

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение  
высшего образования  
«КАЗАНСКИЙ (ПРИВОЛЖСКИЙ) ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

*На правах рукописи*



**Почитаев Алексей Юрьевич**

**ФОРМИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ  
ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ  
НА ОСНОВЕ МАТРИЧНОГО ПОДХОДА**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель  
Ахметов Рустэм Рафгетович,  
доктор экономических наук, доцент

Казань - 2018

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение .....</b>	<b>5</b>
<b>1 Теоретические аспекты разработки и реализации финансовой стратегии в условиях применения матричного подхода .....</b>	<b>13</b>
1.1 Сущность и особенности финансового стратегического управления публичной компанией.....	13
1.2 Проблемы и возможности формирования финансовой стратегии на российском рынке в условиях использования матричного подхода .....	24
1.3 Особенности применения современных матричных моделей в процессе формирования финансовой стратегии публичной компании.....	37
<b>2 Эмпирическое исследование влияния матричных моделей финансовых стратегий на стоимость российских публичных компаний .....</b>	<b>51</b>
2.1 Особенности проведения эмпирического анализа в процессе разработки новых стратегических инструментов.....	51
2.2 Модель «Матрица Оптимальной Структуры Капитала»: сущность, специфика построения, эконометрическое подтверждение правомерности ее использования .....	65
2.3 Модель «Матрица Финансовой Безопасности»: сущность, специфика построения, эконометрическое подтверждение правомерности ее использования .....	76
2.4 Применение комплексной оценки конкурентной позиции компании, основанной на построении матричных моделей финансовых стратегий .....	89
<b>3 Теоретическая и практическая интерпретация результатов исследования, моделирование финансовой стратегии на основе матричного подхода.....</b>	<b>100</b>
3.1 Анализ использования матричных инструментов в контексте управления финансами организации .....	100

3.2 Сравнительный анализ финансовой стратегии публичных компаний по секторам российской экономики.....	109
3.3 Диагностика и моделирование конкурентной позиции публичной компании при помощи матриц финансовых стратегий .....	122
<b>Заключение.....</b>	<b>136</b>
<b>Список литературы.....</b>	<b>142</b>
<b>Приложение А</b> Управление конкурентной позицией компании по модели Ж. Франсона и И. Романса .....	159
<b>Приложение Б</b> Расчет элементов по матрице Ж. Франсона и И. Романса.....	161
<b>Приложение В</b> Рекомендации по стратегическому финансовому управлению конкурентной позицией на основе модели ВШФМ.....	164
<b>Приложение Г</b> Пример рассчитанных значений факторов для проверки первой гипотезы.....	165
<b>Приложение Д</b> Показатели стратегии в области финансовой безопасности (факторы уравнения регрессии) .....	168
<b>Приложение Е</b> Рассчитанные значения факторов для проверки второй гипотезы.....	170
<b>Приложение Ж</b> Статистическая выкладка по уравнениям регрессии в рамках проверки первой гипотезы.....	173
<b>Приложение К</b> Пример определения квадрантов матрицы Оптимальной Структуры Капитала.....	184
<b>Приложение Л</b> Построение матрицы Оптимальной Структуры Капитала за 2007-2012 гг. ....	192
<b>Приложение М</b> Типичные стратегии управления конкурентной позицией компании по модели Оптимальной Структуры Капитала .....	195
<b>Приложение Н</b> Статистическая выкладка по уравнениям регрессии в рамках проверки второй гипотезы .....	198
<b>Приложение П</b> Пример определения квадрантов матрицы Финансовой Безопасности .....	209

<b>Приложение Р</b> Построение матрицы Финансовой Безопасности за 2007-2012 гг. ....	217
<b>Приложение С</b> Типичные стратегии управления конкурентной позицией компании по модели Финансовой Безопасности .....	220
<b>Приложение Т</b> Краткая характеристика разработанных матриц по критериям сравнения.....	224
<b>Приложение У</b> Построение матрицы Ж. Франсона и И. Романса за 2007-2012 гг. ....	225
<b>Приложение Ф</b> Расчет элементов матрицы ВШФМ.....	227
<b>Приложение Х</b> Расчет укрупненных показателей ВШФМ .....	229
<b>Приложение Ц</b> Построение матрицы ВШФМ Е.Н. Лобановой за 2007-2012 гг. ....	231
<b>Приложение Ш</b> Сравнительная характеристика стратегических финансовых моделей управления конкурентной позицией в рамках полученных результатов .....	233
<b>Приложение Щ</b> Статистическая выкладка по уравнениям регрессии в рамках проверки третьей гипотезы .....	246

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность темы исследования.** Тенденции развития мировой экономики определяют необходимость сознательного перспективного управления финансовой деятельностью, которое отражает цели корпоративной стратегии развития и позволяет принимать эффективные стратегические решения в области финансов. Финансовая стратегия должна интегрироваться в общекорпоративную стратегию, представляя собой алгоритм действий, реализация которого способна повысить фундаментальную стоимость публичной компании.

Усиление роли финансовой стратегии в процессе формирования ценности компании в долгосрочном аспекте, поиск и модернизация адекватных матричных моделей оценки положения компании, которые бы позволили улучшить текущее состояние и выявить оптимальные пути дальнейшего развития в рамках единой стратегической системы управления, обуславливают актуальность данной темы.

Финансовая стратегия и обеспечение роста стоимости компании входят в перечень важнейших категорий ведения бизнеса, многие западные компании уделяют им особое внимание. Тем не менее достаточно редко встречается попытка их соединения, особенно в контексте конкурентной борьбы, которую выражает матричный подход, хотя подобная постановка вопроса лежит на поверхности и представляется необходимой.

Что касается отечественного опыта, то лишь в последние годы предприятия задумались о формировании стратегии в области финансов и ее обосновании. Данный процесс далек от завершения, поэтому в рамках представленной диссертации предполагается рассмотрение финансовой стратегии компаний химического и нефтехимического, нефтегазового, металлургического, энергетического и машиностроительного секторов, олицетворяющих наиболее развитую систему практического управления корпоративными финансами.

Поскольку публичные компании сильно зависят от финансового управления ввиду своей наибольшей вовлеченности в финансовые отношения, постольку вполне логично исследовать особенности матричного подхода в стратегическом аспекте на примере потенциально публичных компаний.

**Степень научной разработанности проблемы.** Основополагающими теоретико-методологическими трудами, заложившими основу дальнейших исследований в области управления финансовой стратегией, выступают публикации таких ученых, как: В.Б. Акулов, И.А. Бланк, С. Брег, А.В. Воробьев, Р.М. Грант, Р.С. Каплан, С.И. Крылов, Т.Ф. Кутузова, Д.В. Лысенко, Е.В. Меньшиков, Н.И. Морозко, А.А. Муравьев, Д.П. Нортон, А.А. Пешкова, Е.Е. Светлов, И.Г. Сергеева, Е.С. Стоянова, Ж. Франшон, М.А. Эскиндаров и др.

Значительный вклад в развитие теории ценностно-ориентированного управления в корпоративных финансах внесли: Р. Брейли, Ю. Бригхэм, Дж.К. Ван Хорн, А.С. Вечканов, Д.Л. Волков, А. Дамодаран, Т. Коупленд, М.В. Кудина, А.И. Лобанов, С. Майерс, Е.Г. Серова, М. Скотт, А.В. Фрезе, Г.И. Хотинская.

Вопросы управления финансами в области инвестиций, финансирования, дивидендов находят свое отражение в работах Т.И. Гулюгиной, В.В. Ковалева, М.А. Лимитовского, Е.Ю. Меркуловой, В.М. Радченко, С. Росса, Е.В. Саклаковой, Е.А. Федоровой, Дж. И. Финнерти, Ф. Ли Ченга, У. Шарпа, П. Этрилла.

Особенности управления финансовыми рисками при помощи методов оценки финансовой безопасности организации находят отражение в работах С.Е. Довженко, А.А. Курилова, В.А. Малышенко, В.В. Неудачина, Н.А. Пименова, И.А. Пулотова, Л.Е. Романовой, Г.В. Савицкой, И.А. Филипповой, Ф.Х. Цапулиной, О.В. Шнайдера.

Когда речь идет об определении финансовой стратегии и рассмотрении ее элементов, можно говорить о достаточно широком освещении данного вопроса в научной литературе, как, впрочем, и при изучении сущности ценностно-ориентированного подхода. Что касается интегрального рассмотрения указанных категорий, то здесь наблюдается некоторая узость и недостаточная теоретическая

проработанность вопроса, что требует дальнейшего совершенствования понятийного аппарата.

Анализ современной литературы в области корпоративных финансов показывает, что отечественные авторы, такие как М.Л. Дорофеев, Е.Н. Лобанова, М. Сорокин, развивают зарубежную практику применения матричных моделей, в то же время предлагая собственные оригинальные соотношения. Наблюдается повышение интереса в российской научной мысли к использованию матричных моделей финансовых стратегий. Однако применение матричного подхода носит несистемный характер, связь моделей с финансовой стратегией не всегда прослеживается в контексте ценностно-ориентированного управления. Использование индикаторов стоимости в качестве параметров матрицы не дает четкого представления о самой структуре финансового стратегического управления, о способах повышения эффективности стратегии. До сих пор не получил должного освещения вопрос о положительном влиянии стратегической финансовой безопасности на фундаментальную стоимость публичной компании. Вопросы взаимосвязи финансовой стратегии в области инвестиций, структуры капитала и дивидендов, как правило, рассматриваются автономно, вне зависимости от матричного подхода.

**Цель диссертационной работы** состоит в развитии и формировании финансовой стратегии публичной компании на основе матричного подхода, который позволяет сконструировать эффективную систему управления хозяйствующим субъектом. Реализация цели, с возможностью обобщения результатов в пределах выбранных секторов экономики, осуществляется за счет поиска и обоснования применимости инструментария для оптимизации формирования финансовой стратегии компании.

Представленная цель может быть достигнута в рамках решения следующих **задач**:

- исследовать концептуальные основы формирования финансовой стратегии публичной компании;

- составить алгоритм формирования финансовой стратегии на основе матричного подхода;
- выбрать и обосновать параметры матриц Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности в рамках использования ценностно-ориентированного подхода, также определив их нормативные значения;
- осуществить комплексную оценку финансовой стратегии публичных компаний и выявить ее связь со стоимостью компании;
- провести сравнительный анализ финансовой стратегии отечественных компаний на микро- и макроуровне при помощи разработанных моделей Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности.

**Объектом исследования** выступает использование матричного подхода при формировании финансовой стратегии публичной компании.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, лежащие в основе построения и реализации финансовой стратегии публичной компании.

**Область исследования.** Содержание диссертационного исследования соответствует п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала», 3.27 «Финансовая стратегия корпораций», 5.4 «Развитие методов оценки рисков и их влияния на рыночную стоимость» Паспорта ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Теоретико-методологической основой исследования** послужили фундаментальные положения экономической науки и теории финансового управления, которые представлены в научных трудах зарубежных и отечественных ученых в области корпоративных финансов.

**Методы исследования.** В процессе исследования были использованы: всеобщие методы познания, в частности диалектика; общенаучные методы, в частности индукция, дедукция, абстракция, сравнительный и системный анализ и синтез, а также специальные методы экономической науки, в том числе матричный подход, ценностно-ориентированные методы и ранговая оценка, корреляционно-регрессионный анализ.

**Информационной базой исследования** выступили монографии, публикации периодической печати, учебная и методическая литература под авторством ведущих зарубежных и российских ученых. Эмпирические данные были получены из отчетностей компаний на их официальном сайте, из баз данных «Спарк» и «Центр раскрытия информации». Исследование базируется на выборке из реальных 65 российских компаний в период за 8 лет, что обеспечивает универсальность предлагаемой методики.

**Научная новизна исследования** заключается в развитии теоретических основ финансового стратегического управления и в разработке новых матриц финансовых стратегий на основе обширной эмпирической базы. К конкретным элементам приращения научного знания относятся следующие:

1. Уточнено определение финансовой стратегии как комплекса взаимосвязанных действий в рамках повышения рыночной стоимости компании, который выражается в стратегическом системном управлении ее финансами с использованием матричного инструментария. Основная цель корпоративной стратегии совпадает с главной целью финансовой стратегии и реализуется на базе комплексного алгоритма стратегического управления компанией (с. 15-22).

2. Разработан алгоритм формирования финансовой стратегии, который представляет собой адаптацию финансовой составляющей Системы Сбалансированных Показателей и классических функций управления к матричному подходу и включает в себя два блока: комплексную оценку конкурентной позиции в стратегическом аспекте при помощи матричных моделей и разработку целей и показателей по уровням тактического и оперативного управления (с. 31-37).

3. Предложена трехмерная матрица Оптимальной Структуры Капитала, показывающая соотношение элементов финансовой стратегии в области инвестиций, финансирования и дивидендных выплат, а также учитывающая отраслевую специфику деятельности компаний на этапе их распределения по квадрантам (с. 66-76; 101-105; 115-119).

4. Сконструирована трехмерная матрица Финансовой Безопасности, показывающая соотношение элементов финансовой стратегии в области внутренних финансовых рисков в части финансовой устойчивости, оборачиваемости, рентабельности, характеризующаяся высокой степенью внутренней управляемости будущей позиции компании (с. 77-90; 106-107; 115-120).

5. Эмпирически обосновано проведение комплексной оценки финансовой стратегии публичной компании. Комплексная оценка базируется на моделях Ж. Франсона и И. Романса (с учетом предложенной нами модификации), Е.Н. Лобановой, а также на разработанных матрицах Оптимальной Структуры Капитала, Финансовой Безопасности. Получена более высокая связь комплексной оценки с индикаторами стоимости, чем у параметров матрицы по отдельности, что позволяет использовать выбранные модели на ключевом этапе формирования финансовой стратегии публичной компании (с. 90-99; 108-109; 115-136).

**Теоретическая значимость диссертационного исследования.** Выявлены особенности финансового стратегического управления публичной компанией; разработана концепция управления финансовой стратегией на основе матричного подхода; дано обоснование параметров, а также построены матрицы Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности в рамках использования ценностно-ориентированного подхода.

**Практическая значимость проведенного исследования.** Результаты диссертационного исследования могут быть использованы для формирования эффективной ценностно-ориентированной финансовой стратегии публичной компании в отечественной экономике.

Самостоятельное практическое значение имеют следующие положения:

- алгоритм управления финансовой стратегией на основе матричного подхода;

- диагностика стратегии компании и ее конкурентов, которая позволяет определить, в какой области финансов требуется улучшение, какие меры необходимо предпринять для достижения более высоких конкурентных позиций.

Результаты исследования могут быть использованы для подготовки управленческих кадров по программе МВА, в целях повышения компетенции сотрудников вузов и в процессе формирования будущих специалистов, обучающихся по профилю «корпоративные финансы» в магистратуре.

**Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.** Достоверность научных положений, выводов и практических рекомендаций подтверждается расчетами, проведенными на основе обширной эмпирической базы, а также анализом современной научно-практической литературы в области корпоративных финансов.

Результаты исследования докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях: на V Международной научно-практической конференции «Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития» (г. Новосибирск, Центр развития научного сотрудничества, 21 июня 2012 г.), на XXXII Международной научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономических наук» (г. Новосибирск, Центр развития научного сотрудничества, 28 июня 2013 г.), на IX Международной научно-практической конференции «Фундаментальные и прикладные исследования: проблемы и результаты» (г. Новосибирск, Центр развития научного сотрудничества, 22 ноября 2013 г.), на Итоговой научной конференции «Образование и наука» (г. Казань, Казанский (Приволжский) федеральный университет, 27 января 2014 г.), на VIII Международной научно-практической конференции «Фундаментальные и прикладные исследования в современном мире» (г. Санкт-Петербург, Стратегия будущего, 16 декабря 2014 г.), на Итоговой научной конференции «Образование и наука» (г. Казань, Казанский (Приволжский) федеральный университет, 31 января 2015 г.), на Итоговой научной конференции Казанского университета (г. Казань, Казанский (Приволжский) федеральный университет, 29 января 2016 г.), на Международной научно-практической конференции «Инновационные технологии в экономике и менеджменте» (г. Хабаровск, Центр науки и образования Эвенсис, 25 августа 2016 г.), на XXXVIII Международной научно-практической конференции «Приоритетные научные направления: от теории к практике»

(г. Новосибирск, Центр развития научного сотрудничества, 28 апреля 2017 г.), на II Международной научно-практической конференции «Приоритетные задачи и стратегии развития экономики и менеджмента» (г. Тольятти, Центр науки и образования Эвенсис, 25 мая 2017 г.).

Результаты, полученные в ходе данного исследования, прошли успешную апробацию в компании ПАО «Нижнекамскнефтехим» в службе управления корпоративной собственностью и стратегическим развитием, а также используются в образовательном процессе кафедры финансов и кредита ЧОУ ВО «Казанский инновационный университет имени В.Г. Тимирязова (ИЭУП)» (Нижнекамский филиал) при преподавании дисциплин «Корпоративные финансы», «Управление финансовыми рисками», «Основы инвестиционной деятельности». Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

**Публикации.** Основные положения диссертационного исследования отражены в 14 опубликованных научных работах, в том числе в 9 научных статьях в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации, 1 статья в журнале, реферируемом в библиографической системе Scopus. Общий объем опубликованных научных работ составляет 18,67 печ. л. (личный вклад автора 6,44 печ. л.).

**Структура и объем работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений, иллюстрирована таблицами и рисунками.

# **1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РАЗРАБОТКИ И РЕАЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ В УСЛОВИЯХ ПРИМЕНЕНИЯ МАТРИЧНОГО ПОДХОДА**

## **1.1 Сущность и особенности финансового стратегического управления публичной компанией**

Известный специалист в области стратегического планирования И. Ансофф определяет стратегию как «набор правил для принятия решений, которыми организация руководствуется в своей деятельности» [6, с. 31]. Данное определение можно изменить для финансовой стратегии, добавив финансовую составляющую в части принимаемых решений, с учетом специфики финансовой деятельности.

Под стратегическими финансовыми решениями следует понимать решения, которые лежат в основе финансово-хозяйственной деятельности компании и предполагают наличие долгосрочных и неизбежных последствий, влияющих на ее прибыль [48, с. 153].

Теоретические аспекты финансового стратегического управления формировались одновременно с наукой «финансовый менеджмент». В свою очередь, постулаты стратегического менеджмента легли в основу исторического развития концептуальных основ финансового менеджмента [19, с. 16].

В начале 1980-х гг. была создана школа позиционирования, разработки которой в настоящее время широко применяются в практике управления публичными компаниями. Школа позиционирования заложила основы стратегического управления, которое базируется на формировании универсальных финансовых стратегий публичной компании [33, с. 73].

Рассмотрим отличительные черты школы позиционирования [33, с. 74]:

- большое значение уделяется проведению отраслевого анализа, который обычно детализируется до проведения конкурентной оценки положения компании;
- подчеркивается важность проведения экономико-статистических исследований на основе обширной эмпирической базы;
- в процессе разработки финансовой стратегии делается акцент на моделировании будущей конкурентной позиции публичной компании на основе соответствующего стратегического матричного инструментария.

Следовательно, первые матричные подходы возникли в стратегическом менеджменте в ходе эволюции школы позиционирования. Апробацией матричного подхода занимались выдающиеся теоретики и практики своего времени, в числе которых И. Ансофф, М. Портер, Б. Хендерсон [37; 40; 133].

Матричные модели финансовых стратегий появились в результате последовательного и взаимосвязанного развития методологии финансового и стратегического управления. К числу наиболее популярных моделей финансовых стратегий, используемых в отечественной практике, относятся: матрица Ж. Франсона и И. Романса, модель Высшей школы финансов и менеджмента (ВШФМ) Е.Н. Лобановой, матрицы РФС и ОТФ М.Л. Дорофеева [23; 31; 47]. Подробнее данные модели финансовых стратегий рассматриваются в разд. 1.3.

В процессе эволюции финансового менеджмента осуществился качественный переход от учетных категорий к рыночным индикаторам стоимости. Выход стратегического управления финансами за рамки общего стратегического управления произошел в результате широкого распространения системы управления публичной компанией на основе ценностно-ориентированного подхода. Прежде чем оценить степень и специфику взаимосвязи корпоративной и финансовой стратегий, необходимо идентифицировать экономическое содержание последней.

Избегая формальных перечислений, рассмотрим современные авторские подходы к определению финансовой стратегии сквозь призму сделанных исследовательских акцентов (таблица 1).

По нашему мнению, финансовая стратегия представляет собой комплекс взаимосвязанных действий в рамках повышения рыночной стоимости компании, выражающийся в стратегическом системном управлении ее финансами с использованием матричного инструментария. Основная цель корпоративной стратегии совпадает с главной целью финансовой стратегии и реализуется на базе комплексного алгоритма стратегического управления компанией.

**Таблица 1 - Особенности определения понятия «финансовая стратегия» в трактовке различных авторов**

<b>Авторы</b>	<b>На чем делается акцент в определении финансовой стратегии</b>
С.А. Белова	Целенаправленность, конкурентоспособность, устойчивое финансирование
И.А. Бланк	Целенаправленность, совершенствование методов оценки, комплексность управления, долгосрочный характер
К.Э. Власова, Е.В. Кырова	Целенаправленность, взаимосвязь с корпоративной стратегией
А.В. Воробьев	Распределение финансовых ресурсов, последовательность, организованность системы стратегического управления
Е.Н. Лобанова	Обоснованность стратегических решений, привлечение финансовых ресурсов, оптимальная структура капитала, управление рисками
Д.В. Лысенко	Набор правил и принципов, финансовые потоки, границы финансовых рисков, нормирование показателей
М. Скотт	Устойчивое финансирование, конкурентная борьба, структура капитала, поиск источников финансирования
С.Н. Суетин	Финансовые потоки, качество управления, целевая прибыль
А.Г. Теслинов	Привлечение и инвестирование средств, принятие стратегических решений
Ф. Ли Ченг, Дж.И. Финнерти	Финансовый анализ, методы линейного программирования, эконометрические исследования, ключевые финансовые решения
Наше определение	Системность, рыночная стоимость, матричный подход, комплексный алгоритм формирования, идентичность основной финансовой и корпоративной стратегической цели
Источник: составлено автором на основе: [19; 31; 38; 46; 48; 52; 60; 70; 91; 114].	

Е.Е. Светлов указывает на важность реализации системного подхода в современном менеджменте, когда многоуровневая система организационных

компонентов интегрируется в единую управленческую иерархию, образующую интегрированную стратегию компании, которая во многом определяется внутренними и внешними факторами [45, с. 9].

Факторы, лежащие в основе текущей деятельности, выступают в качестве базиса реализации финансовой стратегии, а также влияют на ее эффективность управления капиталом [87, с. 54]. Следовательно, необходимо учитывать и тот факт, что финансовая стратегия компании имеет многоуровневый характер, она должна обеспечивать: согласование стратегических целей и операционных задач отдельных финансовых подсистем, а также необходимость мотивации субъектов финансового управления и иных заинтересованных лиц в достижении стратегических целей.

Важную роль в парадигме стратегического управления играет систематизация видов стратегий предприятия по их уровням. Можно выделить следующие уровни [11, с. 9]:

- корпоративная стратегия - комплексное обеспечение максимизации благосостояния собственников, ее разработкой занимаются менеджеры высшего звена;
- функциональная стратегия - стратегия на уровне подразделений по их специализации: маркетинговая, производственная, финансовая и т.д.;
- стратегия бизнес-единиц - операционные, текущие решения в рамках установленных плановых значений и правил.

По мнению В.И. Беспятых, финансовая стратегия - это функциональная стратегия, своего рода подсистема корпоративной стратегии [62, с. 13]. Однако мы считаем, что финансовая стратегия намного шире, чем просто часть функциональной, поскольку под основной, или генеральной, финансовой стратегией понимаются действия, направленные на обеспечение в долгосрочном периоде максимальной рыночной стоимости компании, что совпадает с уровнем корпоративной стратегии. Возможно, именно этим объясняется тот факт, что топ-менеджмент обязательно имеет дело с финансовой стороной управления предприятием. Основные стратегические финансовые решения принимаются

именно в рамках корпоративной стратегии, которая подразделяется на ряд финансовых стратегий в той или иной области управления.

Персонал финансовых подразделений участвует в реализации стратегии, но, как правило, финансовая стратегия разрабатывается топ-менеджментом и может быть согласована с советом директоров. Получается, что функциональные финансовые подразделения, скорее, обеспечивают реализацию этих решений и генерируют предложения, но не могут сами формировать свою стратегию, в отличие от других функциональных подразделений. Данная проблема часто решается включением руководителя по финансам в совет директоров, при этом именно финансовый директор в полной мере отвечает за формирование финансовой стратегии [12].

Необходимо обеспечивать сопоставимость главной финансовой стратегии компании и темпов ее роста, что обуславливается взаимосвязью корпоративной и финансовой стратегий. Согласно И.А. Бланку, корпоративной стратегии ускоренного роста соответствует стратегия финансовой поддержки, стратегии ограниченного роста - финансовая стратегия обеспечения устойчивого роста, а для стратегии сокращения следует рекомендовать реализацию финансовой антикризисной стратегии [11, с. 85].

При реализации антикризисной стратегии формирование финансовой безопасности осуществляется не столько за счет отказа от крупных долговых обязательств, от убыточных подразделений и оборудования, сокращения инвестиций, уменьшения доли дивидендных выплат, эмиссии акций [54, с. 371], сколько за счет повышения ликвидности, платежеспособности и финансовой устойчивости компании с ростом эффективности всей хозяйственной деятельности [11].

В основе стратегий поддержания ускоренного и обеспечения устойчивого роста (по И.А. Бланку) лежит показатель устойчивого темпа роста и его соотношение с реальным темпом роста продаж, этот показатель подробно рассматривается в отечественной литературе Е.Н. Лобановой [31, с. 386], основы его заложены в работе Р. Хиггинса [135].

Особую ценность концепции устойчивого роста определяет взаимосвязь финансовой стратегии компании с общей стратегией, которая обычно и выражается в ряде показателей. Устойчивый темп роста компании - это темп роста собственного капитала, источником которого служит нераспределенная прибыль [31, с. 394].

В разд. 1.3 представлены описание соединения Е.Н. Лобановой концепции устойчивого роста с матричным подходом и предлагаемая нами модификация расчета индикатора стоимости. Отказываясь признавать использование показателя устойчивого темпа роста в качестве универсального средства управления финансами, мы отмечаем, что сама идея необходимости учета именно взаимосвязи различных областей финансов публичной компании в процессе разработки новых моделей финансовых стратегий сформировалась у нас в рамках изучения концепции устойчивого роста.

Взаимозависимость корпоративной и финансовой стратегий проявляется и на функциональном уровне. Если принять подход М. Мескона в качестве основного, то существует 4 классические функции управления: планирование, организация, мотивация, контроль [32, с. 48]. Представленные функции являются элементами непрерывного цикла управления компанией, а значит, имеют четко выраженную стратегическую направленность. Поскольку финансовая стратегия есть неотъемлемая часть корпоративной, представленные функции управления также следует рассматривать в контексте финансового стратегического управления.

