками их финансирования наряду с неопределенностью состояния и стоимостной оценки отдельных активов по их видам в структуре актива баланса и неопределенностью оценки внешних обязательств также по их видам в структуре пассивов баланса корпорации, образуя факторную модель неопределенности статики, дополненную авторскими аналитическими показателями из модели ТИЛ (рис. 1).

Вместе с тем показатель рентабельности капитала, скорректированного на риск, не снимает противоречий EVA-концепции, заключающихся, в частности, в игнорировании ею аспектов преодоления порога рискованности самого капитала в виде утраты автономии, и является, по нашему мнению, неприменимым в условиях кризисной и посткризисной глобальной экономики. Именно ориентация как EVA, так и RORAC на системы вознаграждения старших менеджеров корпораций эскалировали избыточное стремление к дешевым финансовым ресурсам для финансирования рискованных операций, что, безусловно, оказывало дополнительные потенцирующие эффект мирового финансового кризиса.

Однако актуальность неопределенностного аспекта развития корпораций смещается от инвестированного капитала к реальным финансовым потокам, контролируемым корпорацией и формирующим основные источники финансирования оборотных средств и долгосрочных инвестиций в условиях дефицитности заемного капитала, противопоставляя докризисной ситуации «выведения» избыточного капитала, якобы излишнего для финансирования деятельности корпорации в соответствии с обломившимися тенденциями безудержной гонки старших менеджеров за приростом рентабельности скудеющего собственного капитала благодаря, как оказалось, временному эффекту финансового рычага.

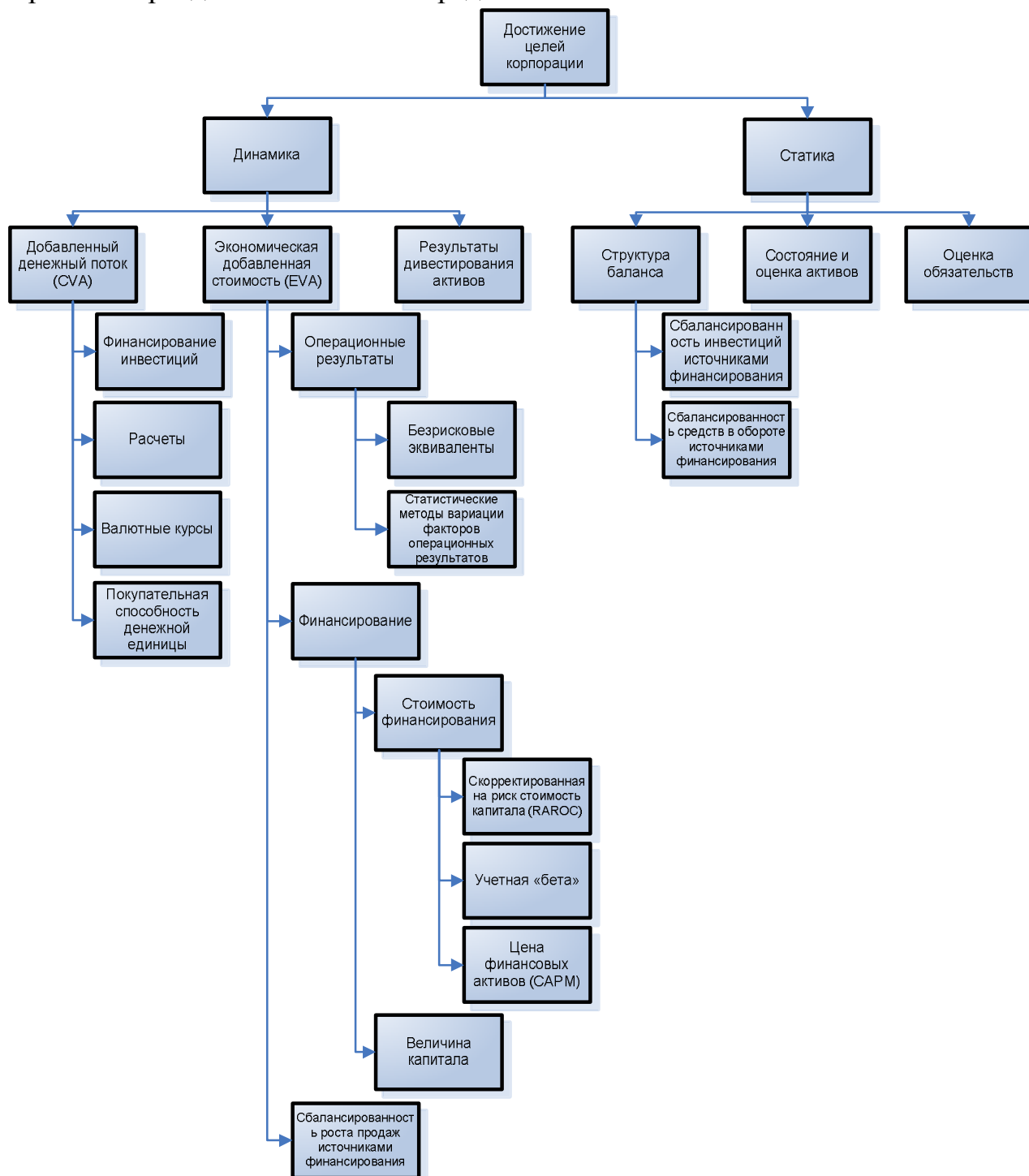
Из рассмотрения модели EVA оказываются исключены инвестирования активов и источников их финансирования, соблюдения требований ликвидности в дополнение к операционным факторам тезаврации капитала корпорации. Методика оценки финансовой стратегии корпорации по взаимосвязанным атрибутам те-