Моделирование будущего положения компании в рамках матричного подхода выполняет, по нашему мнению, функцию планирования. Организационный аспект проявляется в детализации механизмов реализации выбранной стратегии и во многом обуславливается грамотно выстроенной последовательностью действий - алгоритмом формирования финансовой стратегии. Мотивация персонала финансовых служб, топ-менеджмента - сложный аспект, в основе которого лежат теории агентских издержек, стейкхолдеров и классические теории управления персоналом. Универсальная функция контроля

реализуется в рамках матричного подхода посредством ежегодной оценки позиции компании в разрезе элементов используемых матриц.

Что касается специфических функций финансовой стратегии, то, как правило, к ним относят функции управления в той или иной области финансов с привязкой к ценностно-ориентированному управлению в разрезе управления финансовыми результатами и финансовой безопасностью компании [45, с. 11].

Фундаментальные теоретические основы формирования финансовой стратегии компании отражены И.А. Бланком [10; 11]. Подтверждая правомерность вышесказанного, он указывал на то, что финансовая стратегия есть не что иное, как совокупность политики компании относительно следующих направлений [10, с. 14]:

- формирование активов (их стоимости, оптимизации, потребности);
- формирование структуры капитала, в частности определение потребности в капитале, увеличение стоимости компании и отдачи на ее собственные средства;
- управление оборотными активами, в том числе запасами, дебиторской задолженностью, денежными средствами и финансированием оборотных средств;
- управление внеоборотными активами (аренда или приобретение внеоборотных активов, их ликвидация и т.д.);
- управление инвестициями (финансовыми, реальными и инновационными);
- управление формированием собственных финансовых средств, в том числе управление прибылью, формирование налоговой политики, дивидендной, амортизационной и эмиссионной политики;
- управление заемными финансовыми средствами, в том числе привлечение банковского и коммерческого кредитов, использование производных финансовых инструментов, управление облигационным займом;
- антикризисное управление или обеспечение устойчивого финансового функционирования;
- разработка стратегии в области рисков, в том числе выбор методов их оценки, способов снижения и оптимизации.

Таким образом, под различными областями финансов публичной компании мы понимаем совокупность перечисленных по И.А. Бланку направлений. Матричный подход является оптимальным средством выражения имеющихся взаимосвязей различных областей финансов и позволяет оценить положение компании наиболее точным и непротиворечивым образом.

Также И.А. Бланк выделяет четыре доминантные сферы проявления финансовой стратегии предприятия, которые связаны с принятием решений в области привлечения источников финансирования, в области их использования, с обеспечением необходимого уровня финансовой безопасности и с повышением общего качества управления финансовой деятельностью [11, с. 16].

Отметим, что стратегия, ориентированная на совершенствование процесса управления финансами, реализуется в таких аспектах, как обеспечение высокой квалификации финансовых менеджеров и работников финансовых подразделений, формирование достаточной информационной базы, внедрение технических средств и финансовых технологий, разработка эффективной структуры управления финансами [78, с. 204; 94, с. 32]. Данная стратегия интегрируется с нефинансовыми стратегиями компании и обладает своей спецификой.

Как представляется в диссертационном исследовании, подход И.А. Бланка наиболее полно включает в себя аспекты финансовой стратегии, ее разветвлений, или, по-другому, видов финансовой стратегии с возможными инструментами достижения стратегической цели в зависимости от выбранных способов реализации стратегии.

Таким образом, напрашивается вывод, что финансовую стратегию можно представить как совокупность стратегических целей в области финансового менеджмента и средств достижения этих целей, которые конкретизируются на более мелкие задачи по функциональной направленности, называемые И.А. Бланком политикой управления финансами. В свою очередь, политика управления финансами может включать в себя конкретный инструментарий реализации финансовой стратегии организации.

В условиях, когда осуществляется оценка одновременно нескольких областей финансов в их взаимосвязи, что характеризует саму сущность матричного подхода, можно отказаться от понятия «политика» в пользу термина «стратегия». Временной аспект предполагает дифференциацию этих категорий в зависимости от периода оценки. Так, изучение особенностей дивидендных выплат компании в течение 8 лет в рамках матрицы финансовой стратегии подразумевает стратегический характер оценки на всех этапах рассмотрения элементов модели в конкретный отрезок времени - как части единого целого.

В рамках данного исследования представляется целесообразным сделать следующее допущение: весь комплекс мер по управлению финансами, а точнее, принятие соответствующих решений, есть совокупность финансовых стратегий компании в той или иной сфере управления финансами, направленных на повышение рыночной стоимости, что и является генеральной финансовой стратегией публичной компании. Выбор той или иной альтернативы в пределах финансовой стратегии, отвечающей условию достижения основной генеральной финансовой стратегии компании, - это процесс стратегического управления в определенной области финансов через конкретные матричные инструменты управления конкурентной позицией.

Основной целью формирования финансовой стратегии и управления ею является достижение максимальной рыночной стоимости компании и ее акций. Если компания оптимизирует структуру капитала, то это делается в расчете на повышение капитализации [106, с. 55]. Инвестиционные решения реализуются в расчете на рост доходов, дивидендов и, соответственно, рост стоимости компании [28].

Определение стоимости акционерного общества выступает основным критерием, который показывает, насколько достигнута главная стратегическая цель финансового управления, являясь результатом комплексного изучения деятельности компании и перспектив ее развития, включая анализ [30, с. 345]:

- рыночных условий;
- конкурентных позиций;

- финансовых результатов деятельности компании.

Анализ последних двух аспектов обуславливает необходимость применения матричных моделей. Финансовая стратегия является основным элементом улучшения конкурентоспособности организации в контексте ценностно-ориентированного управления.

Связь финансовой стратегии и конкурентной позиции подчеркивалась в ряде известных работ отечественных и зарубежных исследователей. Рассмотрим некоторые из них.

Р.М. Грант в своей работе «Современный стратегический анализ» утверждает, что финансовая стратегия ориентируется на создание стоимости компании и на получение максимальной прибыли, но в долгосрочной перспективе. Стоит сказать, что связь прибыли и стоимости компании чаще очевидна, хотя при определенных обстоятельствах возможно ее отсутствие. В основе укрепления конкурентной позиции компании лежит грамотный выбор стратегии, а поскольку главная стратегическая цель любого акционерного предприятия - это повышение стоимости или, как утверждает Р.М. Грант, получение прибыли в долгосрочной перспективе, не будет преувеличением сказать, что финансовая стратегия является фундаментом улучшения конкурентоспособности организации [21].

А.Г. Теслинов в своей книге «Стратегии бизнеса: аналитический справочник» указывает на то, что существуют различные подходы к тому, какую роль играет стратегия на предприятии, в чем она проявляется. В рамках данной работы стоит обратить внимание на достаточно редкий подход - «стратегию как конкурентную позицию предприятия». И финансовая стратегия может изучаться с подобной точки зрения, согласно А.Г. Теслинову [48, с. 162]. И.Г. Сергеева также утверждает, что успешная финансовая стратегия компании тесно коррелирует с обеспечением ее конкурентоспособности [109, с. 62]

По мнению М.В. Мищериной, любая финансовая стратегия предполагает использование финансовых и иных ресурсов в целях повышения отдачи.

Повышение отдачи означает рост конкурентного потенциала компании, который реализуется через стратегию в области финансов [97, с. 103].

А.Е. Воронкова в своей монографии «Стратегическое управление конкурентоспособным потенциалом предприятия» указывает на специфичную взаимосвязь конкурентной позиции с финансовой стратегией посредством конкурентного потенциала. Финансовый потенциал является наиболее комплексным структурным элементом конкурентоспособного потенциала. Его эффективность отражается во множестве показателей, основные из которых - платежеспособность, структура затрат, общие затраты на производство, рентабельность продукции, интенсивность инвестиций, состав и структура активов и пассивов, а также норма прибыли капитала. Конкурентоспособный финансовый потенциал характеризуется оптимальным соотношением привлеченных и собственных средств в зависимости от условий конкурентной среды, финансовой устойчивостью и ликвидностью, высоким значением капитализации, эффективной дивидендной стратегией и оптимальным управлением оборотными средствами [20].

М.В. Кузьмичев отмечает, что в процессе формирования финансовой стратегии необходимо оценить конкурентные силы компании, такие как: качество продукции, имидж, производственные возможности, сбытовая сеть, маркетинг, финансовое состояние, конкурентный потенциал, использование современных (инновационных) технологий [86, с. 105].

Рассмотрение влияния финансовой стратегии на управление конкурентной позицией позволяет более четко увидеть причинно-следственную связь между позицией компании и проводимой в жизнь стратегией. Поскольку на конкурентоспособность влияет ряд факторов, из которых все же финансовые имеют первостепенное значение, постольку важным, если не центральным, представляется вопрос о том, какие имеются закономерности в той или иной отрасли между стратегией в конкретных областях финансов (например, финансовая стратегия по управлению заемным капиталом, инвестиционная

финансовая стратегия и др.) и ее конкурентной позицией с точки зрения реализации основной стратегической цели публичной компании.

Принимая во внимание вышеизложенные особенности финансового стратегического управления и учитывая предлагаемые нами теоретические положения, далее следует рассмотреть проблематику формирования финансовой стратегии в России, проанализировать типичные этапы ее разработки.

## **1.2 Проблемы и возможности формирования финансовой стратегии на российском рынке в условиях использования матричного подхода**

Существуют разные подходы к определению этапов разработки финансовой стратегии публичной компании, которые представлены в исследованиях М.К. Алимурادова, Т.Ф. Кутузовой, И.Б. Мироновой, В.И. Осипова, Е.С. Палкиной, Д.В. Филиппова [58, с. 81; 89, с. 62; 96, с. 86; 98, с. 75; 99, с. 31; 120, с. 70].

Принимая за основу формирования финансовой стратегии следующие этапы, выделенные Д.В. Лысенко [91], ввиду их соответствия целям исследования, приведем стандартный перечень проблем, с которыми сталкиваются отечественные компании в процессе разработки финансовой стратегии (таблица 2).

Формирование финансовых целей основывается на включении финансовой стратегии в иерархию стратегий публичной компании. Устанавливается главная финансовая цель, обычно рост рыночной стоимости компании. Затем происходит декомпозиция цели, что означает детальную разработку задач для конкретной компании. Каждая из этих задач выражается в целевых стратегических

нормативах. Далее для каждой из выявленных подцелей выбираются конкретные инструменты их достижения [91, с. 214].

**Таблица 2 - Проблемы формирования финансовой стратегии в российских компаниях по типичным для отечественного рынка этапам ее разработки**

Содержание этапа	Стандартные проблемы отечественных компаний
Определение периода действия стратегии	Отсутствует четкая связь генеральной и оперативной финансовой стратегии Период действия финансовой стратегии не коррелирует со сроками реализации общей корпоративной стратегии Текущее управление финансами часто осуществляется без стратегического планирования этой деятельности
Формирование стратегических финансовых целей	Отсутствует увязка поставленных целей и обоснования используемых целевых стратегических нормативов Слабо взаимосвязаны корпоративная и финансовая стратегии Каждый топ-менеджер структурного подразделения подразумевает под финансовой стратегией и ее промежуточными целями разные явления и последствия
Идентификация важных финансовых показателей развития бизнеса	Недостаточно индивидуальна система показателей и нормативов, не учитывается специфика конкретного вида бизнеса и особенностей деятельности компании
Разработка финансовой стратегии	Необоснованно применяются уточняющие показатели В рамках более детализированной стратегии в конкретной области финансов преобладает качественный анализ, что приводит к сложности обоснования тех или иных решений Неправильно разделяются функции планирования и управления в многоуровневом характере стратегической финансовой деятельности
Контроль реализации генеральной и оперативной финансовой стратегии	Чрезмерно перегружена система контроллинга из-за недостаточной прозрачности внешней и внутренней отчетности Отсутствуют навыки должного анализа полученных числовых данных
Источник: составлено автором на основе: [12; 36; 91; 97; 117].	

Все указанные проблемы представляются вполне решаемыми, на первый взгляд. Однако на практике может возникнуть ряд сложностей, связанных с необходимостью учета психологических аспектов. Попытка упорядочить сложившиеся инструменты управления, увязать все имеющиеся финансовые стратегии компании между собой встретит колоссальное сопротивление со стороны сотрудников финансового отдела. Подобным образом отреагируют и представители остальных подразделений, каждый из которых будет пытаться

перекинуть как можно большую часть своей ответственности на другие подразделения и приписать себе заслуги иных сотрудников.

Определение перечня финансовых показателей и нормативов, к которым следует стремиться, с указанием допустимой погрешности составляет следующий этап разработки стратегии. Набор показателей должен включать как общие, так и индивидуальные показатели для каждой компании, например, рентабельность продаж, доля дивидендов относительно инвестиций, доля заемных средств, отношение дебиторской задолженности к выручке и др. В целях сравнительного анализа возможно использование аналогичных показателей, применение которых обосновано [11, с. 20].

Заимствование показателей у других компаний может привести к неблагоприятным последствиям. Роль системы показателей в формировании стратегии ведения бизнеса часто необоснованно занижается, особенно данная ситуация опасна при оценке эффективности реализации финансовой стратегии. При формировании финансовой стратегии любая компания должна учитывать закономерности и особенности своей отрасли, собственные конкурентные преимущества [12].

Проблемы, имеющиеся на данном этапе, закладываются еще в момент формирования стратегических целей, а неверная детализация функций управления финансами в системе стратегического управления свидетельствует об отсутствии понимания того, зачем вообще нужна финансовая стратегия. Эта проблема и пути ее решения тесно перекликаются со сложностями следующего этапа: не имея опыта по формированию и реализации финансовой стратегии, не владея методикой анализа полученных данных, при отсутствии реально работающей системы прогнозирования и контроля сложно говорить об эффективной финансовой стратегии в долгосрочной перспективе.

Финансовые цели группируются по определенным направлениям, формируя финансовую стратегию компании. Финансовая стратегия содержит в себе отдельные элементы финансовой деятельности, носит многоуровневый характер. Например, стратегия управления активами включает в себя сразу два типа

стратегии: управление оборотными и внеоборотными активами [91, с. 214]. Управление оборотными активами подразделяется на стратегии управления дебиторской задолженностью, запасами и денежными средствами. Для каждого отдельного направления должны быть разработаны и сформулированы свои уточняющие цели и показатели [11, с. 63].

Опыт руководителя и его профессиональные навыки способны поддерживать компанию, но наличие четких критериев и эффективной системы контроля выступает необходимым условием эффективной реализации финансовой стратегии. Контроль за выполнением стратегических целей традиционно осуществляется на основе финансовых показателей. Финансовая служба готовит отчет для совета директоров и акционеров, в котором указывается уровень прогресса относительно реализации поставленных стратегических целей, отмечаются возможные проблемы и приводится динамика показателей, характеризующих степень достижения цели [91, с. 215].

Отличие отечественной практики разработки финансовой стратегии от зарубежной состоит в том, что отсутствуют аналитические этапы, которые позволяют оценивать внутренние и внешние факторы. Особое внимание в зарубежной практике формирования финансовой стратегии уделяется проведению стратегического анализа, который включает в себя не только анализ и выработку финансовых показателей с установлением желательных значений, но и качественную оценку, наподобие SWOT-анализа [11, с. 20]. В деятельности российских компаний также используется качественный анализ, но он не имеет формального выражения, вследствие чего недоступен подразделениям компании.

Использование методик моделирования финансовой стратегии и оценки ее эффективности, в том числе на основе соответствующих матриц, российскими компаниями практикуется нечасто. Оценка эффективности реализации стратегии чаще осуществляется по итогам года, т.е. отсутствует регулярный мониторинг процесса реализации финансовой стратегии [11].

Помимо выявленных проблем на этапах разработки, которые закладывают и определяют успех или провал финансовой стратегии, не меньшее значение

имеют и типичные проблемы реализации финансовой стратегии отечественными компаниями, которые в общем виде представлены далее [12; 13; 36; 43; 50; 91]:

1) некомпетентность сотрудников и руководства. Сопротивление изменениям, вызванное реализацией финансовой стратегии, непонимание ее значимости и неспособность структурировать стратегические цели, равно как и отсутствие необходимых навыков, приводят к неблагоприятным результатам;

2) высокая амплитуда колебаний рынка. Многие руководители утверждают, что осуществление прогнозирования и долгосрочного планирования в условиях российского рынка затруднено. И причина кроется в недостаточной эффективности рынка, высоком уровне рисков. В условиях, когда в любой момент может быть принято решение о повышении налогового бремени, разработаны новые правила кредитования или размещения средств на рынках ценных бумаг, затруднительно осуществлять финансовую стратегию, сложно и менять ее;

3) реализация финансовой стратегии в отрыве от планирования антикризисной деятельности. В условиях неопределенности российского рынка вполне естественно, если компании в рамках формирования стратегии будут страховать себя от рисков неплатежеспособности и финансовой неустойчивости. Однако многие, опираясь на концепцию эффективного рынка, считают, что анализ хозяйственной деятельности не слишком укладывается в рамки главной финансовой цели - повышения стоимости компании. Хотя мероприятия по антикризисной деятельности уменьшают эффективность и накладывают дополнительные ограничения в рамках стратегического развития, они выступают опорой стабильности в случае, если темпы реализации стратегии будут замедляться под влиянием изменения внешней среды;

4) агентский конфликт. Руководители некоторых отечественных компаний несильно беспокоятся о том, удастся им реализовать свою намеченную стратегию или же придется объяснять, в чем заключается причина неудач. А отдельные топ-менеджеры, декларируя необходимость гибкого подхода к реализации стратегии, решают собственные задачи. Если стоит выбор между сохранением значительного контроля над компанией в ущерб ее стратегическому развитию и

эффективной реализацией финансовой стратегии с частичной потерей власти, чаще всего менеджеры предпочитают первый вариант;

5) ориентация на краткосрочный результат. Если компания ориентирована на получение мгновенного результата, заявления о формировании эффективной финансовой стратегии выглядят неуместно. Речь идет о тактическом управлении финансами, не более того.

Специфичной интегральной проблемой реализации финансовой стратегии выступает необходимость выбора стратегии, соответственно, в области управления дивидендами, инвестициями и финансированием, которая бы обеспечивала максимальную капитализацию. Оптимальное решение по инвестиционной стратегии может привести к снижению выплаты дивидендов и к падению стоимости компании, несмотря на возможное улучшение ситуации в будущем.

Разработка стратегии управления рисками компании также требует решения ряда задач: идентификации всех существенных рисков; выбора методов оценки и мероприятий по управлению рисками; формирования организационной структуры; распределения ответственности и полномочий; оценки требуемых и доступных ресурсов; формирования информационного обеспечения; внедрения корпоративной культуры управления рисками; мониторинга и оценки эффективности работы системы управления рисками [142].

Риски в данном контексте должны рассматриваться как некий эффект, производимый неопределенностью для реализации общей долгосрочной стратегии развития компании, и как результат выбора собственниками и менеджментом альтернативного решения [131].

Необходимо обеспечить интеграцию теоретического аппарата исследования, представленного в разд. 1.1, и механизма разработки финансовой стратегии, способствующего решению указанных проблем. Подобная интеграция возможна при помощи создания нового алгоритма, который базируется на использовании матричного подхода. Прежде чем переходить к характеристике такого алгоритма, следует указать принципы, которые лежат в основе

формирования финансовой стратегии в приведенном исследовании, а также упомянуть о Сбалансированной Системе Показателей (ССП), которая была создана Р. Капланом и Д. Нортонем [25].

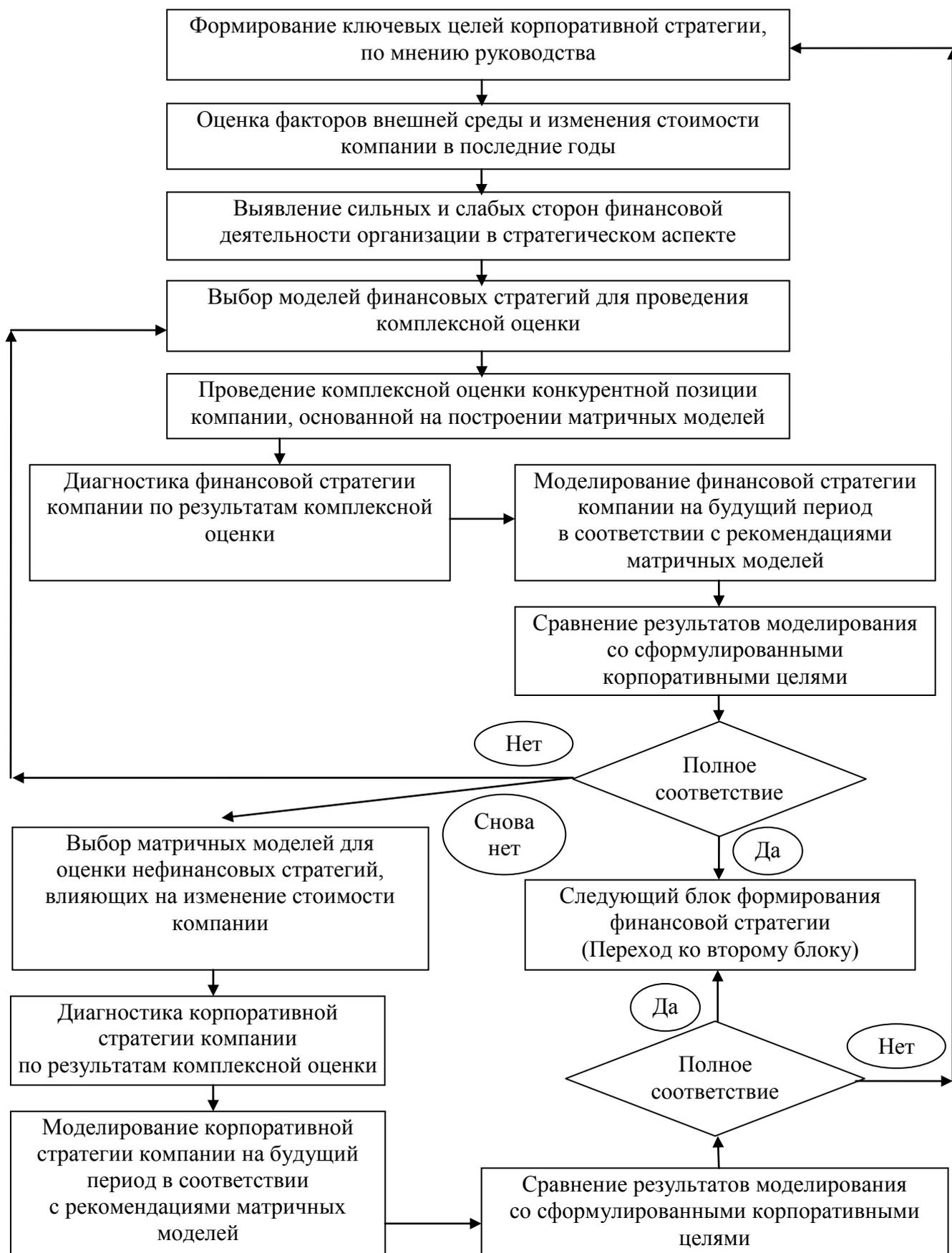
Данное исследование в части разработки новых моделей финансовых стратегий базируется на следующих принципах (по Е.Е. Светлову): концентрации, ориентации на стратегию, интерактивности, обобщенности, ориентации на реальность. Принципы гибкости и всеобщего охвата лежат также в основе предлагаемого нами далее алгоритма формирования финансовой стратегии [45, с. 25].

Сбалансированная Система Показателей - это инструмент преобразования стратегии развития предприятия в план мероприятий, направленных на достижение организационных целей, последовательную детализацию по уровням управления [80, с. 7].

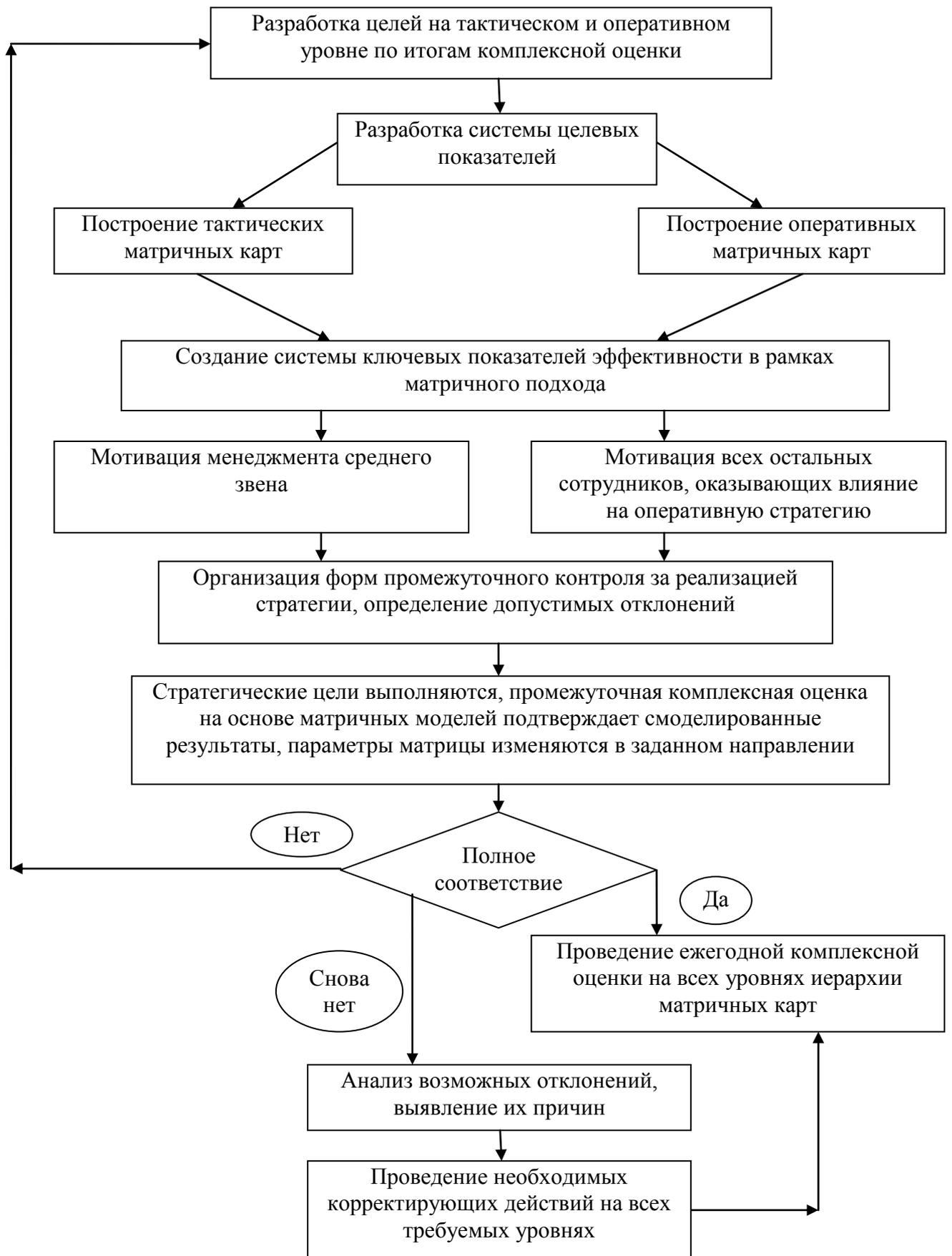
Особенности выбора СПП анализируются в исследовании В.М. Джуха [74, с. 74]. На возможность рассмотрения финансовой составляющей системы СПП в качестве способа конкретизации процесса формирования финансовой стратегии указывал С.И. Крылов [85, с. 55].

Каждая стратегическая цель компании должна транслироваться на операционный уровень управления при помощи стратегических карт, которые отражают в себе причинно-следственные отношения и детализируют конкретные задачи при помощи внедрения соответствующих показателей эффективности [25, с. 84]. Структура типичной стратегической карты в СПП включает в себя компоненты бизнес-процессов, обучения, роста, а также клиентскую и финансовую составляющие [25, с. 86].

В диссертационном исследовании разработан алгоритм формирования финансовой стратегии (рисунки 1 и 2), который осуществляет интеграцию финансовой составляющей СПП и матричного подхода. Данный алгоритм включает в себя два блока: комплексную оценку конкурентной позиции в стратегическом аспекте на основе матричных моделей, детализацию целей и показателей по уровням тактического и оперативного управления.



**Рисунок 1 - Алгоритм формирования финансовой стратегии (первый блок)**



**Рисунок 2 - Алгоритм формирования финансовой стратегии (второй блок)**

Первый этап связан с поиском и утверждением нескольких ключевых стратегических целей компании, которые обуславливают ее будущее, определяют сферу деятельности, специфику деятельности, задают основные ориентиры на пути долгосрочного развития. Первостепенная роль на этом этапе отводится высшему руководству компании, которое имеет четкое представление о важнейших аспектах функционирования контролируемого бизнеса.

Создание публичной компании подразумевает наличие определенной цели, как правило, связанной с ростом ее будущей стоимости. Данная цель включает в себя несколько основных стратегических направлений, учитывающих как отраслевую специфику, так и внутренние возможности. Уже существующие организации обычно располагают достаточным объемом информации, имеют определенные стратегические нормативы развития, пусть и не всегда формализованные, что упрощает процесс формирования корпоративных целей.

На втором этапе тщательному разбору подлежат факторы внешней среды, которые оказывали в прошлом или способны оказать в будущем существенное влияние на реализацию стратегических целей публичной компании. Поскольку генеральные цели финансовой и корпоративной стратегий идентичны и заключаются в повышении ценности компании в рыночной оценке, постольку в предложенном нами алгоритме делается акцент на проведении анализа изменения стоимости организации в динамике, с фиксацией реально достижимых значений роста стоимости.

На третьем этапе оценивается значимость внутренних факторов, которые, с одной стороны, образуют совокупность возможных финансовых угроз, характеризуя слабые места компании, а с другой - открывают дополнительные конкурентные преимущества, связанные с повышением эффективности разработки финансовой стратегии.

Второй и третий этапы могут осуществляться с использованием SWOT-анализа, но при рассмотрении исключительно финансовых аспектов деятельности организации в стратегической оценке.

На четвертом этапе следует обозначить перечень матричных моделей, которые должны лежать в основе комплексной оценки стратегического положения компании. Модели финансовых стратегий необходимо выбирать, учитывая спецификацию целевых установок, а также осуществляя сравнительный анализ моделей.

Пятый и шестой этапы включают в себя технический процесс оценки и интерпретацию полученных результатов. Матричный подход обеспечивает непротиворечивую связь между процессом оценки финансовой стратегии в прошлом периоде и ее управлением, т.е. будущим моделированием. Подробнее о выборе матричных моделей говорится в следующем разделе, а пример комплексной оценки представлен в разд. 2.4.

На седьмом этапе следует сопоставить между собой результаты матричного моделирования и корпоративные цели. Далее представлены основные варианты действий в зависимости от итогов реализации седьмого этапа алгоритма.

К следующему блоку формирования финансовой стратегии можно переходить лишь в случае достижения заявленных целей. Однако цели публичной компании могут меняться со временем, достижение поставленной цели перманентно означает возникновение потребностей в постановке новых целей.

Если не все ключевые цели корпоративной стратегии были достигнуты, то следует возврат к четвертому этапу. Производится коррекция перечня используемых матричных финансовых моделей с повторным проведением комплексной оценки.

Возможна ситуация, когда комплексная оценка была проведена верно, выбранные модели оптимально характеризуют финансовую стратегию публичной компании, однако поставленные корпоративные цели не выполняются в полном объеме. Не все цели достижимы в условиях формирования лишь финансовой стратегии, что ведет к возникновению потребности проведения комплексной оценки при помощи нефинансовых моделей. Подобный тип оценки следует сопоставлять с результатами финансовой комплексной стратегической оценки.

Если представленные варианты действий по-прежнему не позволяют достичь установленных ключевых корпоративных целей, то это свидетельствует о нереалистичности последних. Руководству следует скорректировать заявленные цели с учетом выявленных проблем, так как на данном этапе функционирования компании они недостижимы. После корректировки целей следует перейти ко второму этапу и повторить процесс движения, предложенный в алгоритме.

Разработка целей на тактическом и оперативном уровнях предполагает детализацию соответствующих показателей посредством создания системы матричных карт при переходе ко второму блоку нашего алгоритма.

Если в первом блоке предлагались комплексные универсальные меры оценки ключевых направлений финансового стратегического развития в ценностно-ориентированной оценке, то во втором блоке алгоритма происходит детализация стратегических показателей и принимаемых решений.

Второй блок алгоритма позволяет выстроить четкую иерархию целей, осуществляя переход стратегического управления в область принятия тактических и оперативных решений. В рамках матричного подхода подразумевается построение системы матричных карт упрощенного типа, которые должны оценивать простые взаимосвязи отдельных показателей эффективности.

Приведем следующий пример. На стратегическом уровне может быть принято решение об увеличении инвестиций компании на определенный процент. В рамках детализации управления инвестициями могут решаться такие вопросы, как: оценка эффективности отдельных проектов, выбор приемлемых сроков возмещения первоначальных инвестиций, увеличение кредиторской задолженности в период наращивания вложений в проект, приобретение или строительство новых объектов основных средств.

Наращивание кредиторской задолженности может увеличить риски операционной деятельности компании, снизив ее платежеспособность, требования инвесторов к отдаче от реализуемого проекта во многом определяются периодом его реализации. Покупка новых зданий или

производственных помещений может привести к росту затрат на их обслуживание, особенно после окончания реализации проекта. Решение данных противоречий затруднено в условиях использования отдельных показателей эффективности, которые имеют в своей основе отличные друг от друга допущения. Следовательно, система матричных карт устраняет представленную проблему.

В данный алгоритм формирования финансовой стратегии хорошо встраивается система ключевых показателей эффективности (KPI), которая предъявляет детальные количественные требования к деятельности работников публичной компании. Основные элементы системы KPI могут также принимать матричную форму.

Каждая компания должна разрабатывать свои уникальные матричные соотношения и показатели эффективности на тактическом и оперативном уровнях. Большое значение имеет обеспечение мотивации персонала на всех уровнях иерархии компании, а также реализация современных форм контроля.

Реализация контрольных процедур в рамках внутреннего стратегического контроля может осуществляться с помощью различных современных управленческих инструментов [100, с. 209].

Как правило, нарушения выполнения стратегических целей, которые были достигнуты в первом блоке алгоритма, связаны с ошибками целеполагания на тактическом и оперативном уровнях, с неэффективной организацией оперативного управления. Лишь после повторной проверки целей и системы целевых показателей следует обратиться к оценке отклонений фактических результатов от запланированных непосредственно из-за деятельности работников организации.

По итогам каждого года следует заново проводить комплексную оценку на разных уровнях иерархии матричных карт. Все отклонения от планируемых значений подлежат обоснованию и анализу, должны также приниматься меры для своевременной корректировки стратегии.

Предложенный нами алгоритм формирования финансовой стратегии призван повысить достоверность и эффективность стратегического управления. Выбор матричных моделей для осуществления комплексной оценки должен базироваться на анализе сильных и слабых сторон моделей, что находит свое отражение в следующем разделе.

### **1.3 Особенности применения современных матричных моделей в процессе формирования финансовой стратегии публичной компании**

Поскольку управление финансами во многом проявляется в разрезе принятия решений по приобретению, финансированию и управлению активами [16, с. 11], постольку и стратегическая оценка финансовой конкурентной позиции компании обусловлена особенностями управления финансами. В настоящее время существует несколько основных моделей финансовых стратегий, которые имеют практический опыт применения. Весьма желательным представляется поиск новых авторских моделей.

Укрепление конкурентных позиций в контексте финансового стратегического управления достигается с использованием матричного подхода. Поэтому представляется уместным раскрыть некоторые особенности, сильные и слабые черты основных матричных моделей. В первую очередь, определим термины «финансовая модель» и «финансовая матрица».

Финансовая модель - это комплексная экономическая система, позволяющая рассматривать варианты развития компании и проводить эффективный анализ сложных и неопределенных ситуаций, связанных с принятием управленческих решений в области финансов [23, с. 26].

Финансовая матрица - это финансовая модель, позволяющая рассматривать большое число вариантов на стратегической карте развития компании и проводить эффективный анализ по выбору наиболее подходящего из них для достижения целей функционирования компании на рынке [23, с. 26].

На базе концепции устойчивого роста была предложена матрица Высшей школы финансов и менеджмента (ВШФМ) Е.Н. Лобановой [31, с. 440]. Данная модель является своего рода развитием матрицы Бостонской консалтинговой группы (БКГ) на базе ценностно-ориентированного подхода, поскольку также имеет 4 квадранта, а индикатор стоимости EVA (экономическая добавленная стоимость), сделав соответствующее допущение, можно рассматривать в качестве доли рынка компании в финансовом аспекте.

Содержание матрицы Ж. Франсона и И. Романса исследовано В.Б. Акуловым [5, с. 181], А.А. Дербичевой [121, с. 23], Е.С. Стояновой [47, с. 398], Д.Д. Ткаченко [116, с. 7], предлагаются некоторые способы модификации модели для российской отчетности, а также практически во всех тематических исследованиях за последние десять лет матрица Ж. Франсона и И. Романса входит в число моделей, которые составляют основу теоретического анализа стратегических моделей управления финансами [19; 23]. Диссертационное исследование не является исключением и уделяет внимание этой базовой матричной модели как минимум по двум причинам:

- модель финансовых стратегий Ж. Франсона и И. Романса представляет собой первую известную попытку соединения матричного подхода и стратегического финансового менеджмента;

- данная модель по-прежнему демонстрирует свою актуальность и связь с ценностно-ориентированным управлением, что подтверждается в эмпирической части нашего исследования.

Имеются некоторые проблемные аспекты использования матрицы Ж. Франсона и И. Романса, решение которых рассматривается более подробно далее.

Классификация финансовых показателей по типу решений и отношению к ней собственников М. Сорокина [151] не позволяет четко разграничивать квадранты матрицы и представляет совершенно иной взгляд на формирование финансовой стратегии. Поэтому невозможно в полной мере рассматривать данную, несомненно, оригинальную методику в качестве матричной модели, которая бы могла являться частью комплексной оценки конкурентной позиции компании.

Финансовые методики комплексной оценки финансового состояния представлены в исследовании М.Л. Дорофеева с их классификацией по трем видам и четырем механизмам анализа [23, с. 32]. В рамках данной работы сконцентрируем внимание именно на матричных моделях Ж. Франсона и И. Романса, ВШФМ, которые относятся к смешанным количественным методикам.

Не нарушая логический ход событий, можем лишь заранее отметить, что разработанные нами модели, которые анализируются в гл. 2, относятся именно к данному типу методик, реализуемых на основе матричного подхода; в основе их реализации лежат статистические механизмы анализа, к которым в процессе комплексного анализа добавляется рейтинговая оценка.

Одним из самых популярных инструментов формирования финансовой стратегии является матрица финансовых стратегий фирмы (модель Ж. Франсона, И. Романса). Данная матричная модель способствует генерированию достаточно объективного и информационного заключения о финансовом состоянии организации и перспективах ее развития [121, с. 25].

В матрице используются три параметра [76, с. 32]:

- результат хозяйственной деятельности (РХД) - отражает стратегию компании в области инвестирования;
- результат финансовой деятельности (РФД) - характеризует уровень использования заемных средств;
- результат финансово-хозяйственной деятельности (РФХД) - представляется интегральным параметром, который включает в себя РФД и РХД.

В случае увеличения доли заемного капитала в структуре финансирования параметр РФД принимает условно значение «больше нуля», в случае уменьшения доли заемного капитала в структуре финансирования параметр РФД принимает условное значение «меньше нуля» (рисунок 3).

	РФД $\ll 0$	РФД примерно 0	РФД $\gg 0$
РХД $\gg 0$	РФХД = примерно 0, Квадрант 1	РФХД $> 0$ , Квадрант 4	РФХД $\gg 0$ , Квадрант 6
РХД = примерно 0	РФХД $< 0$ , Квадрант 7	РФХД = примерно 0, Квадрант 2	РФХД $> 0$ , Квадрант 5
РХД $\ll 0$	РФХД $\ll 0$ , Квадрант 9	РФХД $< 0$ , Квадрант 8	РФХД = примерно 0, Квадрант 3

**Рисунок 3 - Матрица финансовых стратегий Ж. Франсона и И. Романса**

Источник: составлено автором на основе [76, с. 33].

Если параметр РФХД является величиной положительной, то доходы публичной компании превышают ее расходы [5, с. 184]. РФХД нормально работающей фирмы, по мнению Ж. Франсона и И. Романса, постоянно меняется в пределах 10 % относительно нуля [47, с. 400].

Воздействие финансового управления на стратегическую конкурентную позицию предприятия способствует изменению его положения в матрице финансовых стратегий, поскольку ряд определенных управленческих решений в зависимости от квадранта (приложение А) и подразумевает полный контроль над позицией компании в зависимости от поставленных целей.

Модифицированная нами методика расчета рассматриваемых параметров представлена в таблице 3. Для лучшего понимания специфики ее можно сравнить с методикой, рассматриваемой Е.С. Стояновой [47, с. 399]. Расчет остальных элементов не представляет особой сложности, если использовать формулу для расчетов, представленную в приложении Б.

Кроме представленной методики расчета, мы также предлагаем изменить процесс распределения по квадрантам матрицы Ж. Франсона и И. Романса:

- если параметр РХД принимает значение «выше нуля», а параметр РФД - «ниже нуля» или наоборот, т.е. характеризуются противоположными знаками, а

по модулю отличаются друг от друга не более чем на 10 %, то следует принимать значение РФХД «равно нулю», что соответствует квадранту 2;

- если параметр РХД составляет менее 10 % от величины РФД по модулю или параметр РФД составляет менее 10 % по модулю от величины параметра РХД, то этот индикатор матрицы следует считать равным нулю.

**Таблица 3 - Методика расчета параметров матрицы финансовых стратегий компании**

Категория	Краткое обозначение	Формула расчета
Результат хозяйственной деятельности	РХД	Выручка от продажи продукции - Материальные затраты (сырье и материалы, полуфабрикаты, топливо, энергия) - Расходы на оплату труда - Отчисления на социальные нужды - Изменение текущих финансовых потребностей (Изменения запасов + Изменения дебиторской задолженности - Изменения кредиторской задолженности) - Производственные инвестиции (приобретение основных производственных средств в отчете о движении денежных средств) + Реализация основных средств
Результат финансовой деятельности	РФД	Прирост заемных средств за отчетный период - Проценты к уплате - Дополнительный налог на прибыль (возникает, если проценты к уплате выше процентов к получению: на эту разницу начисляется налог; если проценты к уплате ниже процентов к получению, то возникает эффект налогового покрытия) - Выплаченные дивиденды + Суммы, полученные от эмиссий акций + Доходы от участия в других организациях - Приобретение акций других организаций - Долгосрочные финансовые вложения (ценные бумаги и предоставление займов) + Проценты к получению и доходы от других долгосрочных финансовых вложений (продажа ценных бумаг, акций и возврат займов)
Результат финансово-хозяйственной деятельности	РФХД	РФД + РХД

Наше предложение изменять значение РХД и РФД в зависимости от их соотношения позволяет нивелировать неблагоприятные последствия разновеликих значений параметров матрицы.

Следующие недостатки использования матрицы, по мнению А.В. Воробьева, также находят свое решение в диссертационном исследовании [19, с. 49]. Совершенно справедливо указана необходимость осуществления

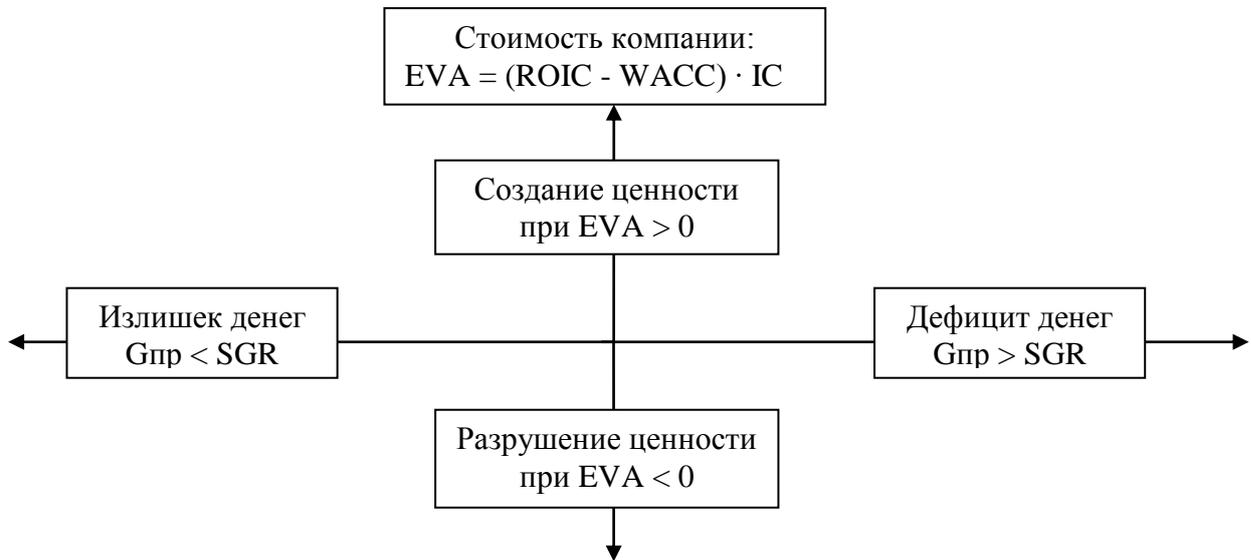
десубъективизации модели на основе эмпирического анализа. Далее в диссертационной работе (разд. 2.4) приводится комплексная оценка конкурентной позиции компании, основанная на построении матричных моделей финансовых стратегий для значительного количества организаций разных секторов отечественной экономики, где подтверждается правомерность предложенного деления на квадранты, которое также несколько отличается от принятого ранее. Например, положение в состоянии равновесия встречается реже, а положение в квадрантах 4, 5, 7, 8 перестает зависеть от мнения исследователя, поскольку используются нормативы, учитывающие особенности функционирования отдельной компании; показатели взаимообуславливаются в процессе формирования положения в конкретном квадранте.

Отраслевая специфика может учитываться в процессе анализа результатов матрицы по конкретным секторам экономики, но лишь в комплексной оценке. Что касается отсутствия увязки результатов модели с жизненным циклом компании, то данное ограничение сохраняется. Взаимосвязь финансовой стратегии компании и концепции жизненного цикла рассматривается в исследовании О.В. Плесковой [101, с. 75]. Однако изучение данной взаимосвязи на основе матричного подхода не является предметом нашего исследования.

Матрица финансовых стратегий, предложенная Высшей школой финансов и менеджмента (ВШФМ), представляющая собой финансовую интерпретацию портфельной матрицы, созданной Бостонской консультативной группой, учитывает четыре основных компонента, каждый из которых имеет свои особенности расчета в соответствии с современными представлениями о финансовом управлении (рисунок 4).

Доход на вложенный капитал за вычетом его средневзвешенной стоимости и с учетом влияния инвестированного капитала образует показатель EVA - экономическая добавленная стоимость, - расположенный по вертикальной оси матрицы. По горизонтали происходит сравнение фактического темпа роста продаж и динамики устойчивого развития. Если первый показатель выше, компания будет испытывать денежный дефицит. Если темп роста продаж меньше

темпа устойчивого развития, то это означает отставание темпа роста продаж от способности бизнеса финансировать этот рост [31, с. 446].



**Рисунок 4 - Матрица финансовых стратегий (по ВШФМ)**

Источник: составлено автором на основе [76, с. 35].

Левый верхний квадрант матрицы финансовых стратегий по ВШФМ характеризуется тем, что при низких темпах роста компания создает, условно говоря, ценность. Условно, потому что в данном случае речь идет не столько о ценности, сколько о положительном спреде доходности ( $ROIC - WACC > 0$ ), выступающем ее базовым параметром. Правый верхний квадрант свидетельствует, что операционная доходность превышает средневзвешенную стоимость капитала, но скорость развития компании теперь уже высокая. Разница между фактическими темпами роста и темпами устойчивого развития в таком квадранте оказывается положительной [31, с. 449].

Нижние два квадранта построенной матрицы характеризуются отрицательным значением спреда доходности ( $ROIC - WACC < 0$ ). Однако в нижнем левом квадранте, если компания попадает туда, скорость ее развития трактуется как низкая из-за отрицательной разницы фактических и устойчивых темпов роста, а для нижнего правого квадранта эта скорость является явно высокой из-за положительного значения данной разницы [31, с. 441].

Рекомендации Е.Н. Лобановой по управлению финансовой стратегией в матрице ВШФМ представлены в приложении В.

Следует привести формулы расчета основных показателей данной матрицы:

$$WACC = Re \cdot \frac{E}{V} + Rd \cdot \frac{D}{V} \cdot (1 - T), \quad (1)$$

где WACC - средневзвешенная стоимость капитала;

Re - стоимость собственного капитала;

$\frac{E}{V}$  - доля собственных средств в структуре финансирования;

Rd - стоимость долга;

$\frac{D}{V}$  - доля заемных средств в структуре финансирования;

(1 - T) - налоговый корректор [15, с. 473].

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}, \quad (2)$$

где ROIC - доходность инвестированного капитала;

NOPAT - чистая операционная прибыль после налогообложения;

IC - инвестированный капитал [31, с. 438].

$$SGR = R \cdot ROE, \quad (3)$$

где SGR - темп устойчивого роста;

R - норма накопления (отношение чистой прибыли за год, за вычетом необходимых к уплате с нее дивидендов, к чистой прибыли);

ROE - доходность собственного капитала, которая представляет собой отношение чистой прибыли к собственному капиталу на начало периода (нераспределенный убыток, если он имеет место быть, не является частью капитала и не уменьшает остальные его статьи) [135, с. 122].

$$IC = E \text{ скорр} + D \text{ долг}, \quad (4)$$

где IC - инвестированный капитал;

E скорр - собственный капитал компании за вычетом добавочного капитала (включая переоценку);

D долг - долгосрочные обязательства (итог разд. IV баланса за вычетом отложенных долгосрочных налоговых обязательств).

$$\text{Tax скорр.} = \text{ЕВІТ} \cdot \frac{\text{Текущий налог на прибыль}}{\text{Прибыль до налогообложения}}, \quad (5)$$

где Tax скорр - налог на прибыль без учета уплаченных процентов;

ЕВІТ - операционная прибыль, которую по РСБУ можно принять за прибыль до налогообложения, к которой прибавляются проценты к уплате.

$$G_{\text{пр}} = \frac{\text{Выручка текущего года}}{\text{Выручка прошлого года}} - 1, \quad (6)$$

где  $G_{\text{пр}}$  - фактический темп роста.

Если у компании нет процентов к уплате, то предполагается стоимость заемных источников, равная нулю. Если у компании отсутствуют заемные источники в объеме общих обязательств (разделы баланса IV, V), то стоимость собственного капитала умножается на долю, соответствующую собственному капиталу. При отрицательном значении прибыли до налогообложения налоговая ставка принимается равной нулю.

Кратко охарактеризуем методику оценки стоимости заемного капитала ( $R_d$ ) и собственного капитала ( $R_s$ ) в данном исследовании. Средняя стоимость долга рассчитывается следующим образом:

$$R_d = \frac{\text{Проценты к уплате}}{(\text{ЗК на начало года} + \text{ЗК на конец года}) \cdot 0,5}, \quad (7)$$

где ЗК - сумма источников заемного финансирования на начало или на конец года [18, с. 223].

В рамках диссертационного исследования используется расчет  $R_d$  по формуле 7, так как это позволяет универсальным образом учесть большое количество информации, соблюдая оптимальное соотношение между качеством информации и временем на ее поиск и характеризуя стоимость заемных средств наиболее понятным способом относительно того периода времени, который и подлежит оценке. Рассмотрение временного горизонта в 8 лет нивелирует возможные различия стратегии в области заемного финансирования по годам.

Для оценки собственного капитала в рамках данного исследования используется модель CAPM. В качестве риск-премии принимается ставка, рассчитанная еще агентством Ibbotson Associates на основе анализа 75 лет функционирования фондового рынка США, составившая 7,76 % [22, с. 210].

Долгосрочная ставка доходности по ГКО-ОФЗ является безрисковой процентной ставкой на начало года. Данные имеются на сайте Центрального банка РФ [148]. Рублевую премию берем средней за рассматриваемый период в размере 6 %, принимая за базу сравнения премию по депозитам, что вызвано объективными реалиями российского рынка, в большей степени ориентированного на использование банковского капитала. Кроме того, для депозитных ставок более характерны общемировые тенденции в соотношении курса валют, в то время как оценка облигаций отечественных и зарубежных компаний и их противопоставление друг другу могут принимать более дифференцированные формы.

Бета-коэффициент берем по секторам экономики в соответствии с данными, приведенными П. Этриллом [56, с. 314]. В рамках диссертационной работы осуществляется корректировка бета-коэффициента по формуле [22, с. 256]:

$$\text{Бета скорр} = \text{Бета отраслевая} \cdot \left[1 + \frac{D}{E} \cdot (1 - T)\right]. \quad (8)$$

Налоговый корректор принимаем в размере стандартных 20 % в соответствии с отечественным законодательством [2]. В работе используются балансовые веса, что вполне соотносится с логикой исследования.

Далее следует привести некоторые соображения относительно матрицы Оптимизации Текущего Финансирования (ОТФ) и Рейтинговой матрицы Финансовых Стратегий (РФС), разработанных М.Л. Дорофеевым [23]. Автор приводит широкий спектр вариантов использования моделей, идентифицирует алгоритм расчета экономической эффективности от их применения, однако не представляет конкретных статистических способов оценки указанных соотношений, не использует эмпирическую проверку, заменяя ее достаточно субъективным экспертным подходом. Открытость матрицы РФС можно

рассматривать как с позиции гибкости, что является ее преимуществом, так и с позиции отсутствия четких критериев распределения в квадрантах матрицы.

В рамках диссертационного исследования применяется статистический анализ, что делает использование матриц М.Л. Дорофеева неуместным в рамках осуществления комплексной оценки сопоставимых моделей. Но определенный научный интерес представляет сравнение концептуальных основ и особенностей модели РФС с матрицами Ж. Франсона и И. Романса, ВШФМ [13; 15; 23; 31; 47; 76].