---

<sup>16</sup> Stoughton N.M., Zechner J. Optimal capital allocation using RAROC(tm) and EVAR// Journal of Financial Intermediation, 2007. doi:10.1016/j.jfi. 2006.12.004.

<sup>17</sup> Альгин В.А., Козлов А.А., Локтионов Д.А. Об одном косвенном способе количественной оценки стратегии экономических субъектов // Аудит и финансовый анализ.-2003.-№4; Альгин В.А. Оценка стратегии развития организации по данным финансовой отчетности: сбалансированность оборота, инвестиций и источников их финансирования // Аудит и финансовый анализ.-2006.-№1. С. 58-68; Альгин В.А. Три аспекта оценки стратегии экономических субъектов по данным финансовой отчетности: тезаврация, инвестиции, ликвидность // Аудит и финансовый анализ. Приложение. Сборник научных трудов.-2006.-№3. С. 241-247.

заврации капитала, операционным результатам, инвестициям и их финансированию, ликвидности во взаимосвязи с моделью EVA обеспечивает дополнительные преимущества в оценке неопределенности будущего корпорации и используемой стратегии преодоления такой неопределенности.



**Рисунок 1 Структурная модель неопределенности, связанной с достижением основной цели существования корпораций<sup>18</sup>**

Менеджмент, ориентированный на стоимость корпорации, позволяет оценивать принятые управленческие решения с точки зрения корпоративной цели роста благосостояния акционеров, имеющей финансовое измерение.

<sup>18</sup> Разработано автором.

Дополнение модели экономической добавленной стоимости для оценки корпоративной и финансовой стратегии показателями стратегического отношения к тезаврации капитала, инвестициям и источникам их финансирования, поддержанию ликвидности, преодолению неопределенности позволяет повысить качество оценки финансовой стратегии корпорации и предоставить заинтересованным пользователям разностороннюю информацию о факторах результативности стратегического и оперативного управления.

#### Список библиографических источников

1. Gordon B. and Shapiro E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Manag. Sci.*, -Oct. 1956, -No. 3, -pp. 102-110.
2. Stoughton N.M., Zechner J. Optimal capital allocation using RAROC(tm) and EVAR// *Journal of Financial Intermediation*, 2007. doi:10.1016/j. jfi. 2006.12.004.
3. Альгин В.А. Оценка стратегии развития организации по данным финансовой отчетности: сбалансированность оборота, инвестиций и источников их финансирования // *Аудит и финансовый анализ.*-2006.-№1. С. 58-68.
4. Альгин В.А. Три аспекта оценки стратегии экономических субъектов по данным финансовой отчетности: тезаврация, инвестиции, ликвидность // *Аудит и финансовый анализ. Приложение. Сборник научных трудов.*-2006.-№3. С. 241-247.
5. Альгин В.А., Альгина М.В. Дивести́рование организаций // *Инвестиции в России*, 2001. - №11.
6. Альгин В.А., Козлов А.А., Локтионов Д.А. Об одном косвенном способе количественной оценки стратегии экономических субъектов // *Аудит и финансовый анализ.*-2003.-№4.
7. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. - СПб.: Питер.- 1999. - 413 с.
8. Беренс В., Хавранек П.М. Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследований:-М.,-Интерэксперт,-1995.- 342 с.
9. Бригхэм Ю.Ф., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т.:- СПб., Экономическая школа.(С-Петербург)- 2004.-1166 с.
10. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации:-М.,-Филинь,-1997. - 336 с.
11. Ли Ч.Ф., Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика:- М.,-ИНФРА-М,-2000. - 712 с.
12. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости // [http://www.cfin.ru/management/finance/value-based\\_management.shtml](http://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml)
13. Шапиро В.Д. Управление проектами:-СПб,-ДваТри.-1996. – 610 с.
14. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж. В. Инвестиции. Изд. 5:-М.,-Инфра-М.-1998.-- 1028 с.