Сравнительный анализ моделей по критериям, которые были разработаны нами в рамках исследования, представлен на рисунке 5. Определение области стратегического финансового менеджмента, к которой относятся параметры матрицы, позволяет идентифицировать цель построения и содержание модели.

Явная стратегическая направленность характеризует соответствие матричной модели именно процессу стратегического управления, т.е. при помощи данного критерия выявляется возможность применения модели на этапе комплексной оценки разработанного алгоритма (разд. 1.2).

Степень влияния параметров матрицы на стоимость компании позволяет определить, насколько та или иная матричная модель направлена на достижение основной цели публичной компании. Эконометрический анализ следует применять для проверки соответствия модели указанному критерию.

Степень разнообразия генерируемых стратегий напрямую зависит от числа параметров в модели финансовой стратегии, а также от количества генерируемых типовых стратегий. Разнообразие, при прочих равных условиях, делает многогранным процесс управления финансовой стратегией, позволяя в большей степени обеспечить эффективность ее формирования.

Степень внутренней управляемости будущей конкурентной позиции в стратегическом аспекте зависит от формы оценки. Так, расчет параметра на основе базовых значений бухгалтерского баланса означает высокий уровень управляемости модели, в отличие от тех инструментов, в которых используются рыночные индикаторы, подверженные более частым колебаниям и детерминированные действием преимущественно внешних факторов.

Критерии сравнения	Матрица Ж. Франсона и И. Романса (модифицированная)	Матрица ВШФМ Е.Н. Лобановой	Матрица РФС М.Л. Дорофеева
Разделы корпоративных финансов	Управление инвестициями и финансированием	Управление структурой капитала, дивидендами, прибылью	Финансовая безопасность, нефинансовые аспекты
Явная стратегическая направленность	Да	Да	Да
Степень влияния параметров матрицы на стоимость компании	Средняя	Высокая	Нет
Степень разнообразия генерируемых стратегий	Средняя	Низкая	Высокая
Степень внутренней управляемости будущей позиции	Высокая	Средняя	Средняя
Степень сложности расчетов	Средняя	Высокая	Высокая
Степень субъективизма	Низкая	Средняя	Высокая
Степень специализации	Средняя	Средняя	Низкая
Учет стадий жизненного цикла	Нет	Нет	Да
Учет отраслевой специфики	Частичный	Нет	Да

**Рисунок 5 - Модели финансовых стратегий: анализ по основным критериям сравнения**

Степень сложности расчетов создает некоторые трудности при практическом использовании модели. Степень субъективизма включает в себя оценку объективности как формирования самой методики оценки, так и интерпретации ее результатов.

Степень специализации определяет универсализм модели или глубокое рассмотрение отдельных узких вопросов. В рамках диссертационного исследования универсальность, что соответствует низкой специализации, является преимуществом, так как обеспечивает многообразие сфер применения модели.

Учет отраслевой специфики касается отличительных характеристик различных секторов отечественной экономики относительно стратегического управления финансами. Учет стадий жизненного цикла не производится в данном исследовании, но может представлять научный интерес для будущих исследований.

Описание новых разработанных нами моделей Оптимальной Структуры Капитала (ОСК) и Финансовой Безопасности (ФБ) реализуется по тем же критериям, с выделением их преимуществ и недостатков, и приводится в гл. 2 после статистического подтверждения и концептуального рассмотрения данных матриц. Финансовые стратегии, лежащие в основе моделей Ж. Франсона и И. Романса, ВШФМ, совместно с разработанными нами моделями составляют базу для выдвижения и проверки гипотез в рамках данного исследования, представленную в разд. 2.1.

Обобщая материал, изложенный в гл. 1, сделаем следующие выводы:

1. Уточнено понятие «финансовая стратегия компании», которое характеризуется следующими чертами: системностью процесса разработки стратегии (основной принцип), ориентированностью на рыночную стоимость компании (главная стратегическая цель), матричным подходом (оценка и моделирование), комплексным алгоритмом формирования стратегии компании (механизм непротиворечивого управления), идентичностью основной цели (необходимое условие построения эффективной иерархии стратегий в организации).

2. Установлено, что матричный подход выступает эффективным средством выражения имеющихся взаимосвязей различных областей финансов и позволяет оценить положение компании наиболее точным и непротиворечивым образом.

3. Определено, что конкурентная позиция является следствием реализуемой финансовой стратегии. В матричных моделях более высокие конкурентные позиции обуславливают более высокое приращение стоимости компании, что приводит к достижению генеральной финансовой стратегии публичной компании. Вместе с тем диагностика действующей конкурентной позиции по матрицам финансовой направленности способствует выявлению путей укрепления финансовой стратегии, выступает частью ее формирования.

4. Выявлено, что предложенный алгоритм позволяет эффективно управлять разработкой и реализацией финансовой стратегии в ее единстве с корпоративной стратегией за счет интеграции преимуществ матричного подхода и финансовой составляющей Системы Сбалансированных Показателей. Алгоритм включает в себя: комплексную оценку на основе стратегических финансовых матричных моделей; детализацию целей и показателей по уровням тактического и оперативного управления. Возможно проведение комплексной оценки на основе интеграции нефинансовых и финансовых элементов стратегии компании.

5. Определены преимущества и недостатки современных моделей финансовых стратегий на основе таких критериев, как: явная стратегическая направленность, степень влияния параметров матрицы на стоимость компании, степень разнообразия генерируемых стратегий, степень внутренней управляемости будущей позиции, степень сложности расчетов, степень субъективизма, степень специализации, учет стадий жизненного цикла, учет отраслевой специфики.

6. Сделан вывод, что лишь комплексное применение релевантных матричных моделей позволит нивелировать их недостатки и сформировать эффективную финансовую стратегию публичной компании.

7. Выявлено, что использование модифицированного варианта матрицы Ж. Франсона и И. Романса дает возможность устранить следующие недостатки, характерные для оригинальной модели: разновеликие значения показателей матрицы, десубъективизацию модели на основе эмпирического анализа, отсутствие учета отраслевой специфики.

## **2 ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ МАТРИЧНЫХ МОДЕЛЕЙ ФИНАНСОВЫХ СТРАТЕГИЙ НА СТОИМОСТЬ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ**

### **2.1 Особенности проведения эмпирического анализа в процессе разработки новых стратегических инструментов**

Наиболее надежным источником информации выступают финансовая отчетность компаний и находящиеся в свободном доступе сведения о рынке ценных бумаг и его элементах. Описание и анализ используемых показателей, являющихся факторами исследования, равно как и рассмотрение выборки и обозначение результирующих признаков, содержатся в этом разделе.

Данное исследование подразумевает проверку трех взаимосвязанных гипотез.

Первая гипотеза - о наличии связи между разработанной в рамках диссертационного исследования матрицей Оптимальной Структуры Капитала (ОСК) и формированием эффективной финансовой стратегии:

-  $H_0$ : имеется существенная связь между анализируемыми параметрами и результирующими факторами модели - показателями MBR1, MBR2, спрэдом доходности;

-  $H_1$ : связь между параметрами модели и результирующими показателями отсутствует либо несущественна.

Вторая гипотеза - о наличии связи между разработанной в рамках данного исследования матрицей Финансовой Безопасности и формированием эффективной финансовой стратегии:

-  $H_0$ : имеется существенная связь между анализируемыми параметрами и результирующими факторами модели - показателями MBR1, MBR2, спрэдом доходности;

-  $H_1$ : связь между параметрами модели и результирующими показателями отсутствует либо несущественна.

Третья гипотеза - о необходимости проведения комплексной оценки конкурентной позиции акционерной компании на основе существующих и новых моделей финансовых стратегий в целях формирования эффективной финансовой стратегии:

-  $H_0$ : имеется существенная связь комплексной оценки (т.е. с учетом распределения компаний по квадрантам в различных моделях финансовых стратегий) со стоимостью компании;

-  $H_1$ : комплексная оценка имеет несущественную связь со стоимостью компании, вследствие чего необходимо выбрать лишь несколько моделей, при помощи которых следует управлять капитализацией акционерных компаний.

Первые две гипотезы позволяют обосновать использование разработанной стратегической модели в целях управления конкурентной позицией на базе ценностно-ориентированного подхода. Подтверждение выдвинутых гипотез означает возможность широкого использования новых матричных инструментов в рамках реализации ценностно-ориентированного управления, когда осуществляется взаимосвязанная оценка различных областей финансового менеджмента. Описание и подтверждение гипотез приводятся в следующих разделах.

Для проверки первой гипотезы используются 13 факторов, разделенных на 3 блока: финансирование, инвестиции, дивиденды. В качестве результирующих показателей предлагается спрэд доходности, а также два варианта показателя MBR: базирующийся на теории о том, что капитализация формируется на основе стоимости собственного капитала, а также основанный на второй теории, согласно которой стоимость компании складывается не только из стоимости ее собственных средств, но и за счет заемного капитала [18, с. 121].

Более подробно рассмотрим факторы, лежащие в основе проверки первой гипотезы. Используются как общепризнанные, так и новые, предлагаемые нами, соотношения. Все факторы и результирующие признаки приводятся в относительном выражении, что делает их сопоставимыми между собой. Проверка гипотезы позволяет также отвергнуть соотношения, связь которых со стоимостью не подтвердилась. Пример расчета факторов представлен в приложении Г.

Показатели стратегии в области финансирования формируются в рамках блока 1 (Debt):

- X1 - финансовый леверидж, рассчитанный по балансовым значениям;
- X2 - скорректированный финансовый леверидж, рассчитанный как отношение заемных средств (сумма стр. 1410 и 1510 в балансе) к собственному капиталу за вычетом добавочного капитала;
- X3 - отношение балансового значения заемного капитала (сумма разд. IV и V в балансе) к чистой прибыли отчетного периода;
- X4 - отношение заемных средств (сумма стр. 1410 и 1510 в балансе) к чистой прибыли отчетного периода.

Требуется выявить из представленных показателей один, имеющий наиболее тесную связь со стоимостью компании. Показатель X1 характеризует классические представления об эффекте финансового рычага. Формулу расчета по балансу можно представить следующим образом:

$$\text{Debt 1} = \frac{D}{E}, \quad (9)$$

где Debt 1 - первый фактор исследования (X1);

D - сумма обязательств компании (по балансу определяется как сумма разд. IV и V);

E - собственный капитал компании (итог разд. III в балансе) [13, с. 443].

Финансовый леверидж - мера финансового риска, которая определяется долгосрочным финансированием с фиксированными платежами из активов компании. Чем выше финансовый леверидж, тем выше риск и тем выше стоимость капитала [54, с. 205]. В своих работах Л. Гапенски указывал на то, что

финансовый левэридж повышает стоимость компании лишь до определенного предела, достигнув которого начинает негативно влиять на нее [14].

Что касается второго показателя, то он корректирует обязательства компании, оставляя для рассмотрения лишь кредиты и займы краткосрочного и долгосрочного характера, а также уменьшает собственные средства на величину добавочного капитала:

$$\text{Debt 2} = \frac{D \text{ скорр}}{E \text{ скорр}}, \quad (10)$$

где Debt 2 - второй фактор исследования (X2);

D скорр - сумма долгосрочных и краткосрочных заемных средств компании;

E скорр - собственный капитал компании за вычетом добавочного капитала.

Балансовые значения обязательств включают в себя ряд составляющих, в том числе налоговую, которые несколько искажают оценку стратегии компании в области именно финансирования. Показатель Debt 2 позволяет учесть влияние обязательств, по которым имеется реальная процентная ставка: кредиты или облигационный заем.

Кредиторская задолженность не имеет стоимости, которую можно было бы четко определить: она либо не несет процентных обязательств, либо подразумевает изменение ценовой политики поставщика в зависимости от сроков ее погашения [12, с. 45]. С учетом большого количества поставщиков и различных условий хозяйствования акционерной компании сложно оценить реальную стоимость этого источника. В рамках оценки влияния второго фактора на стоимость компании делается допущение, что кредиторская задолженность является краткосрочным неявным обязательством, которое частично или полностью покрывается выгодой от наличия дебиторской задолженности, это позволяет принимать долгосрочную стоимость данного источника равной нулю.

Добавочный капитал российскими компаниями часто используется как средство повышения доли собственных средств за счет переоценки имеющихся активов, что определенно не создает фундаментальной ценности и частично искажает представление о собственном капитале. Эмиссионный доход

предлагается не учитывать в инвестированном капитале и факторе X2, поскольку в разработанной модели Оптимальной Структуры Капитала рассматриваются стратегические решения в области финансирования компании, а необходимость покрытия эмиссии чистой операционной прибылью в течение первого же года (модель ВШФМ) не очевидна. Техническая сторона вопроса достаточно сложна, так как стандарты отчетности в более ранний период времени (например, за 2007 г.) не всегда позволяют четко отделить эмиссионный доход от дохода, связанного с переоценкой. Предполагаем, что эмиссионный доход не оказывает существенного воздействия на структуру капитала и не учитывается в части инвестированного капитала (но это характерно лишь для данного параметра; если речь идет о балансовом значении собственного капитала, то в него входит добавочный капитал). Эконометрическое исследование способно оценить эффективность подобного расчета предложенного фактора X2.

Третий показатель стратегии в области финансирования можно представить в виде формулы

$$\text{Debt 3} = \frac{D}{\text{ЧП 1}}, \quad (11)$$

где Debt 3 - третий фактор исследования (X3);

ЧП 1 - чистая прибыль отчетного периода.

Данный показатель позволяет определить: есть ли взаимосвязь между долей заемных средств в чистой прибыли компании и ее стоимостью; во сколько раз заемный капитал превосходит возможности компании по генерированию собственного капитала; сколько времени потребуется компании, чтобы покрыть все свои обязательства за счет чистой прибыли.

Четвертый фактор представляет собой то же соотношение, но с учетом корректировок заемных средств (как в формуле 13):

$$\text{Debt 4} = \frac{D \text{ скорр}}{\text{ЧП 1}}, \quad (12)$$

где Debt 4 - четвертый фактор исследования (X4).

Показатели финансовой стратегии в области инвестиций формируются в рамках блока 2 (Inv):

- X5 - рентабельность инвестированного капитала;
- X6 - отношение фактически осуществленных расходов по инвестиционной деятельности к имуществу компании;
- X7 - произведение рентабельности инвестированного капитала и доли фактических инвестиций в имуществе компании;
- X8 - отношение фактических произведенных инвестиций в денежном выражении к чистой прибыли прошлого года;
- X9 - отношение фактических произведенных инвестиций в денежном выражении к чистой прибыли отчетного года.

Рентабельность инвестированного капитала показывает: эффективность использования инвестиционных вложений компании в долгосрочном периоде; сколько рублей чистой операционной прибыли после налогообложения приходится на 1 руб. вложенных в компанию средств. Это наиболее популярный показатель инвестиционной эффективности компании, он лежит в основе экономической добавленной стоимости [31, с. 79]:

$$\text{Inv 1} = \text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{IC}}, \quad (13)$$

где Inv 1 - пятый фактор исследования (X5);

NOPAT - разница EBIT и Tax скорр.

Также следует отметить, что NOPAT и чистая прибыль различаются в соответствии с современными представлениями на величину процентов к уплате, что можно представить следующим образом [77, 145]:

$$\text{NOPAT} = \text{ЧП} + \text{Проценты к уплате}. \quad (14)$$

Проведение анализа на основе отчетности по стандартам РСБУ подразумевает наличие некоторых допущений и корректировок. Операционная прибыль по РСБУ в наибольшей степени совпадает с прибылью до налогообложения [26, с. 490].

Шестой фактор исследования позволяет определить, какую долю от имущества компании составляют инвестиции, т.е. показывает активность финансовой стратегии компании в области инвестиций без учета эффективности, но с учетом масштаба ее деятельности:

$$\text{Inv 2} = \frac{\text{Инвестиции}}{\text{Активы}}, \quad (15)$$

где Inv 2 - шестой фактор исследования (X6);

Инвестиции - фактически осуществленные инвестиции за отчетный год (из формы БДДС);

Активы - балансовое имущество компании в отчетном периоде.

Следующий фактор стал развитием предыдущих двух; мы решили проверить, как повлияет на стоимость одновременный учет не только эффективности инвестированного капитала, но и объема фактически производимых инвестиций относительно имущества компании:

$$\text{Inv 3} = \text{Inv 1} \cdot \text{Inv 2} = \text{ROIC} \cdot \frac{\text{Инвестиции}}{\text{Активы}}, \quad (16)$$

где Inv 3 - седьмой фактор исследования (X7).

Показатели Inv 4 и Inv 5 похожи и включают в себя одновременное изучение двух вопросов (формулы 17 и 18):

- имеется ли связь между фактически осуществленными инвестициями относительно чистой прибыли компании и ее рыночной стоимостью за прошлый и текущий период, соответственно;

- как следует оценивать временной лаг, из чего в большей степени формируются текущие инвестиционные вложения компании - из прибыли отчетного периода или предыдущего.

$$\text{Inv 4} = \frac{\text{Инвестиции}}{\text{ЧП 0}}, \quad (17)$$

где Inv 4 - восьмой фактор исследования (X8);

ЧП 0 - чистая прибыль прошлого года.

$$\text{Inv 5} = \frac{\text{Инвестиции}}{\text{ЧП 1}}, \quad (18)$$

где Inv 5 - девятый фактор исследования (X9).

Показатели стратегии в области дивидендных выплат формируются в рамках блока 3 (Div):

- X10 - норма дивидендных выплат за прошлый год;
- X11 - норма дивидендных выплат за отчетный год;
- X12 - норма дивидендных выплат по обыкновенным акциям за прошлый период;
- X13 - норма дивидендных выплат по обыкновенным акциям за отчетный период.

Норма дивидендных выплат (формулы 19 и 20) показывает, какую долю от чистой прибыли компания отправляет на выплату дивидендов [26, с. 691].

$$\text{Div 1} = \frac{\text{Div выпл}}{\text{ЧП 0}}, \quad (19)$$

где Div 1 - десятый фактор исследования (X10);

Div выпл - фактически выплаченные дивиденды за рассматриваемый год.

$$\text{Div 2} = \frac{\text{Div выпл}}{\text{ЧП 1}}, \quad (20)$$

где Div 2 - одиннадцатый фактор исследования (X11).

Дивидендные выплаты могут носить как фиксированный, так и переменный характер. Часть компаний минимизирует их выплаты, а часть - старается постоянно увеличивать. В ходе проверки гипотезы одновременно будет определено влияние дивидендной стратегии на стоимость компании.

Сравнение нормы доходности, рассчитанной по чистой прибыли прошлого и отчетного периодов, позволяет вывить тенденцию в соответствующем секторе экономики: часть компаний выплачивает дивиденды ежеквартально, в том числе из чистой прибыли текущего года, в то время как классическим вариантом выступают выплаты из чистой прибыли минувшего периода [13; 14; 26].

Оставшиеся два показателя (формулы 21 и 22) отражают долю дивидендных выплат по обыкновенным акциям из чистой прибыли компании.

$$\text{Div } 3 = \frac{\text{Div выпл. по обыкн}}{\text{ЧП } 0}, \quad (21)$$

где Div 3 - двенадцатый фактор исследования (X12);

Div выпл. по обыкн - фактически выплаченные дивиденды за рассматриваемый год по обыкновенным акциям.

$$\text{Div } 4 = \frac{\text{Div выпл. по обыкн}}{\text{ЧП } 1}, \quad (22)$$

где Div 4 - тринадцатый фактор исследования (X13).

Подтверждение первой и второй гипотез базируется на трех проверках в пределах сектора, каждой из которых соответствует свой показатель стоимости.

Показатели MBR представляют собой выражение двух основных подходов к оценке фундаментальной ценности капитала [18, с. 120]:

- операционный подход, который базируется на учете свободных денежных потоков от использования активов в целом, что и обуславливает необходимость отнесения стоимости капитала на финансирование всех активов;

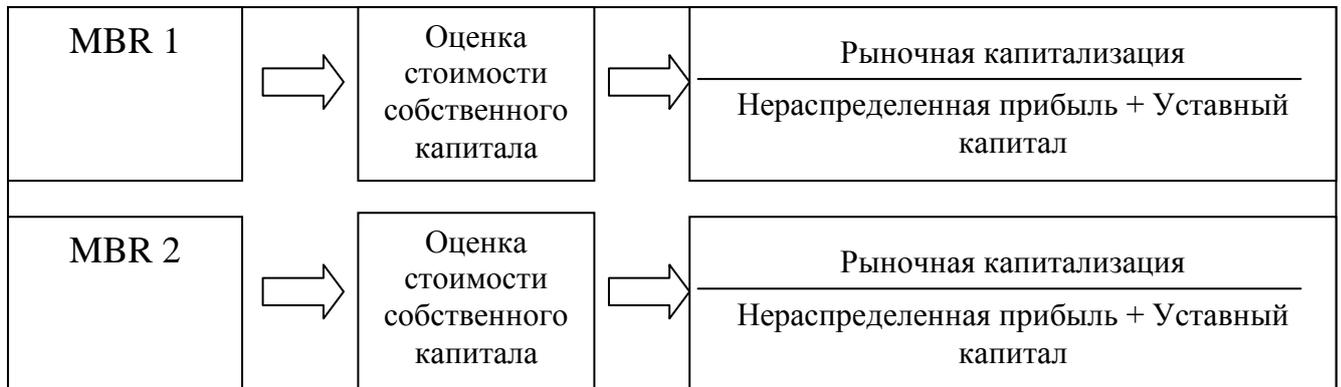
- капитальный подход, согласно которому дивиденды представляют собой форму чистого эффекта на собственный капитал, отсюда и учет затрат только на собственный капитал.

Информация о расчете показателей MBR представлена на рисунке 6.

Также для проверки первой и второй гипотез применяется показатель «спрэд доходности», который лежит в основе экономической добавленной стоимости. Значение EVA зависит от него в большей степени, чем от инвестированного капитала, который показывает лишь размер отдачи. А вот создается ценность или разрушается - определяется только по спрэду. Это позволяет избежать логарифмирования абсолютных значений EVA, не ухудшая качества индикатора стоимости.

А.А. Пешкова в своем исследовании выделяет показатели ликвидности, финансовой устойчивости, рентабельности в качестве основных параметров, на которых базируется прогнозирование устойчивого развития предприятия в рамках создания стратегической стоимости [38, с. 135]. Развивая данную идею на основе

матричного подхода, следует выбрать наиболее эффективные показатели в рамках данных направлений по результатам эконометрического анализа.



**Рисунок 6 - Расчет показателей MBR в зависимости от подхода**

Источник: составлено автором на основе [18].

Для проверки второй гипотезы используются те же индикаторы стоимости, та же самая выборка, что и для первой. Отличаются лишь факторы, которые подлежат исследованию. Всего факторов 25, разделенных на 5 блоков, составляющих содержание традиционного финансового анализа (приложение Д).

Под финансовой безопасностью в данном исследовании будем понимать совокупность оценки следующих групп рисков [107]:

- риски снижения ликвидности;
- риски потери платежеспособности;
- риски снижения финансовой устойчивости;
- риски снижения оборачиваемости активов;
- риски снижения рентабельности.

В группе показателей ликвидности рассчитаем соотношения между активами и пассивами баланса в зависимости от их срочности, которые представляются в относительном виде. Аналогично формируются соотношения по абсолютному уровню финансовой устойчивости.

Пример расчета факторов представлен в приложении Е.

Проверка третьей гипотезы базируется на результатах построения моделей финансовых стратегий. Количественная оценка дополняется качественной,

позволяя лучше распределить компании по матрицам и выявить специфику в их стратегии, а также оценить, чья финансовая стратегия лучше.

Смысл третьей гипотезы сводится к обоснованию применения сразу нескольких моделей, включая разработанные нами, для более полной оценки конкурентной позиции. Выдвинутая гипотеза подразумевает, что все четыре рассматриваемые модели учитывают разные соотношения, на основе которых и строится единая финансовая стратегия, их взаимовлияние несущественно, одна модель не способна заменить другую. И чем в большей степени компания приводит свою финансовую стратегию в соответствие с рекомендациями представленных матриц, тем выше будет стоимость компании.

Предполагается, что интегральная оценка, полученная на основе рассмотрения четырех моделей, будет более точной, чем оценка каждой модели по отдельности. Это объясняется сложностью и взаимозависимостью различных областей финансового управления. Наличие взаимосвязи комплексной оценки с показателями стоимости подтверждает не только правильность подобранных параметров новых моделей, но и верное выделение квадрантов.

Эмпирическую базу для проверки первых двух гипотез составили компании, представленные далее. Все финансовые отчетности, используемые в нашем исследовании, получены из базы данных Центра раскрытия корпоративной информации и системы профессионального анализа рынков и компаний «Спарк» [150; 153].

В нефтехимическом секторе используются за период с 2007 по 2014 г. компании: ОАО «ВХЗ», ОАО «Газпром нефтехим Салават», ОАО «Дорогобуж», ОАО «Казаньоргсинтез», ОАО «КуйбышевАзот», ПАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «Славнефть-ЯНОС», ОАО «Химпром».

В нефтегазовом секторе рассмотрены за период с 2007 по 2014 г. компании: ОАО «АНК «Башнефть», ОАО «Варьеганнефтегаз», ОАО «Газпром», ОАО «НК «Лукойл», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «Саратовский НПЗ», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Татнефть».

В секторе цветной и черной металлургии рассмотрены за период с 2007 по 2014 г. следующие компании: ОАО «Ашинский метзавод», ОАО «Ижсталь», ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА», ОАО «Коршуновский ГОК», ОАО «ММК», ОАО «НЛМК», ОАО «ГМК «Норильский никель», ОАО «Русполимет», ПАО «Северсталь», ОАО «ТМК», ОАО «ЧМК».

В энергетическом секторе рассмотрены за период с 2007 по 2014 г. следующие компании: ОАО «Костромская сбытовая компания», ОАО «МОЭСК», ОАО «РусГидро», ОАО РЭСК, ОАО «Волжская ТГК», ОАО «Энел Россия», ОАО «Нижегородская сбытовая компания», ОАО «Э.ОН Россия», ОАО АК «Якутскэнерго», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «Интер РАО ЕЭС».

В машиностроительном секторе рассмотрены за период с 2007 по 2014 г. следующие компании: ОАО «АВТОВАЗ», ОАО «ЗМЗ», ОАО «Камаз», ОАО ТКЗ «Красный котельщик», ОАО «Мотовилихинские заводы», ОАО «НЕФАЗ», ПАО «ОАК», ОАО «РКК «Энергия».

Для оценки связи с показателем «спред доходности» рассматривались также потенциально публичные компании, т.е. те организации, которые имеют открытую акционерную форму собственности, но не располагают фактической рыночной стоимостью ввиду того, что их акции не обращались непрерывно на фондовом рынке анализируемые 8 лет, это не позволяет производить оценку по индикаторам MBR 1 и MBR 2, хотя и увеличивает выборку для проверки по третьему результирующему признаку.

В нефтехимическом секторе в процессе третьей проверки первой и второй гипотез добавляются к выборке компании: ОАО «МХК «ЕвроХим», ОАО «Метафракс», ОАО «Пигмент», ОАО «ОХК «Уралхим», ОАО «Уралхимпласт». В нефтегазовом секторе в процессе шестой проверки первой и второй гипотез добавляются к выборке компании: ОАО «Екатеринбурггаз», ОАО «Меллянефть», ОАО «Томскнефть ВНК», ОАО «АК «Транснефть», ОАО «Черногорнефть». В секторе цветной и черной металлургии добавляются к выборке в процессе двенадцатой проверки первой и второй гипотез: ОАО «Серовский завод ферросплавов», ОАО «Тагмет». В энергетическом секторе добавляются к выборке

в процессе пятнадцатой проверки первой и второй гипотез: ОАО «Владимирская энергосбытовая компания», ОАО «МРСК Волги». В машиностроительном секторе добавляются к выборке в процессе восемнадцатой проверки первой и второй гипотез: ПАО «Роствертол», ОАО «ГЗАС им. А.С. Попова», ПАО «Техприбор», ОАО «Сатурн», ОАО «Салют».

Схематично информация о гипотезах, их проверках и объеме выборки представлена в таблице 4. Подтверждение первых двух гипотез опирается на идентичные выборки в каждом представленном случае: по 21 проверке на каждую гипотезу.

**Таблица 4 - Содержание эмпирического исследования по секторам отечественной экономики для проверки первой и второй гипотез**

<b>Показатель стоимости, Y</b>	<b>MBR 1</b>	<b>MBR 2</b>	<b>Сред доходности</b>
Номер проверки	Первая	Вторая	Третья
Выборка по нефтехимическому сектору, N	64	64	104
Номер проверки	Четвертая	Пятая	Шестая
Выборка по нефтегазовому сектору, N	64	64	104
Номер проверки	Седьмая	Восьмая	Девятая
Выборка одновременно по нефтехимическому и нефтегазовому секторам, N	128	128	208
Номер проверки	Десятая	Одиннадцатая	Двенадцатая
Выборка по сектору цветной и черной металлургии, N	88	88	104
Номер проверки	Тринадцатая	Четырнадцатая	Пятнадцатая
Выборка по энергетическому сектору, N	88	88	104
Номер проверки	Шестнадцатая	Семнадцатая	Восемнадцатая
Выборка по машиностроительному сектору, N	64	64	104
Номер проверки	Девятнадцатая	Двадцатая	Двадцать первая
Общая выборка по всем рассмотренным секторам	368	368	520

Проверка третьей гипотезы базируется на выборке, состоящей из первых двух секторов. Схематично информация о третьей гипотезе, ее проверках и объеме выборки представлена в таблице 5.

**Таблица 5 - Содержание эмпирического исследования нефтехимического и нефтегазового секторов в процессе комплексной оценки**

База исследования	Первая проверка	Вторая проверка	Третья проверка	Четвертая проверка	Пятая проверка	Шестая проверка
Число наблюдений, N	128	128	208	128	128	208
Индикатор стоимости, Y	MBR 1	MBR 2	Спред доходности	MBR 1	MBR 2	Спред доходности
Объект оценки	Связь между матрицами и индикаторами стоимости			Связь между комплексной оценкой и индикаторами стоимости		

Комплексная оценка базируется на двух секторах из пяти, рассматриваемых отдельно ввиду значимости объема выборки и в связи с трудоемкостью расчетного процесса. Правомерность использования моделей Ж. Франсона и И. Романса, матрицы ВШФМ уже обосновывалась в исследованиях других авторов.

Предложенные нами модели строятся и подтверждаются эконометрическим путем для всех секторов экономики отдельно, а также в сумме (для всего российского рынка), что обуславливает достаточность использования нефтехимического и нефтегазового секторов для обобщения выводов по третьей гипотезе на остальные секторы.

Для последующих секторов (металлургический, энергетический и машиностроительный) производится проверка лишь тех факторов, которые выявили связь со стоимостью компании по первым двум секторам. Делается предположение, что и для остальных секторов экономики те же самые факторы будут иметь связь со стоимостью компаний, что означает универсальность наших моделей для всего российского рынка. Забегая вперед, стоит отметить, что указанное предположение нашло свое подтверждение и стало данностью.

Нефтехимический и нефтегазовый секторы экономики являются передовыми в части управления финансами, характеризуются наибольшей стабильностью. То же можно сказать и о металлургии, об энергетическом секторе. Дальнейшее развитие российской экономики должно происходить за счет повышения эффективности работы машиностроительного комплекса, к которому также относится приборостроение. В итоге выделенные 5 секторов являются

наиболее близкими к международной практике управления финансами, наиболее крупными, имеющими особую исследовательскую ценность, по праву характеризуя основу российской промышленности.

Период в 8 лет достаточно велик, чтобы изучать стратегические аспекты управления финансами и учитывает недолгое функционирование финансовых институтов, да и самого капитализма в России. В рамках достижения целей исследования достаточно рассмотреть указанный период времени.

Общая выборка составила более 500 наблюдений, многие из которых имеют определенную глубину расчета. Учитывая, что рассматриваются лишь акционерные компании, имеющие транспарентность на приемлемом уровне, и принимая во внимание формат заявленной темы исследования, можно сделать вывод о том, что выборка полностью соответствует целям исследования.

Среди рассмотренных организаций имеются отличия по профилю деятельности, но в условиях постоянной интеграции и диверсификации компаний нефтехимического сектора вся выборка может быть рассмотрена как одно конкурентное пространство. То же можно сказать и про другие секторы. Вышеперечисленное определило специфику эмпирической базы исследования. Представленные в следующих разделах результаты верны как минимум для тех секторов российской экономики, по которым они были получены.

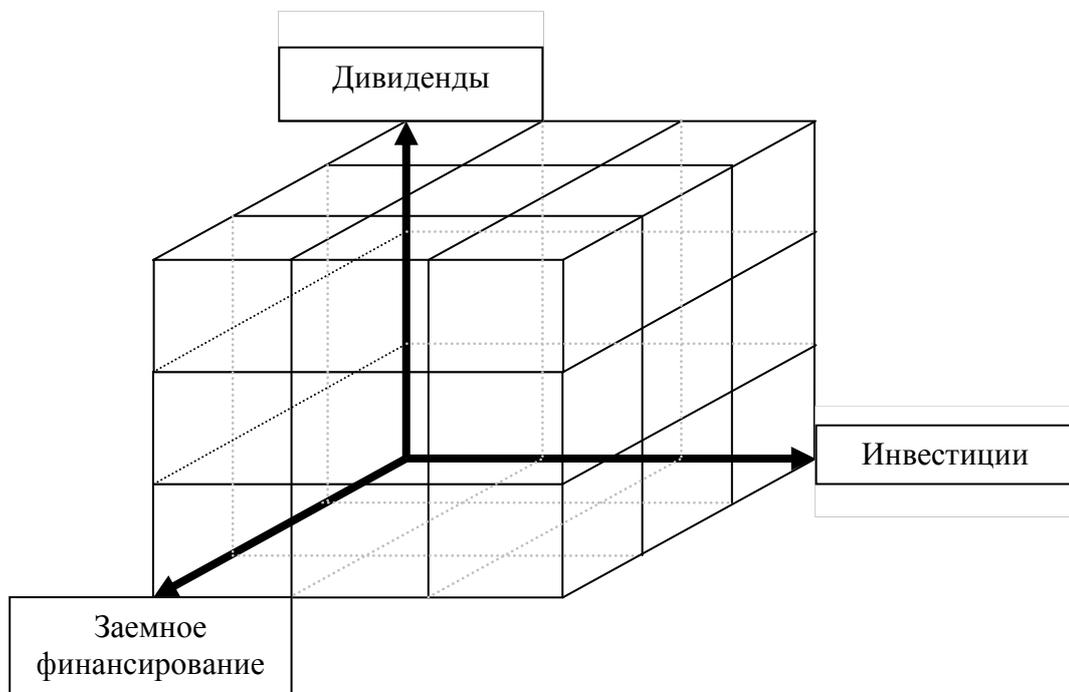
## **2.2 Модель «Матрица Оптимальной Структуры Капитала»: сущность, специфика построения, эконометрическое подтверждение правомерности ее использования**

В условиях функционирования современной экономики, к которым относятся, например, замедление темпов экономического роста, усиление глобализационных процессов, для отечественных публичных компаний

приобретают особое значение поиск и разработка новых стратегических инструментов оценки, учитывающих деятельность конкурентов. Достижение роста стоимости компании в долгосрочном периоде требует формирования эффективной финансовой стратегии, которую можно оценить, на которую можно повлиять, моделируя оптимальное конкурентное положение компании. Представленным условиям соответствует применение матричного подхода.

М.К. Кожахметова по итогам анализа основных теорий структуры капитала пришла к выводу, что структура капитала должна оптимальным образом подкреплять стратегию компании и создавать ее добавленную стоимость [82, с. 72].

В диссертационном исследовании была разработана новая модель формирования финансовой стратегии, которая представляет собой трехмерную матрицу, показывающую соотношение финансовой стратегии в области инвестиций, финансирования и дивидендных выплат, в полной мере учитывающую, в отличие от классических моделей, отраслевую специфику деятельности компаний (рисунок 7).



**Рисунок 7 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала**

Разделение матрицы на квадранты осуществляется по трем типичным критериям (таблица 6).

**Таблица 6 - Критерии выделения квадрантов**

<b>Инвестиции</b>	<b>Заемное финансирование</b>	<b>Дивиденды</b>
Выше среднего уровня	Выше среднего уровня	Выше среднего уровня
Средний уровень	Средний уровень	Средний уровень
Ниже среднего уровня	Ниже среднего уровня	Ниже среднего уровня

Распределение компаний по уровню конкурентоспособности производится следующим образом:

- треть компаний необходимо рассматривать как «средний уровень»;
- треть компаний, имеющих значение выше среднего, следует определить в категорию «уровень выше среднего»;
- треть компаний со значением ниже среднего можно охарактеризовать категорией «уровень ниже среднего».

В пределах одного сектора экономики (или в рамках анализа только конкурентного пространства) следует рассчитывать средние величины по параметрам матрицы, определять уровни конкурентоспособности. Допустимо использование равновероятностного подхода, однако есть и другие способы распределения компаний по квадрантам, это зависит от отношения к конкурентной среде и самооценки конкретной компании.

Нумерацию квадрантов следует производить последовательно слева направо: первому квадранту соответствует положение, где  $Div\ str > 0$ ,  $Inv\ str < 0$ ,  $Debt\ str < 0$ . В квадрантах с 1 по 9 - это  $Div\ str > 0$ , в квадрантах с 10 по 18 -  $Div\ str = 0$ , в квадрантах с 19 по 27 -  $Div\ str < 0$ . Например, квадрант 4 - позиция, где  $Div\ str > 0$ ,  $Inv\ str < 0$ ,  $Debt\ str = 0$ .

Рассмотрим уравнение регрессии для всех проверок по первой гипотезе:

$$Y = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7, X_8, X_9, X_{10}, X_{11}, X_{12}, X_{13}), \quad (23)$$

где  $Y$  - индикатор стоимости;

$f(X_1, X_2, \dots, X_{13})$  - функция от факторов уравнений.

В таблице 7 представлены уравнения регрессии и значения коэффициента детерминации для проверок первой гипотезы.

**Таблица 7 - Уравнения регрессии в рамках проверки первой гипотезы**

Номер проверки	Уравнение регрессии, полученное в ходе соответствующей проверки	R-квадрат, %
1	$Y = 0,6528 + 0,6432 \cdot X_2 + 0,8205 \cdot X_{10}$	48,64
2	$Y = 0,1148 \cdot X_2 + 2,1168 \cdot X_7 + 0,4339 \cdot X_{10}$	59,47
3	$Y = -0,0469 - 0,0145 \cdot X_2 + 0,6665 \cdot X_7 + 0,0308 \cdot X_{10}$	29,17
4	$Y = 1,1255 + 0,5219 \cdot X_2 + 6,2411 \cdot X_7$	30,94
5	$Y = 4,2578 \cdot X_7 + 0,7902 \cdot X_{10}$	60,52
6	$Y = -0,0222 \cdot X_2 + 1,4186 \cdot X_7$	74,95
7	$Y = 0,8070 + 0,5738 \cdot X_2 + 5,1790 \cdot X_7 + 0,6933 \cdot X_{10}$	38,07
8	$Y = 0,1115 \cdot X_2 + 3,7035 \cdot X_7 + 0,5397 \cdot X_{10}$	58,95
9	$Y = -0,0716 - 0,0117 \cdot X_2 + 1,4990 \cdot X_7 + 0,0231 \cdot X_{10}$	70,26
10	$Y = 0,6080 \cdot X_2 + 5,6653 \cdot X_7 + 0,6317 \cdot X_{10}$	56,49
11	$Y = 0,0728 \cdot X_2 + 3,9317 \cdot X_7 + 0,1936 \cdot X_{10}$	33,56
12	$Y = -0,0574 - 0,0329 \cdot X_2 + 0,7649 \cdot X_7$	34,52
13	$Y = 0,9943 + 0,5819 \cdot X_2 + 3,6010 \cdot X_7$	47,87
14	$Y = 1,2582 \cdot X_7 + 0,4911 \cdot X_{10}$	29,68
15	$Y = -0,2260 + 0,1302 \cdot X_2 + 0,8992 \cdot X_7 + 0,3149 \cdot X_{10}$	58,64
16	$Y = 0,3694 \cdot X_2 + 7,1567 \cdot X_{10}$	48,81
17	$Y = 0,0532 \cdot X_2 + 7,3835 \cdot X_7 + 1,4325 \cdot X_{10}$	31,73
18	$Y = -0,1578 - 0,0189 \cdot X_2 + 2,0804 \cdot X_7 + 0,2412 \cdot X_{10}$	34,52
19	$Y = 1,0671 + 0,4065 \cdot X_2 + 3,6330 \cdot X_7 + 0,5964 \cdot X_{10}$	32,15
20	$Y = 0,0592 \cdot X_2 + 2,1478 \cdot X_7 + 0,3140 \cdot X_{10}$	31,52
21	$-0,1112 + 1,3856 \cdot X_7 + 0,0285 \cdot X_{10}$	38,95

В данном исследовании в целях проведения эконометрического анализа используется специализированная программа «Гретл» [144].

В представленных проверках F-тест Снедекора ( $p < 0,01$ ) выполняется, что подтверждает значимость моделей. По тесту Фишера для всех проверок выполняется соотношение  $F_{\text{расч}} > F_{\text{крит}}$ , что свидетельствует о высоком качестве уравнений с вероятностью 99 %, по тесту Стьюдента все параметры уравнений также значимы при уровне вероятности от 95 до 99 %, а между факторами, оказавшимися в одном уравнении, корреляция неизменно отсутствует.

Статистические выкладки по каждой проверке в развернутом виде представлены в приложении Ж. На основе приведенных эконометрических проверок для построения матрицы Оптимальной Структуры Капитала выбираем следующие параметры: по одному из каждого блока (рисунок 8).



**Рисунок 8 - Расчет и содержание параметров, составивших основу матрицы  
Оптимальной Структуры Капитала**

В основе матрицы Оптимальной Структуры Капитала (ОСК) лежат постулаты, приведенные далее.

Матричная модель включает в себя 27 квадрантов, для каждого из которых характерны своя типовая стратегия, набор рекомендаций по улучшению занимаемой позиции в стратегическом аспекте.

Матрица имеет три оказывающих взаимное влияние параметра, которые необходимо рассчитать, учитывая отраслевую специфику.

Для реализации инвестиционных проектов требуется привлечь средства либо из собственных источников, либо со стороны. Однако слишком большая доля заемного финансирования ведет к снижению будущих дивидендных выплат, особенно если публичная компания не может поддерживать устойчивые темпы роста прибыли. Кроме того, увеличение заемного капитала повышает риски компании и в определенный момент они начинают снижать стоимость компании.

Низкий уровень выплаты дивидендов не оказывает негативного влияния на конкурентное положение публичной компании только в том случае, если инвестиции превышают средний уровень по сектору, т.е. параметр финансирования следует считать оптимальным исключительно при среднем уровне.

Для определения более и менее благоприятных позиций в матрице ОСК следует задать условные веса, представленные в таблице 8, которые характеризуют эффективность финансовой стратегии компании.

**Таблица 8 - Условные веса квадрантов матрицы в разрезе соотношения инвестиций и дивидендов**

<b>Параметр</b>	<b>Inv &lt; 0</b>	<b>Inv = 0</b>	<b>Inv &gt; 0</b>
Div < 0	-2	-0,5	0
Div = 0	-0,5	+1	+1,5
Div > 0	0	+1,5	+2

Финансирование на среднем уровне принимает условное обозначение «+1», а уровень ниже или выше среднего «-1».

Благоприятное положение может быть достигнуто в результате достижения определенного равновесия между параметрами матрицы, что характерно для разных квадрантов. Квадранты, в которых сумма условных весов по трем параметрам является величиной положительной, фиксируют благоприятное положение компании.

Оптимальное положение достигается только в квадранте 6, что означает наличие идеальной финансовой стратегии в представленных областях финансов.

Следует уточнить, что сумма инвестиционных вложений сформирована из инвестиционных платежей, представленных в отчете о движении денежных средств, за исключением неявных инвестиций, таких как выдача авансов, уплата процентов по кредитам, включаемым в стоимость инвестиционного актива.

Приведем пример расчета показателей матрицы для компании ПАО «Нижекамскнефтехим» за 2014 г.

$$\text{Div str} = \frac{\text{Дивиденды, выплаченные в 2014 г.}}{\text{Чистая прибыль за 2013 г.}} = \frac{1\,830,2 \text{ млн руб.}}{6\,089,1 \text{ млн руб.}} = 0,3006.$$

$$\text{Inv str} = \frac{9\,661,1}{62\,958,7} \cdot \frac{7\,893,7 + 420 + 21,7}{87\,191,6} = 0,0147.$$

$$\text{Debt str} = \frac{1\,547,4 + 4\,580,1}{67\,817,6 - 6\,307,3 - 99} = 0,0998.$$

Пример определения квадрантов за 2007-2014 гг. для нефтехимического и нефтегазового секторов представлен в приложении К.

Для обеспечения наглядности анализа трехмерную матрицу лучше всего разбить на три двухмерные матрицы, зафиксировав один параметр. Приведем пример построения матрицы за 2013 и 2014 гг. относительно уровня дивидендов для нефтехимического и нефтегазового секторов (рисунки 9-11).

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квадрант 1</u>	<u>Квадрант 2</u> ПАО «Нижекамск-нефтехим» (2013) ОАО «Татнефть» (2013)	<u>Квадрант 3</u> ОАО «Томскнефть ВНК» (2013, 2014)
Debt str 0	<u>Квадрант 4</u>	<u>Квадрант 5</u>	<u>Квадрант 6</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2014) ОАО «Метафракс» (2014) ОАО «Лукойл» (2013, 2014) ОАО «Башнефть» (2014) ОАО «Меллянефть» (2013)
Debt str >	<u>Квадрант 7</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2013) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2013) ОАО «Владимирский химический завод» (2013)	<u>Квадрант 8</u> ОАО «Транснефть» (2013, 2014) ОАО «Меллянефть» (2014)	<u>Квадрант 9</u> ОАО «Роснефть» (2014)

**Рисунок 9 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала:**

**дивиденды выше среднего уровня**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 10</u>	<u>Квadrant 11</u> ПАО «Нижекамскнефтехим» (2014) ОАО «Саратовский- НПЗ» (2014) ОАО «Сургутнефтегаз» (2013, 2014) ОАО «Екатеринбурггаз» (2013, 2014)	<u>Квadrant 12</u> ОАО «Метафракс» (2013) ОАО «Татнефть» (2014)
Debt str 0	<u>Квadrant 13</u> ОАО «Газпром» (2014)	<u>Квadrant 14</u> ОАО «КуйбышевАзот» (2013, 2014) ОАО «Газпром» (2013)	<u>Квadrant 15</u> ОАО «Саратовский- НПЗ» (2013) ОАО «Башнефть» (2013)
Debt str >	<u>Квadrant 16</u> ОАО «ВХЗ» (2014) ОАО «Пигмент» (2014)	<u>Квadrant 17</u> ОАО «Химпром» (2013, 2014)	<u>Квadrant 18</u> ОАО «Роснефть» (2013)

**Рисунок 10 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала:  
средний уровень дивидендов**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 19</u> ОАО «Варьеганнефтегаз» (2013) ОАО «Черногорнефть» (2013, 2014)	<u>Квadrant 20</u>	<u>Квadrant 21</u> ОАО «Дорогобуж» (2013) ОАО «Варьеганнефтегаз» (2014)
Debt str 0	<u>Квadrant 22</u> ОАО «Дорогобуж» (2014)	<u>Квadrant 23</u> ОАО «Славнефть- ЯНОС» (2013, 2014)	<u>Квadrant 24</u> ОАО «МХК «ЕвроХим» (2013, 2014)
Debt str >	<u>Квadrant 25</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2013, 2014) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2014) ОАО «Уралхимпласт» (2013, 2014) ОАО «Пигмент» (2013)	<u>Квadrant 26</u>	<u>Квadrant 27</u>

**Рисунок 11 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала:  
дивиденды ниже среднего уровня**

Построение матрицы для тех же компаний за 2007-2012 гг. представлено в приложении Л.

Совместное рассмотрение секторов желательно с методической точки зрения, так как позволяет охватить большее количество выборки для эконометрического подтверждения взаимосвязи. Такая оценка не противоречит сущности модели, поскольку матрица обладает значительной гибкостью.

Вариантов формирования данной матрицы может быть два: либо проведение эконометрического исследования и обозначение нормативных значений данных показателей матрицы, исходя из определенных соображений и теорий, с целью распределения компаний по квадрантам, либо сопоставление результатов компаний, попавших в одну выборку и являющихся конкурентами между собой, что и сделано выше. Надо признать, они не противоречат друг другу. В рамках данного исследования для формирования матрицы ОСК используется второй способ, который позволяет сопоставить результаты матрицы по компаниям исходя из оценки ее конкурентной позиции в рамках формирования финансовой стратегии. Для подтверждения правомерности применения матрицы проведен эконометрический анализ. Использование второго способа позволяет выделить для каждого периода соответствующий норматив, который в дальнейших исследованиях и может быть применен.

Рассмотрим формирование будущей финансовой стратегии по матрице ОСК для квадрантов 1 и 6. В приложении М представлены все типичные стратегии управления конкурентной позицией компании по модели Оптимальной Структуры Капитала.

У компании, которая оказалась в квадранте 1, имеются два направления развития: повышение инвестиционной активности-эффективности или повышение доли заемных средств в структуре капитала.

Первый вариант предполагает переход в квадрант 2, возможно, посредством временного сокращения дивидендных выплат, т.е. через квадрант 11. Через квадрант 11 можно попасть и в квадрант 12, а лишь затем перейти в квадрант 3 либо сразу перейти в квадрант 3 через квадрант 2. Последний этап - переход из

квадранта 3 в квадрант 6 - сопряжен с необходимостью увеличить долю заемного капитала в структуре финансирования.

Второй вариант следует использовать в том случае, если компании легче повысить долю заемных средств, чем наращивать инвестиции. Из квадранта 1 необходимо попасть в квадрант 4, далее постепенно повышать активность-эффективность инвестиций, пока не будет достигнуто оптимальное положение (квадрант 6).

Квадрант 6 представляет особый интерес, так как характеризует оптимальное положение в матрице. В этом случае компании следует принимать все возможные усилия для сохранения текущей позиции. Поскольку небольшое колебание значений параметров неизбежно в силу действия фактора неопределенности, постольку допускается временный переход в соседние квадранты с обязательным последующим возвращением в оптимальное положение в ближайшие годы. Допускается снижение значения одного из трех параметров: если будет снижена инвестиционная активность-эффективность, то произойдет переход в квадрант 5, если изменится доля заемного капитала, то компания попадет в квадрант 3 или 9, а временное снижение объема дивидендных выплат приведет компанию в квадрант 15.

Таким образом, матрица Оптимальной Структуры Капитала обладает следующими преимуществами:

- 1) гибкость. В целях стратегического управления имеется возможность выбрать необходимое количество компаний для проведения конкурентного анализа, задать приемлемые нормативные значения параметров;

- 2) универсальность. Как минимум в пяти рассмотренных секторах российской экономики применение матрицы Оптимальной Структуры Капитала позволяет существенно повысить эффективность финансовой стратегии. Более того, данный инструмент подходит для оценки финансовой стратегии разновеликих компаний, отличающихся по масштабу своей деятельности;

3) наглядность. Модель удобна для восприятия, может рассматриваться в двухмерном и трехмерном виде, генерирует 27 разнообразных финансовых стратегий;

4) совмещение качественной и количественной оценки. Положение в матрице дает более точный результат, чем расчет отдельных показателей;

5) учет отраслевой специфики. При помощи статистического анализа можно определить нормативные значения параметров матрицы, спрогнозировать их развитие в рамках конкретного сектора экономики.

Также следует отметить некоторые недостатки нашей модели, которые могут быть устранены при верном ее использовании:

1) субъективность выбора конкурирующих компаний, что допускает возможность недобросовестного манипулирования стратегическим положением в квадрантах данной матрицы. Это обратная сторона гибкости любого инструмента. Много зависит от верно сформулированной цели построения матрицы и грамотно налаженной работы аналитической системы. Мы рекомендуем использовать модель ОСК в пределах сектора с выборкой для анализа не менее 10 компаний и с глубиной анализа не менее 5 лет, а затем отдельно осуществлять построение конкурентной модели по основным конкурентам;

2) неполная точность прогнозирования средних значений параметров матрицы по сектору экономики. Дело в том, что этот недостаток сам по себе идентичен недостатку применения ретроспективного метода исследования: показатели будущего года в результате каких-то серьезных экономических сдвигов могут не соответствовать предыдущей динамике развития компании или всего сектора. Для устранения данного недостатка требуется развитая система прогнозирования, которая смогла бы смоделировать ожидаемое изменение параметров матрицы по всему сектору, т.е. требуется нормирование параметров с учетом перспектив развития сектора.

Далее приведем эконометрическое подтверждение правомерности матрицы, которая оценивает финансовую стратегию компании в области управления финансовой безопасностью. В целях обеспечения сопоставимости моделей используем тот же метод исследования, что был представлен в данном разделе.

### **2.3 Модель «Матрица Финансовой Безопасности»: сущность, специфика построения, эконометрическое подтверждение правомерности ее использования**

Финансовый анализ является неотъемлемой частью диагностики финансового состояния практически любой компании, немало исследований посвящено его проведению [107, с. 15]. Тем не менее не всегда в процессе финансового анализа делается акцент на его стратегическом применении, еще большей узостью обладает вопрос относительно влияния повышения уровня финансовой безопасности на изменение стоимости компании.

Ежедневное обеспечение финансовой прочности компании должно базироваться на оперативной стратегии, которая, в свою очередь, входит в генеральную финансовую стратегию и обуславливается ею. Еще И.А. Бланк одним из первых в отечественной литературе называл стратегию обеспечения финансовой безопасности в качестве одной из четырех доминантных сфер проявления финансовой стратегии [11, с. 16]. По мнению О.В. Андреевой, финансовая стратегия компании должна учитывать оценку влияния финансовых рисков на реализацию цели в долгосрочной перспективе [127].

Использование матричного подхода в качестве базы комплексной оценки стратегической конкурентной позиции компании в области финансов требует разработки соответствующего инструментария. Далее мы рассмотрим особенности разработанной нами матрицы, которая включает в себя типичные соотношения, подлежащие оценке в рамках проведения финансового анализа.

Стоит отметить, что оценка финансового состояния компании на практике не всегда осуществляется финансистами, что приводит к несколько однобокому изучению данного явления, в отрыве от ценностно-ориентированного управления. Один из ключевых вопросов, на которые следует дать ответ, - может ли эффективное использование системы показателей финансового состояния,

направленное на снижение риска, одновременно способствовать росту стоимости компании в долгосрочной перспективе?

Основное значение имеет оценка системы управления внутренними финансовыми рисками, если речь идет о формировании финансовой стратегии компании [121]. Объектом нашего анализа выступают: риски снижения ликвидности, потери платежеспособности, риски снижения финансовой устойчивости, риски снижения оборачиваемости (мобильности), риски снижения рентабельности [137].

Процесс разработки новой матрицы в области финансовой безопасности в нашем исследовании включает в себя следующие этапы:

- определение общего перечня факторов, оценивающих внутренние финансовые риски;
- проведение эконометрического анализа, на основе которого должны быть выявлены параметры, имеющие наибольшую связь с индикаторами стоимости;
- осуществление нормирования по каждому параметру, учет степени влияния параметров на изменение стоимости компании.

Процесс построения новой матрицы в области финансовой безопасности предполагает:

- расчет фактических значений по каждому параметру матрицы за длительный период времени (в нашем исследовании - за 8 лет);
- распределение наблюдений (компаний) по различным квадрантам матрицы, исходя из фактических значений параметров и их нормирования по зонам риска;
- оценка нынешнего стратегического положения;
- моделирование желаемой или оптимальной стратегии на последующие годы.

Уравнение регрессии для всех проверок по второй гипотезе принимает вид

$$Y = f (X_1, X_2 \dots X_{25}), \quad (24)$$

где  $Y$  - индикатор стоимости;

$f (X_1, X_2 \dots X_{25})$  - функция от факторов уравнений.

В представленных проверках F-тест Снедекора ( $p < 0,01$ ) выполняется, что подтверждает значимость моделей. По тесту Фишера для всех проверок выполняется соотношение  $F_{\text{расч}} > F_{\text{крит}}$ , что свидетельствует о высоком качестве уравнений с вероятностью 99 %, по тесту Стьюдента все параметры уравнений также значимы при уровне вероятности от 90 до 99 %, а между факторами, оказавшимися в одном уравнении, корреляция неизменно отсутствует.

В таблице 9 представлены уравнения регрессии и значения коэффициента детерминации для всех проверок второй гипотезы. Статистические выкладки по каждой проверке в развернутом виде представлены в приложении Н.

**Таблица 9 - Уравнения регрессии в рамках проверки второй гипотезы**

Номер проверки	Уравнение регрессии	R-квадрат, %
1	$Y = 1,5481 + 0,4544 \cdot X_4 - 4,7746 \cdot X_{15}$	28,43
2	$Y = 2,0624 \cdot X_{15} + 2,5837 \cdot X_{22}$	60,04
3	$Y = -0,0740 - 0,0065 \cdot X_{10} - 0,1477 \cdot X_{15} + 0,9747 \cdot X_{22}$	69,81
4	$Y = -0,0885 \cdot X_8 + 0,1393 \cdot X_{10} + 5,7252 \cdot X_{22}$	69,09
5	$Y = -0,0225 \cdot X_8 + 0,0669 \cdot X_{10} + 2,4703 \cdot X_{22}$	78,39
6	$Y = -0,1101 - 0,0080 \cdot X_8 - 0,0198 \cdot X_{10} + 2,4324 \cdot X_{22}$	46,68
7	$Y = -0,1116 \cdot X_8 + 0,2005 \cdot X_{10} + 5,8757 \cdot X_{15}$	51,41
8	$Y = 0,0662 \cdot X_{10} + 1,4450 \cdot X_{15} + 1,8965 \cdot X_{22}$	72,69
9	$Y = -0,0829 - 0,0064 \cdot X_8 - 0,0158 \cdot X_{10} + 1,6755 \cdot X_{22}$	42,55
10	$Y = 1,6006 - 0,2153 \cdot X_8 + 5,2049 \cdot X_{15}$	32,99
11	$Y = 0,0407 \cdot X_{10} + 2,9842 \cdot X_{15} + 2,8517 \cdot X_{22}$	51,93
12	$Y = -0,1309 - 0,0065 \cdot X_{10} - 0,1994 \cdot X_{15} + 1,0713 \cdot X_{22}$	77,25
13	$Y = 0,2291 \cdot X_{10} + 3,4478 \cdot X_{22}$	47,27
14	$Y = 0,0600 \cdot X_{10} + 0,7729 \cdot X_{15}$	52,75
15	$Y = -0,1488 + 0,0240 \cdot X_{10} - 0,4887 \cdot X_{15} + 2,3109 \cdot X_{22}$	38,62
16	$Y = 1,9101 \cdot X_4 + 10,79 \cdot X_{22}$	70,73
17	$Y = 1,9371 \cdot X_{15} + 3,3434 \cdot X_{22}$	32,25
18	$Y = -0,0356 \cdot X_{10} + 1,7587 \cdot X_{22}$	50,26
19	$Y = 0,1804 \cdot X_{10} + 3,4879 \cdot X_{15} + 2,8566 \cdot X_{22}$	36,56
20	$Y = 0,0533 \cdot X_{10} + 1,0898 \cdot X_{15} + 2,1958 \cdot X_{22}$	54,01
21	$Y = -0,1337 + 1,5652 \cdot X_{22}$	33,22

Степень влияния каждого фактора на изменение результирующих показателей, т.е. индикаторов стоимости, задается в соответствии с полученными коэффициентами из уравнений регрессии. Кроме того, следует увеличивать вес факторов в уравнениях, которые представлены большим объемом выборки -

пропорционально ее изменению. Коэффициент перед фактором по выборке из 128 наблюдений весит в 2 раза больше, чем коэффициент по выборке из 64 наблюдений.

Таким образом, суммарное наличие связи в каждой из первых шести проверок оценивается в 10 баллов, в седьмой, восьмой и девятой проверках равняется 20 баллам. Итого максимум 120 баллов по первым девяти проверкам, которые связаны с нефтехимическим и нефтегазовым секторами.

В каждом уравнении представленные баллы распределяют по модулю пропорционально весам коэффициентов (отличие направления связи не влияет на сам факт ее наличия), за исключением константы, которая не может являться параметром матрицы. Например, по первой проверке сумма коэффициентов по модулю 5,299. Коэффициент перед  $X_4$  - 0,4544. Общее число баллов, соответствующее уравнению, составляет 10. Далее следует рассчитать, какая часть из 10 баллов приходится на каждый коэффициент уравнения. Например, для  $X_4$  - это  $\frac{0,4544}{5,299} \cdot 10 = 0,9$  балла. Остальные расчеты баллов представлены в таблице 10.

**Таблица 10 - Оценка важности наиболее значимых факторов посредством эконометрического моделирования по первым девяти проверкам**

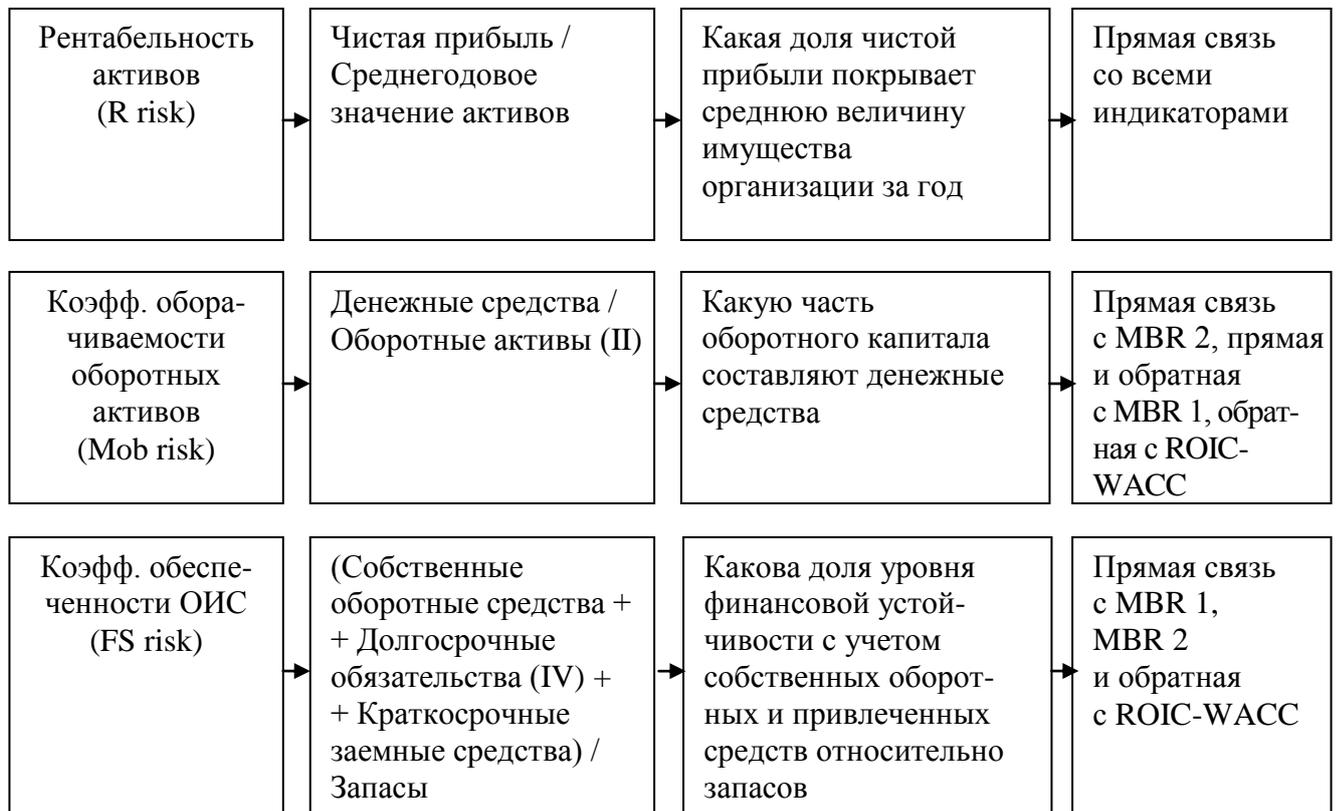
Показатели	Важность фактора, баллов
X4: A4 / П4	$0,9 + 0 = 0,9$
X8: Коэфф. обеспеченности (СОС)	$0,1 + 0,1 + 0,1 + 0,4 + 0,1 = 0,8$
X10: Коэфф. обеспеченности ОИС	$0,1 + 0,3 + 0,3 + 0,1 + 0,6 + 0,4 + 0,2 = 2$
X15: Коэфф. оборачиваемости оборотных активов	$9,1 + 4,4 + 1,3 + 19 + 8,5 = 42,3$
X22: Рентабельность активов	$5,6 + 8,6 + 9,6 + 9,6 + 9,8 + 11,1 + 19,7 = 74$

Факторы X15 и X22 оказывают наибольшее влияние на изменение индикаторов стоимости по рассмотренным статистическим проверкам. Кроме того, корреляция между этими факторами отсутствует, что положительно влияет на качество матричной модели.

Выделяется и переменная X10, которая присутствует в 7 уравнениях регрессии из 9, не имеет четко выраженной корреляции с факторами X15 и X22. А

факторы X4, X8 проявляют сильную корреляцию между собой и с остальными факторами. Вес фактора X10 значительно меньше, чем у X15 и X22, что следует учитывать при формировании квадрантов матрицы. Необходимо построить именно трехмерную матрицу, в основе которой и будут лежать факторы X10, X15, X22.

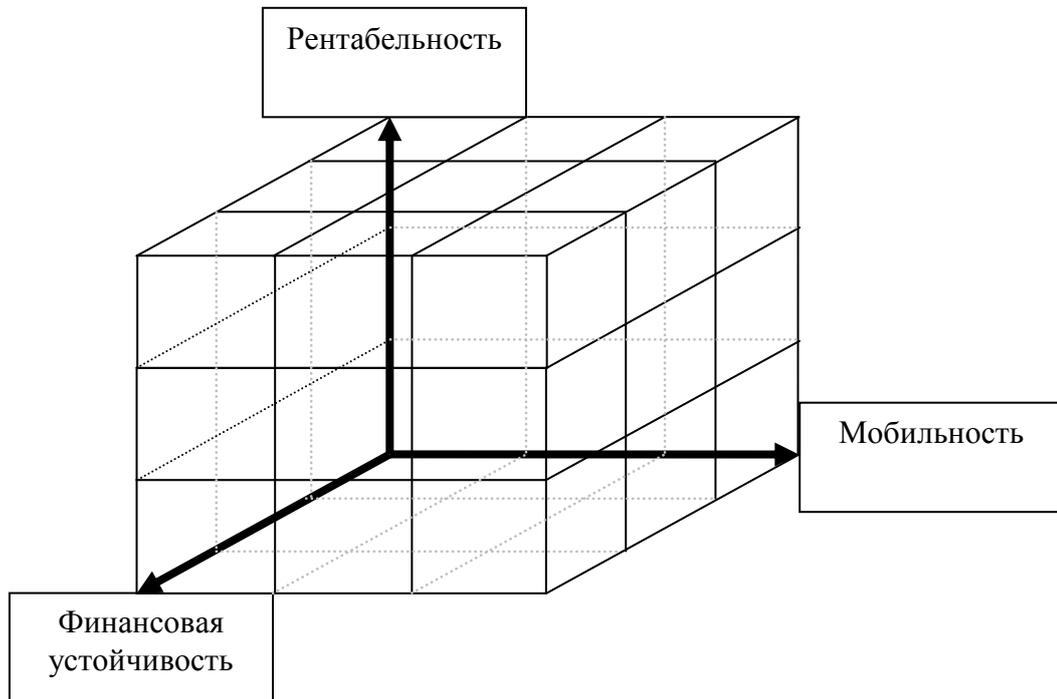
В итоге выбраны три параметра, которые легли в основу матрицы Финансовой Безопасности (рисунок 12). В качестве модели формирования финансовой стратегии в области финансовой безопасности следует применять матрицу, раскрывающую стратегические соотношения в области управления рентабельностью, оборачиваемостью, финансовой устойчивостью (рисунок 13).



**Рисунок 12 - Расчет и содержание параметров матрицы Финансовой Безопасности**

Нумерацию квадрантов следует производить последовательно слева направо: квадранту 1 соответствует положение, где R risk > 0, Mob risk оптимален, FS risk в катастрофической зоне. В квадрантах с 1 по 9 - это R risk > 0, в квадрантах с 10 по 18 - R risk = 0, в квадрантах с 19 по 27 - R risk < 0. Например,

квадрант 4 - позиция, где  $R_{risk} > 0$ ,  $Mob_{risk}$  оптимален,  $FS_{risk}$  в критической зоне.



**Рисунок 13 - Матрица Финансовой Безопасности**

В таблицах 11-13 приведены варианты моделирования выборки.

**Таблица 11 - Нормирование трех зон риска по показателю X10  
относительно MBR 1, MBR 2**

Моделирование выборки по X10	Связь с MBR 1, %	Связь с MBR 2, %	Вывод
Значения в интервале [0;2]	-4,58	31,13	Для обоих показателей видно, что оптимальное положение достигается в интервале от 0,5 до 2 и от 4 до 10 Катастрофическое положение в интервале от 2 до 4 Критическое положение при нахождении в интервале от 0 до 0,5
Значения в интервале [0,5;2]	10,28	39,04	
Значения в интервале [2;4]	-14,92	-7,28	
Значения в интервале [4;10]	10,18	28,57	

**Таблица 12 - Нормирование трех зон риска по показателю X10  
относительно спреда доходности**

Моделирование выборки по X10	Связь с EVA, %	Вывод
Значения в интервале [0;2]	6,68	Оптимальное положение достигается в интервале от 0,5 до 2 Катастрофическое положение в интервале от 2 до 10 Критическое положение при нахождении в интервале от 0 до 0,5
Значения в интервале [0,5;2]	13,54	
Значения в интервале [2;4]	-11,22	
Значения в интервале [4;10]	-25,57	

**Таблица 13 - Нормирование трех зон риска по показателю X15  
относительно MBR 1, MBR 2**

Моделирование выборки по X15 Диапазон составляет от 0 до 0,5	Связь с MBR 1, %	Связь с MBR 2, %	Вывод
Значения в промежутке [0;0,1]	-0,12	5,48	Оптимальное положение достигается в диапазоне от 0 до 0,03 Катастрофическое положение при значении > 0,05 Критическое положение при нахождении в диапазоне от 0,03 до 0,05
Значения в промежутке [0;0,05]	7,35	-0,43	
Значения в промежутке [0;0,04]	6,48	9,84	
Значения в промежутке [0;0,03]	33,50	25,36	
Значения в промежутке [0;0,02]	65,86	38,22	
Значения в промежутке [0,1;0,5]	-8,74	-13,81	
Значения в промежутке [0,2;0,5]	-12,44	-15,09	

Происходит выявление тенденций по изменению связи параметров со стоимостью публичной компании в зависимости от размера выборки [66].

Моделирование включает в себя такие действия, как: удаление лишних наблюдений по определенным критериям (например, больше единицы или меньше единицы); поиск интервалов, в которых связь со стоимостью компании для параметра оказывается максимальной. Все дополнительные проверки осуществляются по выборке от 30 наблюдений и выше. Анализ тесноты связи проводится по парным коэффициентам корреляции, на которых базируется шкала Чеддока [24].

Фактор X10 имеет положительную связь с MBR 1,2 при всех проверках гипотезы и отрицательную связь с EVA. С показателями MBR 1, MBR 2 связь максимальна в диапазоне от 0,5 до 2. Сравнение с промежутком от 0 до 2 явно показывает, что значения от 0 до 0,5 несколько ухудшают результат, что видно и по другим проведенным проверкам. Отрицательная связь со спредом доходности

достигается в диапазоне выше 2, т.е. при значении  $X_{10}$  выше 2 стоимость разрушается.

Поскольку необходимо придти к общему знаменателю, целесообразным является принятие в качестве оптимального диапазона значения от 0,5 до 2. Значения от 2 до 4 отрицательны для всех трех индикаторов стоимости, а выше 4 оптимальны для двух и нежелательны для одного индикатора, что позволяет считать их критическими значениями, а не катастрофическими. Значение от 0 до 0,5 является критическим.

Показатель  $X_{15}$  в разных проверках имеет разную связь с индикаторами стоимости. При значениях фактора  $X_{15} > 0,1$  связь со стоимостью компании отрицательная. Существенно связь с индикаторами стоимости вырастает при значениях ниже 0,03. Значения ниже 0,05 и выше 0,03 критические. Значения выше 0,05 являются катастрофическими, т.е. нежелательными. Получается, что, чем выше значение данного показателя, тем больше разрушается стоимость компании.

В итоге приняты следующие нормативные значения для параметров матрицы ФБ (таблица 14). Используется зональный метод оценки рисков, соответствующий трехмерности модели.

**Таблица 14 - Нормирование трех зон риска по параметрам матрицы**

Параметр	Оптимальная зона	Критическая зона	Катастрофическая зона
Рентабельность активов (R risk)	Выше среднего уровня по сектору	Средний уровень по сектору	Ниже среднего уровня по сектору
Коэфф. оборачиваемости оборотных активов (Mob risk)	[0;0,03)	[0,03;0,05]	(0,05;0,5]
Коэфф. обеспеченности ОИС (FS risk)	(0,5;2]	[0;0,5] и [4;10]	(2;4)

Фактор  $X_{22}$  имеет положительную связь с MBR1, MBR 2, с EVA при всех проверках гипотезы. В этих условиях нет смысла проводить моделирование, так как очевидна прямая связь фактора  $X_{22}$  со стоимостью исходя из полученных уравнений регрессии. При определении одной из трех зон риска по данному

параметру следует производить расчет внутри выборки средних значений по параметрам матрицы, значений выше среднего, значений ниже среднего с разбиением выборки на три равные части, как в матрице ОСК.

В основе матрицы Финансовой Безопасности (ФБ) лежат постулаты, приведенные далее.

Матричная модель включает в себя 27 квадрантов, для каждого из которых характерна своя типовая стратегия, набор рекомендаций по улучшению занимаемой позиции в стратегическом аспекте.

Матрица имеет три параметра, оказывающих взаимное влияние друг на друга, которые необходимо рассчитать, учитывая нормативные значения или отраслевую специфику (только по показателю рентабельности).

Благоприятное положение может быть достигнуто, когда два любых параметра матрицы располагаются в оптимальной зоне.

Важность факторов влияет на присвоение условных весов квадрантам матрицы. Наибольшую связь по итогам 9 проверок с индикаторами стоимости имеет параметр R risk. Чуть меньшую связь демонстрирует параметр Mob risk. В связи с этим сделано допущение, что влияние параметров на эффективность формирования финансовой стратегии в оптимальной зоне является идентичным, но в зоне критического риска небольшой приоритет отдается показателю рентабельности (таблица 15).

**Таблица 15 - Характеристика конкурентной позиции в разрезе соотношения рентабельности и оборачиваемости**

Показатель	Mob risk в [0;0,03)	Mob risk в [0,03;0,05]	Mob risk в (0,05;0,5]
R risk < 0	0	-1	-2
R risk = 0	+1,5	+0,5	-0,5
R risk > 0	+2	+1	0

Фактор FS risk имеет меньшую сумму коэффициентов регрессии, его пропорциональный учет в матрице приведет к незначительному влиянию параметра на результаты ввиду малых значений. Исходя из ранее приведенного моделирования нормативных значений, можно заметить, что связь параметра с

индикаторами стоимости повышается в определенных условиях. Для оптимальной зоны риска параметр FS risk принимаем равным «+0,5», для критической зоны риска равным «0», для катастрофической зоны риска равным «-0,5».

Приведем пример расчета показателей матрицы для компании ПАО «Нижнекамскнефтехим» за 2014 г.

$$R \text{ risk} = \frac{67\,817,6 - 56\,921,7 + 3\,529 + 4\,580,1}{12\,807,8} = 1,4839.$$

$$\text{Mob risk} = \frac{6\,909,5}{30\,269,9} = 0,2283.$$

$$\text{FS risk} = \frac{9\,269,1}{(87\,191,6 + 80\,875,4) \cdot 0,5} = 0,1103.$$

Далее построим матрицу Финансовой Безопасности по рассматриваемым компаниям за 2007-2014 гг. Для обеспечения наглядности анализа трехмерную матрицу лучше всего разбить на три двухмерные матрицы, зафиксировав один параметр. Приведем пример построения матрицы за 2013 и 2014 гг. относительно уровня рентабельности для нефтехимического и нефтегазового секторов (рисунки 14 - 16).

	Mob risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 1</u> ОАО «Томкснефть ВНК» (2013, 2014)	<u>Квadrant 2</u>	<u>Квadrant 3</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2014) ОАО «Башнефть» (2013)
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 4</u> ОАО «Дорогобуж» (2013) ОАО «ЕвроХим» (2013, 2014) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2014)	<u>Квadrant 5</u> ОАО «Метафракс» (2013) ОАО «Лукойл» (2013) ОАО «Сургут-нефтегаз» (2013, 2014)	<u>Квadrant 6</u> ОАО «Метафракс» (2014) ОАО «Лукойл» (2014) ОАО «Татнефть» (2013, 2014)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 7</u>	<u>Квadrant 8</u>	<u>Квadrant 9</u> ОАО «Башнефть» (2014)

**Рисунок 14 - Матрица Финансовой Безопасности при уровне рентабельности выше среднего**

	Моб risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Моб risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Моб risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 10</u> ОАО «КуйбышевАзот» (2014) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2013)	<u>Квadrant 11</u> ОАО «Куйбышев-Азот» (2013)	<u>Квadrant 12</u> ОАО «Екатеринбурггаз» (2013)
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 13</u> ОАО «Варьеган-нефтегаз» (2014) ОАО «Меллянефть» (2013)	<u>Квadrant 14</u> ОАО «Роснефть» (2014)	<u>Квadrant 15</u> ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2014) ОАО «Газпром» (2013) ОАО «Екатеринбурггаз» (2014) ОАО «Меллянефть» (2014)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 16</u> ОАО «Владимирский химический завод» (2013)	<u>Квadrant 17</u>	<u>Квadrant 18</u> ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2013, 2014) ОАО «Казаньоргсинтез» (2013) ОАО «Пигмент» (2014) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2013)

**Рисунок 15 - Матрица Финансовой Безопасности при среднем уровне рентабельности**

	Моб risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Моб risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Моб risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 19</u> ОАО «Химпром» (2013)	<u>Квadrant 20</u>	<u>Квadrant 21</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2013)
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 22</u> ОАО «Варьеган-нефтегаз» (2013) ОАО «Черногорнефть» (2013, 2014)	<u>Квadrant 23</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2014) ОАО «Роснефть» (2013)	<u>Квadrant 24</u> ОАО «Дорогобуж» (2014) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2014) ОАО «Газпром» (2014) ОАО «Транснефть» (2013, 2014)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 25</u> ОАО «Химпром» (2014) ОАО «Владимирский химический завод» (2014) ОАО «Уралхимпласт» (2013, 2014) ОАО «Пигмент» (2013)	<u>Квadrant 26</u>	<u>Квadrant 27</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2013)

**Рисунок 16 - Матрица Финансовой Безопасности при уровне рентабельности ниже среднего**

Пример определения квадрантов матрицы представлен в приложении П. В приложении Р приводится матрица Финансовой Безопасности при совместном рассмотрении нефтехимического и нефтегазового секторов.

Рассмотрим формирование будущей финансовой стратегии по матрице ФБ для квадранта 1. В приложении С представлены остальные типичные стратегии управления конкурентной позицией компании по модели Финансовой Безопасности.

У компании имеется одно направление развития - снижение финансовой устойчивости. Ее можно уменьшить за счет увеличения запасов, при помощи наращивания объема кредиторской задолженности, а также снижая объем краткосрочной дебиторской задолженности или размер денежных средств. Уменьшение объема денежных средств приведет к еще более оптимальному положению компании по показателю оборачиваемости. Однако данный показатель уже находится в оптимальном диапазоне и существует вероятность того, что он не подлежит дальнейшему изменению.

Снижение объема дебиторской задолженности и увеличение объема кредиторской - процесс взаимосвязанный. Увеличение кредиторской задолженности может быть сопряжено с ростом риска ее погашения и не оказывает прямого влияния на другие два параметра матрицы. Хотя чрезмерный рост задолженности способен снизить чистую прибыль, а значит, и рентабельность, что предполагает резкий переход из квадранта 1 в квадрант 16, а затем в оптимальное положение (квадрант 7). Уменьшение дебиторской задолженности может ухудшить показатель оборачиваемости, в результате чего компания перейдет в квадрант 5. Далее из квадранта 5 допустим переход в квадрант 8, а затем и в квадрант 7, хотя это несколько ухудшает текущее положение на несколько лет.

Увеличение объема запасов снижает оборачиваемость оборотных средств, что улучшает положение компании. В зависимости от доступности данного варианта действий возможен переход в квадрант 7 напрямую или транзитом через квадрант 4. Однако увеличение запасов может снизить чистую прибыль, что

повлияет на уровень рентабельности, в результате чего компания рискует оказаться в квадранте 13 или 16, причем переход в квадрант 7 из квадранта 16 будет затруднен.

Преимущества и недостатки модели Финансовой Безопасности во многом совпадают с характеристиками матрицы Оптимальной Структуры Капитала. Выявленный недостаток - сложность точного прогнозирования средних значений параметров матрицы на будущий период - в матрице Финансовой Безопасности характерен лишь для одного параметра. Два других нормируются и строго фиксируются при моделировании в пределах сектора.

Наглядная характеристика разработанных нами матриц по уже обозначенным ранее критериям сравнения (разд. 1.3) представлена в приложении Т.

Обе модели имеют явную стратегическую направленность, высокую степень связи между параметрами матрицы и индикаторами стоимости компании, что обуславливается проведенными эконометрическими исследованиями. Высокая степень разнообразия генерируемых положений компании в трехмерной матрице с 27 квадрантами не вызывает сомнений. Степень внутренней управляемости финансовой устойчивости, мобильности, рентабельности несколько выше, чем управляемость инвестиций, дивидендов и структуры капитала. Разница в сложности проведения расчетов по матрицам определяется наличием внутри интегрального показателя по инвестициям (рентабельность инвестированного капитала), а также необходимостью сопоставления всех параметров модели с конкурентами.

В целом, обе модели достаточно удобны в применении. Степень субъективизма невысока, расчет параметров стандартизирован, однако есть некоторые субъективные черты в процессе нормирования параметров, о чем было уже сказано ранее. Модели носят универсальный характер и охватывают обширные области финансов, вследствие чего специализация у них невысокая, но имеет определенную глубину. Обе модели не учитывают стадии жизненного цикла компании, хотя в них предполагается следование тенденциям своего сектора экономики (учитывается жизненный цикл всего сектора экономики).

Делается допущение, что эффективное управление финансовой стратегией зависит от грамотного моделирования ее позиций в матрице и на любой стадии жизненного цикла компания будет эффективна или неэффективна в зависимости от предлагаемых способов управления и их реализации. Отраслевая специфика учитывается в модели Финансовой Безопасности в меньшей степени, чем в матрице Оптимальной Структуры Капитала.

В следующем разделе будет дано подтверждение предложенной системы распределения по квадрантам в ходе реализации комплексной оценки, которая предполагает ранжирование компаний на базе ценностно-ориентированного подхода. Решение третьей гипотезы подразумевает построение не только разработанных нами матриц, но и использование моделей Ж. Франсона и И. Романса, Е.Н. Лобановой.

#### **2.4 Применение комплексной оценки конкурентной позиции компании, основанной на построении матричных моделей финансовых стратегий**

Недостаточная проработанность положений современной теории управления финансами применительно к особенностям формирования финансовой стратегии ведет к необходимости изучения данного вопроса с позиции проблематики самого процесса формирования финансовой стратегии. В условиях комплексного использования матричных финансовых моделей возможно либо одновременное смягчение проблем по этапам разработки финансовой стратегии, либо же их частичная компенсация.

Для реализации комплексной оценки сначала приведем соответствующие особенности построения моделей Ж. Франсона и И. Романса, ВШФМ (в нашем варианте модификации), разработанные нами модели Оптимальной Структуры

Капитала и Финансовой Безопасности. На рисунке 17 представлены результаты построения модели за 2013 и 2014 гг. для рассматриваемой выборки.

	РФД << 0	РФД примерно 0	РФД >> 0
РХД >> 0	<p><u>Квadrant 1</u>            ПАО            «Нижекамскнефтехим»            (2013)            ОАО «Казаньоргсинтез»            (2013, 2014)            ОАО «Дорогобуж» (2013)            ОАО «КуйбышевАзот»            (2013)            ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»            (2013)            ОАО «Химпром» (2014)            ОАО «Владимирский            химический завод» (2013)            ОАО «Уралхимпласт» (2013,            2014)            ОАО «Пигмент» (2013)            ОАО «Славнефть-ЯНОС»            (2014)            ОАО «Метафракс (2014)            ОАО «Саратовский-НПЗ»            (2013, 2014)            ОАО «Лукойл» (2013, 2014)            ОАО «Татнефть» (2014)            ОАО «Роснефть» (2013)            ОАО «Башнефть» (2014)            ОАО «Екатеринбурггаз»            (2014)            ОАО «Меллянефть (2014)            ОАО «Томскнефть ВНК            (2013, 2014)</p>	<p><u>Квadrant 4</u>            ПАО «Нижекамск-            нефтехим» (2014)            ОАО «Владимирский            химический завод»            (2014)            ОАО «Славнефть-            ЯНОС» (2013)            ОАО «Метафракс            (2013)            ОАО «Газпром»            (2013)            ОАО «Татнефть»            (2013)            ОАО «Роснефть»            (2014)            ОАО «Транснефть»            (2013)            ОАО «Варьеган-            нефтегаз» (2013)            ОАО            «Сургутнефтегаз»            (2013, 2014)            ОАО «Башнефть»            (2013)            ОАО «Екатеринбург-            газ» (2013)</p>	<p><u>Квadrant 8</u>            ОАО            ОАО «Газпром            нефтехим            Салават» (2013,            2014)            ОАО «Дорогобуж»            (2014)            ОАО            «КуйбышевАзот»            (2014)            ОАО «ОХК            «УРАЛХИМ»            (2014)            ОАО «Химпром»            (2013)            ОАО «МХК            «ЕвроХим» (2013)            ОАО «Пигмент»            (2014)            ОАО «Газпром»            (2014)            ОАО            «Транснефть»            (2014)            ОАО «Варьеган-            нефтегаз» (2014)</p>
РХД примерно 0	<p><u>Квadrant 7</u></p>	<p><u>Квadrant 2</u>            ОАО «Меллянефть            (2013)</p>	<p><u>Квadrant 5</u></p>
РХД << 0	<p><u>Квadrant 9</u></p>	<p><u>Квadrant 6</u></p>	<p><u>Квadrant 3</u>            ОАО «МХК            «ЕвроХим» (2014)            ОАО            «Черногорнефть»            (2013, 2014)</p>

Рисунок 17 - Результаты матрицы Ж. Франсона и И. Романса за 2013, 2014 гг.

В матрице Ж. Франсона и И. Романса оптимальная позиция соответствует квадранту 8. Положение в квадрантах 4 и 5 также можно считать благоприятным. Средняя эффективность финансовой стратегии достигается в квадрантах 1, 2 и 3. Положение в квадранте 6 или 7 представляется неблагоприятным для компании, а попадание в квадрант 9 означает наличие самой неблагоприятной конкурентной позиции в стратегическом аспекте.

Результаты построения матрицы Ж. Франсона и И. Романса по заявленной выборке за 2007-2012 гг. представлены в приложении У.

Детальный расчет элементов ВШФМ содержится в приложениях Ф, Х и соответствует современным представлениям о корпоративных финансах относительно расчета показателя EVA. Устойчивый темп роста описывается в гл. 1, как и сама методика. Построенная модифицированная матрица по заявленной выборке за 2007-2012 гг. представлена в приложении Ц.

Теперь построим матрицу Высшей школы финансов и менеджмента, исходя из предложенных особенностей ее построения. На рисунке 18 приведены результаты построения модели ВШФМ за 2013 и 2014 гг. для той же самой выборки, по которой производится комплексная оценка.

Таким образом, оптимальное положение по матрице ВШФМ достигается, когда экономическая добавленная стоимость принимает значение выше нуля, и чем она больше, тем выше конкурентная позиция компании согласно данному стратегическому инструменту в области финансов.

Для матрицы Оптимальной Структуры Капитала характерна следующая качественная оценка квадрантов:

- оптимальное положение достигается в квадранте 6;
- квадранты 5, 14 и 15 характеризуются высокой конкурентной позицией;
- благоприятным считается положение в квадрантах 2, 3, 4, 8, 9, 12, 13, 18, 23, 24;
- среднее положение характерно для квадрантов 11 и 17;
- неблагоприятное положение наблюдается в квадрантах 1, 7, 10, 16, 19, 20, 21, 22, 25, 26, 27.

	Гпр < SGR (излишек денег)	Гпр > SGR (дефицит денег)
EVA > 0	ОАО «Казаньоргсинтез» (2014) ОАО «Владимирский химический завод» (2013) ОАО «Саратовский НПЗ» (2013, 2014) ОАО «Метафракс» (2014) ОАО «Лукойл» (2013, 2014) ОАО «Сургутнефтегаз» (2013, 2014) ОАО «Башнефть» (2013, 2014) ОАО «Меллянефть» (2013) ОАО «Томскнефть ВНК» (2013, 2014)	ОАО «Екатеринбурггаз» (2013) ОАО «Меллянефть» (2014)
EVA < 0	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2013) ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2013, 2014) ОАО «Казаньоргсинтез» (2013) ОАО «Дорогобуж» (2013, 2014) ОАО «КуйбышевАзот» (2013) ОАО «Химпром» (2013) ОАО «Владимирский химический завод» (2014) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2013, 2014) ОАО «Уралхимпласт» (2013) ОАО «Пигмент» (2013) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2013) ОАО «Метафракс» (2013) ОАО «Газпром» (2014) ОАО «Татнефть» (2013, 2014) ОАО «Транснефть» (2013, 2014) ОАО «Варьенганнефтегаз» (2013, 2014)	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2014) ОАО «КуйбышевАзот» (2014) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2013, 2014) ОАО «Химпром» (2014) ОАО «Уралхимпласт» (2014) ОАО «Пигмент» (2014) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2014) ОАО «Газпром» (2013) ОАО «Роснефть» (2013, 2014) ОАО «Екатеринбурггаз» (2014) ОАО «Черногорнефть» (2013, 2014)

**Рисунок 18 - Результаты матрицы финансовых стратегий (по ВШФМ) за 2013, 2014 гг. для нефтехимического и нефтегазового секторов отечественной экономики**

Для матрицы Финансовой Безопасности характерна следующая качественная оценка квадрантов:

- оптимального положения возможно достичь лишь в квадранте 7;
- квадранты 1, 4, 8, 13, 16 характеризуются высокой конкурентной позицией;
- благоприятным считается положение в квадрантах 2, 5, 9, 10, 14, 17, 25;
- среднее положение характерно для квадрантов 6, 11, 18, 22;

- неблагоприятное положение наблюдается в квадрантах 3, 12, 15, 19, 20, 21, 23, 24, 26, 27.

На основе построенных четырех матриц необходимо задать фиктивные переменные. Благоприятному положению компании при отдельном рассмотрении каждой матрицы присваивается значение «1», среднему положению соответствует «0,5» неблагоприятному «0» баллов (таблица 16).

**Таблица 16 - Пример качественной сравнительной характеристики матричных моделей на основе полученных результатов**

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ПАО «Нижнекамск- нефтехим»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2009	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2011	Благоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Благоприятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2013	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблагоприятное
	2014	Среднее	Среднее	Благоприятное	Неблагоприятное

Полный список качественных значений фиктивных переменных представлен в приложении III.

Проверка третьей гипотезы включает в себя следующий алгоритм. Осуществляется ранжирование результирующего признака: по первой проверке относительно MBR 1, по второй проверке относительно MBR 2, по третьей проверке относительно спреда доходности по всем наблюдениям. В целях удобства интерпретации результатов наибольшему значению спреда доходности или MBR 1, MBR 2 присваивается наибольший ранг, например 208 и 128,

соответственно. Чем выше номинальное значение ранга, тем выше стоимость компании и, следовательно, крепче ее конкурентные позиции.

Производится качественная оценка положения компании в соответствующем году на основе учета всех четырех стратегических финансовых моделей. Вводятся фиктивные переменные, на основе которых осуществляется как сравнение их влияния на результирующий признак, проранжированный ранее, что является частью подтверждения гипотезы, так и последующая интеграция результатов матриц.

В процессе присвоения рангов в рамках комплексной оценки конкурентной позиции компании по трем матрицам (кроме модели ВШФМ) необходимо задать условный вес «0,5» для среднего положения компании. Все параметры комплексной оценки подлежат ранжированию от 208 до 1 (для спреда доходности), где 208 - оптимальная позиция по итогам анализа сразу четырех моделей финансовых стратегий.

В итоге самая лучшая позиция, согласно комплексной оценке, достигается при равенстве всех четырех фиктивных переменных единице. Вторая группа - в сумме 3,5 балла. Третья группа - в сумме 3 балла. Четвертая группа - в сумме 2,5 балла. Пятая группа - в сумме 2 балла. Шестая группа - в сумме 1,5 балла. Седьмая группа - в сумме 1 балл. Восьмая группа - в сумме 0,5 балла. Девятая группа - в сумме 0 баллов.

Внутри групп происходит более детальное ранжирование по уровню конкурентной позиции следующим образом.

Для первых трех матриц происходит идентификация положения по заданным весам квадрантов (представленным выше) - за оптимальное положение присваивается 1 балл, за высокую конкурентную позицию в моделях ОСК и ФБ добавляется 0,5 балла, за наихудшее положение в матрице Ж. Франсона и И. Романса вычитается 1 балл. Данные надбавки действуют внутри группы; в случае равенства значений по итогам комплексной оценки и с учетом внутригрупповых надбавок происходит ранжирование выборки по спреду доходности.

Детальное ранжирование внутри основных групп в процессе интегральной оценки необходимо для более точной идентификации особенностей моделей, подтверждения значимости представленного разделения на квадранты. Также данная методика учитывает специфику моделей. Наихудшее положение принимается в расчет лишь в матрице Ж. Франсона и И. Романса ввиду наличия слишком большого числа компаний со средним уровнем конкурентоспособности и вследствие некоторой функциональной ограниченности двухмерной модели.

Осуществляется сравнение рангов интегральной оценки и показателей стоимости; определяется взаимосвязь между ними.

В представленных проверках F-тест Снедекора ( $p < 0,01$ ) выполняется, что подтверждает значимость моделей. По тесту Фишера для всех проверок выполняется соотношение  $F_{\text{расч}} > F_{\text{крит}}$ , что свидетельствует о высоком качестве уравнений с вероятностью 99 %, по тесту Стьюдента все параметры уравнений также значимы с вероятностью 99 %, а между факторами, оказавшимися в одном уравнении, корреляция неизменно отсутствует.

Статистические выкладки по каждой проверке в развернутом виде представлены в приложении Щ. В таблице 17 отражены уравнения регрессии и значения коэффициента детерминации для всех проверок третьей гипотезы.

**Таблица 17 - Уравнения регрессии в рамках проверки третьей гипотезы**

Номер проверки	Уравнение регрессии	R-квадрат, %
1	$Y = 25,0368 \cdot Z1 + 49,2288 \cdot Z3 + 22,4264 \cdot Z4$	72,18
2	$Y = 26,1729 \cdot Z1 + 47,5202 \cdot Z3 + 29,2764 \cdot Z4$	78,56
3	$Y = 71,3444 \cdot Z1 + 52,0879 \cdot Z2 + 44,1036 \cdot Z3$	79,24
4	$Y = 0,7928 \cdot Z$	62,85
5	$Y = 0,8498 \cdot Z$	72,22
6	$0,9399 \cdot Z$	88,34

Следует уточнить, что  $Z1, Z2, Z3, Z4$  - фиктивные переменные, которым присваивается значение «1», если положение компании благоприятное, и «0», если оно неблагоприятно, соответственно, в матрицах Оптимальной Структуры Капитала, Финансовой Безопасности, Ж. Франсона и И. Романса, Высшей

школы финансов и менеджмента;  $Z$  - это комплексная оценка конкурентной позиции по моделям финансовых стратегий.

Коэффициент Спирмена показывает, как отличается сумма квадратов разностей между рангами от случая отсутствия связи [41, с. 199]:

$$K \text{ Спирмена} = 1 - 6 \cdot \frac{\sum_{i=1}^N d_i^2}{N^3 - N}, \quad (25)$$

где  $K$  - коэффициент Спирмена;

$N$  - объем выборки;

$\sum_{i=1}^N d_i^2$  - разность значений рангов для  $i$ -й пары.

В процессе оценки по коэффициенту Спирмена необходимо [41, с. 199]:

- вычислить сам коэффициент;
- проверить значимость коэффициента корреляции (не носит ли он случайный характер).

Коэффициент Спирмена наиболее высокую связь проявляет при сравнении комплексной оценки со средом доходности и минимальную - с MBR 1.

$$K \text{ Спирмена по MBR 1} = 1 - 6 \cdot \frac{293\,146}{128^3 - 128} = 16,12 \, \%$$

$$K \text{ Спирмена по MBR 2} = 1 - 6 \cdot \frac{212\,434}{128^3 - 128} = 39,22 \, \%$$

$$K \text{ Спирмена по EVA} = 1 - 6 \cdot \frac{363\,242}{208^3 - 208} = 75,78 \, \%$$

С вероятностью в 99 % коэффициент значим для MBR 2 ( $K$  критическое составляет менее 0,234) и EVA ( $K$  критическое составляет менее 0,210), с вероятностью в 90 % для MBR 1 ( $K$  критическое менее 0,151), т.е. существует достоверная корреляционная связь между комплексной оценкой и представленными показателям стоимости: критическое значение двусторонней критической области монотонно убывает и находится ниже расчетного значения.

Коэффициент Кендалла представляет собой разность доли пар объектов, у которых совпадает порядок по обоим признакам (по отношению к числу всех пар). Его можно рассчитать по формуле [41, с. 210]:

$$K \text{ Кендалла} = 2 \cdot \frac{S}{N \cdot (N - 1)}, \quad (26)$$

где  $K$  - коэффициент Кендалла;

$N$  - объем выборки;

$S$  - сумма всех совпадений минус сумма всех инверсий.

Происходит сортировка результирующего признака от 208 к 1 с соответствующим рангом интегральной оценки. Затем каждому значению зависимой переменной выставляется «плюс» за каждый ранг, соответствующий тенденции изменения рангов результирующего признака, и «минус» за каждый ранг, отличающийся от тенденции, в данном исследовании тенденцией является убывание от больших весов к меньшим весам [41].

$$K \text{ Кендалла по MBR 1} = \frac{2 \cdot 884}{128 \cdot (128 - 1)} = 10,88 \%, \text{ что эквивалентно наличию}$$

совпадений у 55,44 % пар порядка рангов.

$$K \text{ Кендалла по MBR 2} = \frac{2 \cdot 2020}{128 \cdot (128 - 1)} = 24,85 \%, \text{ что эквивалентно наличию}$$

совпадений у 62,42 % пар порядка рангов.

$$K \text{ Кендалла по EVA} = \frac{2 \cdot 12550}{208 \cdot (208 - 1)} = 58,30 \%, \text{ что эквивалентно наличию}$$

совпадений у 79,15 % пар порядка рангов.

Расчетное значение показателя находится по формуле (для  $N > 10$ ) [41, с. 213]

$$\zeta = \frac{K \text{ Кендалла}}{\sqrt{\frac{2 \cdot (2 \cdot N + 5)}{9 \cdot N \cdot (N - 1)}}}, \quad (27)$$

$$\zeta \text{ по MBR 1} = \frac{0,1088}{\sqrt{\frac{2 \cdot (2 \cdot 128 + 5)}{9 \cdot 128 \cdot (128 - 1)}}} = 1,8224.$$

По таблице  $\zeta$ -распределения [24, с. 431] находим  $p = 0,0376$ . Следовательно, с вероятностью в 95 % существует значимая, выше нуля, связь между комплексной оценкой по матричным моделям финансовых стратегий и MBR 1.

$$\zeta \text{ по MBR 2} = \frac{0,2485}{\sqrt{\frac{2 \cdot (2 \cdot 128 + 5)}{9 \cdot 128 \cdot (128 - 1)}}} = 4,1625.$$

Следовательно, с вероятностью в 99 % (для  $\zeta = 4$  расчетное значение вероятности  $p = 0,00003$  и далее монотонно убывает) существует значимая, выше нуля, связь между комплексной оценкой по матричным моделям финансовых стратегий и MBR 2.

$$\zeta \text{ по EVA} = \frac{0,5830}{\sqrt{\frac{2 \cdot (2 \cdot 208 + 5)}{9 \cdot 208 \cdot (208 - 1)}}} = 12,51.$$

Следовательно, с вероятностью в 99 % (для  $\zeta = 4$  расчетное значение вероятности  $p = 0,00003$  и далее монотонно убывает) существует значимая, выше нуля, связь между комплексной оценкой по матричным моделям финансовых стратегий и спрэдом доходности.

Таким образом, проводя комплексный анализ и моделируя свою будущую позицию, компания должна стремиться занять как можно более высокие позиции во всех представленных моделях. Чем благоприятнее положение будет достигнуто в общем виде, тем выше будет конкурентоспособность компании и тем, в свою очередь, эффективней удастся разработать финансовую стратегию, способную обеспечить повышение стоимости в долгосрочной перспективе.

Обобщая информацию, представленную в гл. 2 диссертационного исследования, сделаем акцент на следующих итогах:

1. Первые две гипотезы о возможности использования матриц Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности для формирования ценностно-ориентированной финансовой стратегии получили свое подтверждение. Посредством проведения эконометрического анализа нефтехимического,

нефтегазового, металлургического, энергетического, машиностроительного секторов российской экономики, который включает в себя в сумме 65 компаний за 8 лет, выявлена существенная связь между принятыми параметрами матриц и индикаторами стоимости российских публичных компаний.

2. Выявлена положительная связь между индикаторами стоимости и показателями эффективности финансовой стратегии в области инвестиций, дивидендов, рентабельности. Предложены нормативные значения для двух показателей эффективности стратегии финансовой безопасности в результате моделирования выборки, что обусловлено более сложным характером связи параметров мобильности и финансовой устойчивости со стоимостью компании.

3. Разработанные нами модели имеют 27 возможных вариантов управления финансовой стратегией. Обоснование выбранного способа распределения по квадрантам в матрицах также подтверждено эмпирически в ходе проведения комплексной оценки, в основе которой лежит ранговый метод.

4. Комплексная оценка финансовой стратегии включает в себя построение нескольких матричных моделей. В данном исследовании использовались матрицы Оптимальной Структуры Капитала, Финансовой Безопасности, а также уже существующие модели Ж. Франсона и И. Романса, ВШФМ Е.Н. Лобановой.

5. Связь между самими моделями находится на низком уровне, следовательно, они не являются взаимозаменяемыми и должны применяться вместе, предоставляя объективную интегральную оценку. Связь с комплексной оценкой у показателей стоимости выше, чем с каждой из моделей по отдельности, что означает подтверждение третьей гипотезы исследования.

6. Результаты разработки двух новых матриц, а также обоснование использования комплексной оценки в качестве ключевого этапа формирования финансовой стратегии позволяют рассматривать управление финансовой стратегией как неотъемлемую часть корпоративных финансов.

### **3 ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ И ПРАКТИЧЕСКАЯ ИНТЕРПРЕТАЦИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ, МОДЕЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТРАТЕГИИ НА ОСНОВЕ МАТРИЧНОГО ПОДХОДА**

#### **3.1 Анализ использования матричных инструментов в контексте управления финансами организации**

Достоверность трех выдвинутых гипотез была подтверждена эмпирически. В рамках рассмотрения первой и второй гипотез выявлена связь с показателями стоимости компании сразу у нескольких факторов, которые и легли в основу разработанных нами моделей. Рассмотрим особенности статистической связи между параметрами предлагаемых матриц и индикаторами стоимости по 5 секторам российской экономики.

Наилучшую связь с MBR 1 демонстрируют параметры матрицы Оптимальной Структуры Капитала (ОСК) по металлургическому сектору ( $R^2 = 56,49$ ). Наблюдается положительная связь трех факторов уравнения, степень влияния финансового левериджа почти такая же, как в нефтехимическом секторе. Значение  $R^2 = 32,15$  для общей выборки по 368 наблюдениям превышает лишь значение  $R^2$  в уравнении по нефтегазовому сектору.

Снижение общей связи по 5 секторам объясняется тем, что не во всех секторах отечественной экономики наблюдается корреляция сразу с 3 параметрами матрицы у всех показателей стоимости. Использование трех показателей стоимости позволяет делать более взвешенные выводы.

По нефтехимическому сектору наблюдается отсутствие связи у MBR 1 с показателем Inv str, определяющим стратегию в области инвестиций. В то же

время показатель MBR 2 наибольшим образом определяется именно фактором *Inv str*. Такая же ситуация наблюдается по машиностроительному сектору.

Можно выявить связь между нефтегазовым и энергетическим секторами. Показатель MBR 1 не коррелирует с дивидендным выходом по этим двум кластерам российской экономики. Связь с показателем MBR 2 у дивидендного выхода появляется, после чего перестает оказывать влияние на результирующий признак уже финансовый левэридж (*Debt str*).

По показателю MBR 2 наибольшую связь демонстрируют уравнения, построенные на основе нефтехимического и нефтегазового секторов экономики (почти 60 % составляет  $R^2$ ). Одновременное рассмотрение этих двух кластеров приводит к тому, что показатели MBR 1 и MBR 2 отлично коррелируют со всеми 3 параметрами матрицы ОСК. Нечто подобное, с несколько меньшей связью, характерно для совместного рассмотрения пяти секторов. И лишь металлургический сектор при отдельном статистическом анализе выявляет связь всех факторов регрессии с индикаторами MBR 1 и MBR 2. Наблюдается положительная связь всех параметров матрицы с MBR 1 и MBR 2, что подтверждает вывод о наличии прямой связи между этими факторами и ростом стоимости компании.

Ситуация меняется для финансового левэриджа при рассмотрении его связи с показателем ROIC-WACC. Спрэд доходности имеет небольшую, но отрицательную связь с финансовым левэрижем во всех секторах экономики, кроме энергетического. В общее уравнение (по 520 наблюдениям) финансовый левэридж не попал из-за наличия прямой высокой связи финансового левэриджа со спрэдом доходности в энергетическом секторе и отрицательной связью со спрэдом по остальным кластерам.

Спрэд доходности по металлургическому и нефтегазовому секторам не связан с дивидендным выходом. Обобщая представленный выше анализ статистической взаимосвязи параметров с индикаторами стоимости, следует отметить, что отсутствие связи параметра матрицы с одним из индикаторов стоимости не отменяет наличия подобной связи с остальными двумя

результатирующими признаками. А значит, влияние параметров подтверждено. Допускается некоторое изменение весов указанных параметров при распределении по квадрантам матрицы в пределах выбранного сектора в зависимости от того, какие факторы суммарно оказывают большее влияние.

Матрица Финансовой Безопасности включает в себя 3 основных параметра. Тем не менее есть отдельные сектора, по которым возможна замена одного из параметров матрицы на еще два рассчитанных фактора финансовой безопасности, проявляющих определенную связь с индикаторами стоимости. Например, по нефтегазовому сектору отсутствует умеренная связь между показателем Mob risk (оборачиваемость оборотных активов) и индикаторами стоимости. Заменить Mob risk на X8 не представляется возможным, поскольку оба показателя оценивают финансовую устойчивость, т.е. находятся в одном блоке. В таком случае матрица может принимать двухмерный вид.

Следующим исключением выступает машиностроительный сектор, для которого допустимо использование вместо FS risk параметра X4 (показатель ликвидности). Для остальных секторов характерно наличие явной ценностно-ориентированной связи с принятыми параметрами модели ФБ.

Общие уравнения по выборке (размером 368 наблюдений по показателям MBR и 520 наблюдений по EVA) демонстрируют умеренную и сильную связь факторов с результирующими признаками. Влияние рентабельности активов велико и положительно. Мобильность оборотных активов в результате моделирования показала свою обратную связь с ростом стоимости компании в комплексной оценке по трем показателям. А коэффициент финансовой устойчивости должен быть не выше 2 либо выше 4, чтобы избежать негативного варианта влияния на стоимость компании.

Обобщая результаты, можно заметить, что в 11 уравнениях регрессии по матрице ОСК наблюдается умеренная связь, в 8 уравнениях сильная и в 2 очень сильная между факторами и результирующими признаками. Для матрицы ФБ умеренная связь встречается в 6 уравнениях, сильная - в 9, очень сильная - в 6.

Таким образом, у модели ФБ связь немного выше с показателями стоимости, чем у матрицы ОСК.

Изначально поиск параметров матрицы осуществлялся по итогам анализа нефтехимического и нефтегазового секторов отечественной экономики. Далее было сделано предположение, что остальные секторы экономики также будут проявлять связь с параметрами матриц ОСК и ФБ. Данное предположение полностью подтвердилось при расчете соответствующих параметров по металлургическому, энергетическому и машиностроительному секторам.

В результате исследования первых двух секторов экономики была также выявлена дополнительная информация, связанная с анализом всех факторов эмпирического анализа, включая те, которые не вошли в матрицу Оптимальной Структуры Капитала. Приведем некоторые из них, представляющие, на наш взгляд, определенный интерес в контексте стратегического управления финансами:

1. Дивиденды по привилегированным и обыкновенным акциям воспринимаются рынком как эквивалентные. Отдельно были рассмотрены показатели нормы дивидендных выплат по обыкновенным акциям и по акциям всех типов. Связь между стоимостью компании и общей выплатой дивидендов по акциям относительно чистой прибыли прошлого периода оказалась немного выше, чем при учете дивидендных выплат исключительно по обыкновенным акциям.

2. Рынок оценивает стоимость публичной компании, исходя из предыдущего периода, если речь идет о стратегии в области дивидендов. Вероятно, причиной является распространенная практика единоразовых годовых выплат дивидендов из прибыли прошлого года, характерная для российского рынка. Даже при ежеквартальной выплате дивидендов рынок оценивает компанию по совокупности уплаченных дивидендов за год к чистой прибыли прошлого периода, в долгосрочном периоде приводя стоимость компании в сопоставимый вид с ее конкурентами, выплачивающими дивиденды раз в год.

3. Размеры инвестиций не проявляют существенного влияния на создание ценности публичной компании, но зато рентабельность инвестированного капитала оказывает существенное влияние на прирост стоимости. Более того, при достижении некоторого уровня рентабельности начинает проявляться и усиливаться воздействие размера инвестиций на стоимость компании. Объясняется это тем, что увеличение размера инвестиций под больший процент ожидаемой отдачи неизбежно ведет к росту прибыли компании в ускоренном темпе. Кроме того, реализация инвестиционных проектов обычно имеет четкую стратегическую направленность.

4. Необходима корректировка финансовый левеиджа в части заемного капитала, под которым следует понимать долгосрочные и краткосрочные заемные средства. Традиционно к ним относятся банковские кредиты и облигационные займы. Результаты исследования подтверждают, что подобная оценка имеет большую корреляцию со стоимостью компании, чем балансовая, включающая в себя оценочные и налоговые отложенные обязательства, кредиторскую задолженность и другие неявные процентные обязательства.

Теперь попробуем найти объяснение наличия связи у представленных параметров матриц ОСК и ФБ в рамках современной научной парадигмы финансового управления.

Ф. Модильяни и М. Миллер указывали, что наращивание заемного капитала снижает средневзвешенную стоимость капитала, но чрезмерный рост доли заемных источников финансирования ведет к удорожанию стоимости капитала, что негативно сказывается и на фундаментальной стоимости компании [14]. Таким образом, высокое значение доли заемных средств также неблагоприятно для компании, как и полный отказ от них [13; 14]. Представленная закономерность подтверждается статистически, в результате чего благоприятным значением финансового левеиджа в матрице ОСК следует считать средний уровень заемного капитала относительно выборки.

Рентабельность инвестированного капитала выступает в качестве ключевого элемента индикатора EVA [18]. Д.Л. Волков подчеркивает, что размер

инвестиций может благоприятно воздействовать на рост стоимости публичной компании [18]. Теоретическое объединение этих подходов создало предпосылки для предложения интегрального показателя инвестиционной стратегии компании. Наличие тесной связи с тремя индикаторами стоимости у данного показателя подтверждает правомерность его применения.

Сигнальный эффект дивидендной стратегии как минимум с 2007 г. оказывает существенное влияние на ценность российских компаний. Присуща отечественному рынку и частичная информационная эффективность [13; 14].

Обращаясь к особенностям интерпретации параметров матрицы ФБ в контексте существования и развития финансовой науки, лучше всего указать их традиционные нормативные значения, которые и в настоящее время являются основой использования данных показателей. По фактору финансовой устойчивости обычно верно следующее суждение: чем он выше, тем лучше [44].

Однако результат проведенного эконометрического моделирования свидетельствует о том, что значение параметра FS risk должно быть выше нуля, но лишь в промежутке от 0,5 до 2, что существенно повышает стоимость публичной компании. Значения от 2 до 4 разрушают стоимость компании, являясь столь же неблагоприятными, как и отрицательные значения. Возможно, это связано с тем, что промышленные предприятия должны иметь достаточный уровень запасов сырья, продукции. И минимизация запасов приводит к тому, что компании вынуждены нести дополнительные издержки по транспортировке сырья от поставщиков, по доведению готовой продукции до потребителя, появляются сложности с увеличением объема продаж, возможны срывы контрактов, что негативно сказывается на репутации компании и уменьшает ее прибыль. Представленный анализ не противоречит принятой парадигме, но уточняет его необходимые значения. Параметр финансовой устойчивости должен лежать в выявленных в результате моделирования промежутках, что одновременно создает стоимость и укрепляет финансовую безопасность компании.

Рентабельность активов традиционно, как и любая другая рентабельность, имеет положительную связь с прибылью, а значит, в долгосрочной перспективе и

со стоимостью компании [31, с. 275]. Следовательно, максимизация рентабельности является обязательным условием в рамках реализации ценностно-ориентированного подхода к управлению финансами.

Интересным с точки зрения корпоративных финансов представляется тот факт, что именно рентабельность активов демонстрирует наибольшую связь по секторам российской экономики с ростом стоимости самих компаний. Традиционно используемая рентабельность продаж имеет меньшую связь и меньшее влияние на создание ценности компании, чем рентабельность активов, учитывающая отношение прибыли к имуществу компании. Приведенные выше эмпирические проверки указывают на это.

Эмпирические данные исследования подтверждают необходимость использования современных моделей по управлению денежными средствами. Чрезмерное значение денежных средств замораживает часть капитала, который должен был пойти на инвестиционную деятельность компании. Кроме того, отвлеченные из оборота денежные средства не приносят дохода, а значит, снижают и потенциальную прибыль. Этим объясняется отрицательное влияние на стоимость компании показателя мобильности. Рассматривая значения оборачиваемости оборотных активов по 5 секторам, можно заметить, что редко данный фактор принимает значения меньше 0,01 (1 %), в результате чего рекомендацией по повышению эффективности стратегии является не отказ от денежных средств, а их оптимизация, тем более, что краткосрочные финансовые вложения не входят в состав показателя в рамках приведенного исследования.

Таким образом, можно рекомендовать значения показателя оборачиваемости в размере не более 3 %. В традиционном финансовом анализе рекомендуется достижение значения данного параметра около 0,1, но по сумме денежных средств и краткосрочных финансовых вложений. Следовательно, результаты исследования эмпирически подтверждают ранее выявленные положения, правда, уточняя их для российского рынка и принятого коэффициента оборачиваемости.

В рамках анализа третьей гипотезы доказано, что комплексная оценка финансовой стратегии относительно конкурентов, проведенная на основе четырех моделей финансовых стратегий, имеет большую связь, а следовательно, в большей степени влияет на стоимость компании, чем оценка и формирование финансовой стратегии по одному из рассмотренных инструментов. По всем матрицам может быть одновременно достигнуто оптимальное значение: четыре компании из двадцати шести в нефтехимическом и нефтегазовом секторах достигали в определенный период оптимального положения по всем четырем моделям: ОАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Башнефть».

Соответствие компании рекомендациям матричных моделей ведет к укреплению конкурентоспособности в стратегическом аспекте, что выражается в росте ее фундаментальной стоимости. Коэффициент детерминации ( $R^2$ ) имеет в 5 проверках из 6 по комплексной оценке связь выше 0,7, т.е. очень сильную. Еще в одной проверке связь просто сильная и выше 0,6.

Следует рассмотреть влияние каждой матрицы по отдельности на индикаторы стоимости при проведении качественной оценки. Переменная, соответствующая рангу Финансовой Безопасности, оказалась незначима, в результате чего ее пришлось убрать из уравнения. Однако в случае достижения благоприятного положения по этой матрице ранг по спрэду доходности поднимается сразу на 52 позиции (комплексная оценка проведена на основе первых двух секторов с выборкой максимум в 208 наблюдений). Вместе с тем чрезмерная корреляция матрицы ВШФМ со спрэдом доходности, которая и сама базируется на данном индикаторе стоимости, сделала целесообразным исключение данной переменной. В итоге спред доходности в комплексной оценке коррелирует с данными первых трех матриц. По показателям MBR наибольшую связь выявила матрица Ж. Франсона и И. Романса, если судить по коэффициентам регрессии. Впрочем, это объясняется и тем, что очень мало компаний имеют благоприятное положение по данной модели, которая в основном тяготеет в модифицированном виде к усреднению результата. При

проверке наличия связи спреда доходности с первыми тремя матрицами благоприятное положение по матрице Оптимальной Структуры Капитала оказывает наибольшее воздействие на увеличение ранга показателя стоимости.

Подтверждение третьей гипотезы автоматически означает адекватность предложенной нами модификации модели Ж. Франсона и И. Романса. Изучение отчетностей по российским стандартам и имеющиеся рыночные показатели обуславливают принятый способ расчета.

Представленные модели охватывают не полный перечень областей финансов, которые подлежат изучению с позиции ценностно-ориентированного подхода. Также следует проверить и иные взаимосвязи, которые могут соединять финансовую стратегию с прочими функциональными стратегиями в рамках единой корпоративной стратегии публичной компании.

В качестве основного направления дальнейших исследований можно отметить перевод в матричный вид других функциональных стратегий или же переориентацию существующих матричных моделей в область финансового управления, например, перевод параметров матрицы БКГ [37, с. 97] и матрицы И. Ансоффа [37, с. 156] в их финансовые аналоги на базе ценностно-ориентированного подхода. В случае с матрицей И. Ансоффа следует проанализировать влияние соотношения инвестиционной и инновационной стратегий компании на ее стоимость.

Также предметом будущих исследований может являться детализация представленного алгоритма с обеспечением четкой взаимосвязи стратегических, тактических и оперативных целей. Для этого потребуется применение системы матричных карт, в основе которых будут лежать два тактических параметра. В идеале необходимо осуществить взаимосвязь комплексной оценки финансовой стратегии по предложенному нами алгоритму и системы КРІ [17], которая должна быть переведена в матричный вид - множество взаимосвязанных простых матричных карт, образующих единую систему оценки оперативной и тактической эффективности финансового управления.

Вариации дальнейших исследований способны улучшить качество проводимой оценки на микро- и макроуровне в уже существующих матричных моделях, а также сформировать их новые разновидности. Логическим продолжением анализа результатов исследования является оценка эффективности стратегии в той или иной области финансов на уровне сопоставления секторов отечественной экономики, представленная далее.

### **3.2 Сравнительный анализ финансовой стратегии публичных компаний по секторам российской экономики**

Использование обширной эмпирической базы в диссертационном исследовании вместе с универсальностью предложенных моделей предоставляет уникальную возможность проведения соответствующего анализа отечественного рынка с получением сведений, которые характеризуют состояние финансовой стратегии публичных компаний в нефтехимическом, нефтегазовом, металлургическом, энергетическом, машиностроительном секторах и могут выступать в качестве фундамента для проведения новых исследований.

На рисунках 19 и 20 представлена информация о финансовой стратегии отечественных компаний в области дивидендов. Наибольшее число компаний, выплачивающих дивиденды, располагается в нефтегазовом и нефтехимическом секторах.

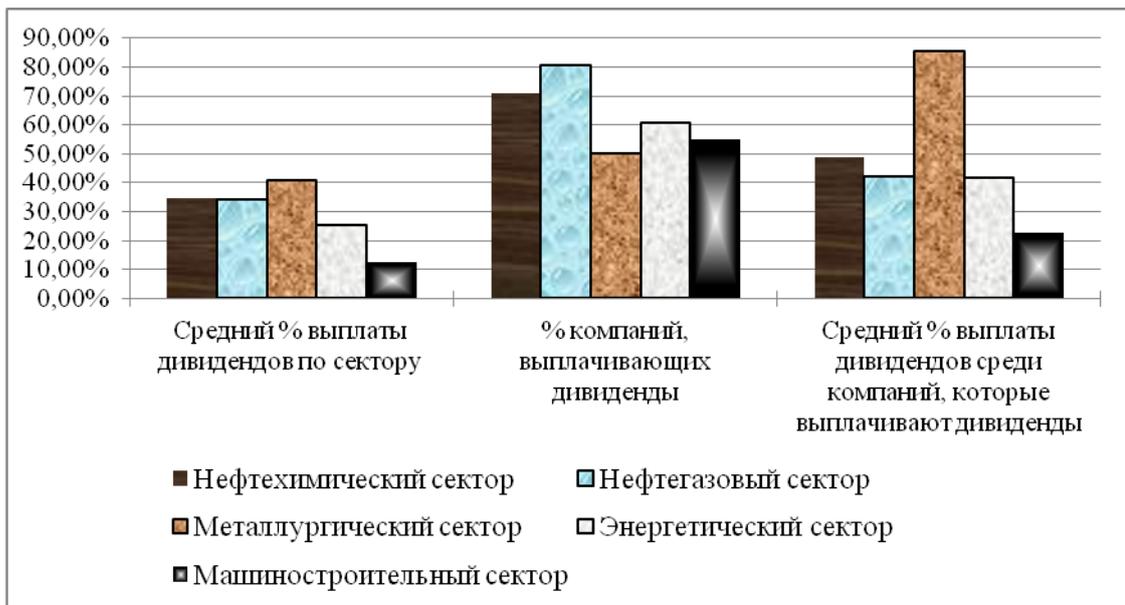


Рисунок 19 - Дивидендная стратегия по секторам, 2007-2014 гг.

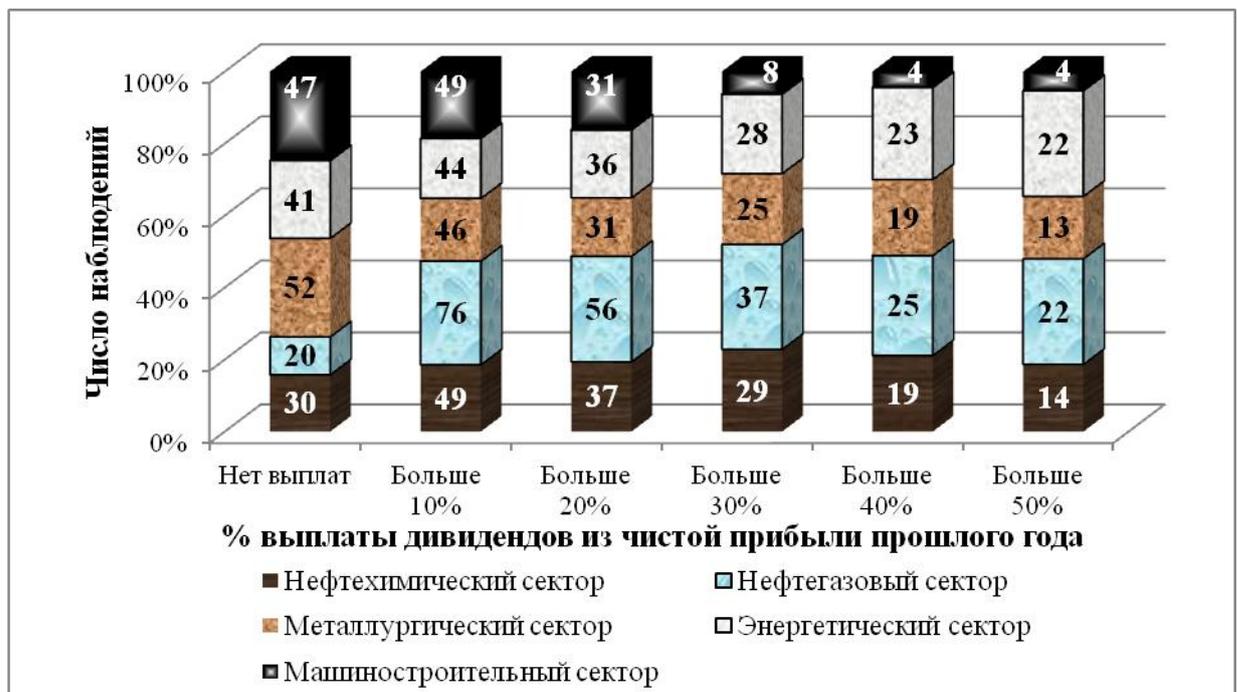


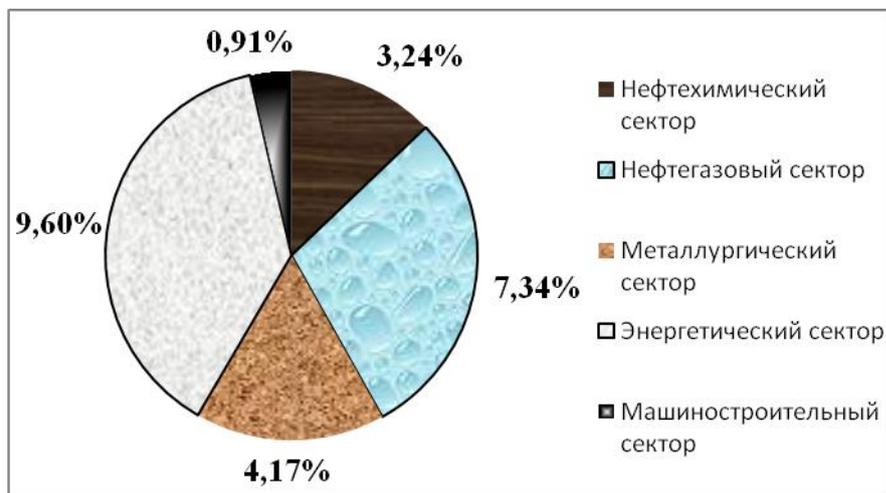
Рисунок 20 - Структура дивидендных выплат по секторам, 2007-2014 гг.

Пятьдесят два случая выплаты дивидендов в металлургическом секторе из 104 позволяют говорить о наличии 50 % компаний, выплачивающих дивиденды, хотя несомненно, что данное значение будет выше, если ставить целью поиск разовых выплат дивидендов за восьмилетний период. В связи с этим нельзя утверждать, что регулярные выплаты осуществлялись в течение 8 лет в 50 %

случаев. Рассмотрение именно 104 наблюдений позволяет оценить среднее состояние сектора: реже или чаще, но именно в 50 % случаев в металлургическом секторе выплачиваются дивиденды, что при сделанном допущении эквивалентно выплатам дивидендов каждой второй компанией. Подобный подход предполагается транслировать и на остальные секторы.

Металлургический сектор характеризуется нерегулярностью дивидендных выплат, поскольку дивиденды подлежат уплате не каждый год. Анализируя выплату дивидендов по конкретным компаниям металлургического сектора, можно заметить, что ряд компаний выплачивали дивиденды всего несколько раз за 8 лет. Выплаты в нефтехимическом и нефтегазовом секторах производятся ежегодно. Худшее положение по данному параметру демонстрирует машиностроительный сектор.

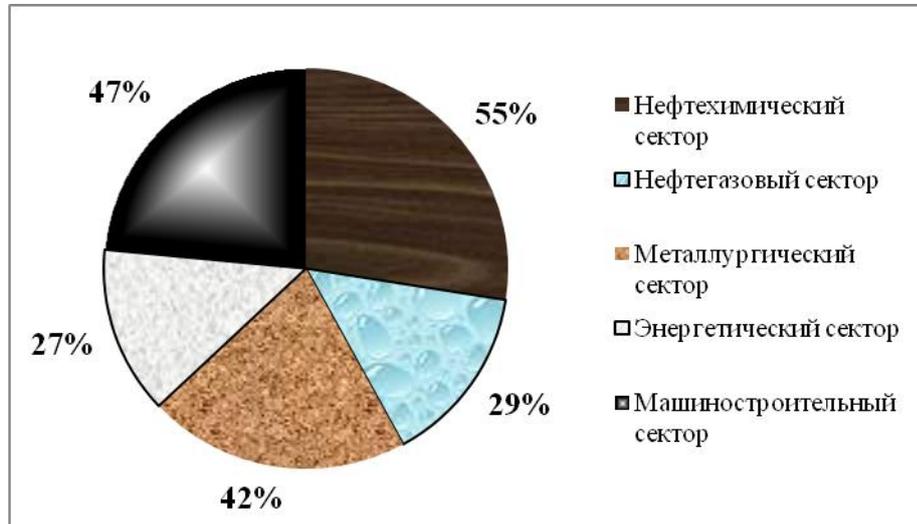
Интегральный показатель инвестиционной эффективности-активности максимального значения достигает в энергетическом секторе (рисунок 21). Неплохие позиции демонстрирует нефтегазовый сектор. Машиностроительный сектор имеет значение параметра менее 1 %.



**Рисунок 21 - Стратегия в области управления инвестициями по секторам, 2007-2014 гг.**

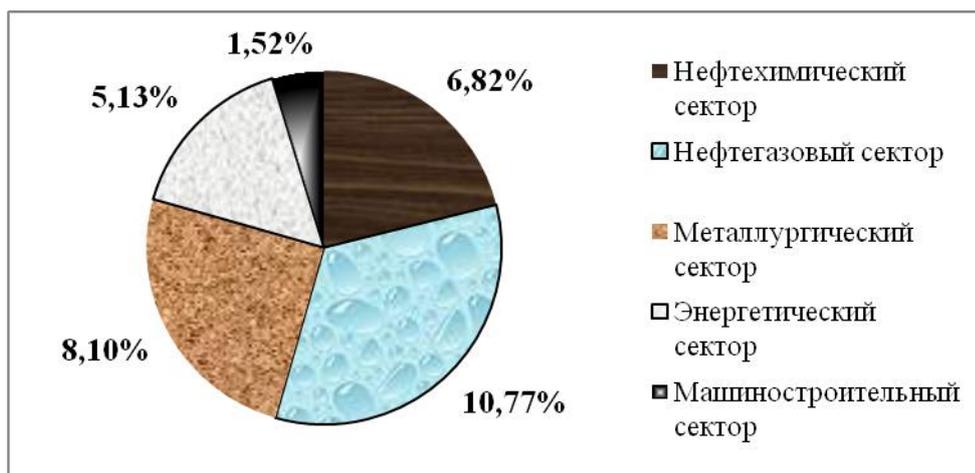
Финансовый леверидж достигает значения больше единицы только в нефтехимическом кластере (рисунок 22). Учитывая рекомендации по

формированию стратегии в модели ОСК, следует стремиться к усредненному значению финансового левериджа, что соответствует структуре капитала металлургического и машиностроительного секторов.



**Рисунок 22 - Средний процент доли заемного капитала в структуре финансирования по секторам, 2007-2014 гг.**

Максимальное значение рентабельности характерно для нефтегазового сектора (рисунок 23).



**Рисунок 23 - Стратегия управления рентабельностью по секторам, 2007-2014 гг.**

Неплохое положение у металлургического и нефтехимического секторов. Энергетический сектор занимает 4-е место по рентабельности, у машиностроительного сектора рентабельность менее 2 %.

		Зона катастрофического риска	Зона критического риска	Зона оптимального риска
Нефтехимический сектор	FS risk	24	33	47
	Mob risk	46	18	40
Нефтегазовый сектор	FS risk	25	74	5
	Mob risk	41	16	47
Металлургический сектор	FS risk	49	28	27
	Mob risk	35	13	56
Энергетический сектор	FS risk	20	71	13
	Mob risk	59	15	30
Машиностроительный сектор	FS risk	24	21	59
	Mob risk	54	9	41

**Рисунок 24 - Зональная оценка параметров матрицы Финансовой Безопасности по секторам, 2007-2014 гг.**

На рисунке 24 схематично изображена информация о зональной оценке секторов российской экономики по параметрам финансовой устойчивости

(FS risk) и мобильности (Mob risk) с указанием числа наблюдений для каждой зоны риска по каждому сектору в разрезе двух показателей.

Не углубляясь в детали, отметим, что подобное графическое представление информации позволяет наглядно увидеть соотношение не только значений параметров матрицы ФБ по секторам и трех зон риска между собой, но и быстро идентифицировать в пределах одного сектора, какая из двух областей финансовой безопасности находится на более высоком уровне управления.

Нефтехимический и машиностроительный секторы являются лидерами по параметру финансовой устойчивости. Специфический уровень финансовой устойчивости имеет металлургический сектор. Оборачиваемость оборотных активов наиболее часто в катастрофической зоне оказывается у компаний энергетического сектора, а наибольшее число компаний в оптимальной зоне риска наблюдается в металлургическом секторе.

Логическим продолжением анализа выступает построение матриц Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности по российской экономике. Следует сравнить положение отечественных секторов в моделях по тому же принципу, что и в случае с анализом расположения отдельных компаний, сопоставляя их между собой по каждому году. Для этого следует осуществить нормирование параметров матрицы, исходя из полученных эмпирических данных. Само по себе определение значений параметров матрицы, которого необходимо было достигнуть в соответствующем секторе в конкретном году, позволяет сделать процесс прогнозирования положения компании в будущем более точным. Так, если на протяжении 8 лет параметр, оценивающий стратегию в области дивидендов, принимал значения от 27 до 32 %, вполне логично предположить, что высшая граница данного диапазона гарантирует максимально эффективную стратегию в области дивидендов и на будущий период.

Таким образом, разделение параметров по квадрантам осуществлялось на основе выявления их значений «выше среднего», «среднего» и «ниже среднего» уровня по всем показателям матрицы ОСК и уровню рентабельности в матрице ФБ. Оставшиеся два параметра в области финансовой устойчивости и

мобильности нормируются независимо от среднеотраслевых значений, что позволяет проранжировать секторы экономики по ним.

Указание того, какие значения параметров матрицы стали пограничными и позволили достичь положения «выше среднего» по отрасли или «на среднем уровне», отражено в таблицах 18-22 для нефтехимического, нефтегазового, металлургического, энергетического и машиностроительного секторов.

Рассмотрим пример анализа нормативных значений финансового левериджа в нефтехимическом секторе. Для финансового левериджа, оптимальным значением которого является среднеотраслевой уровень, за 8 лет гарантией оптимального положения в матрице ОСК являлся промежуток от 1,421 до 1,951.

**Таблица 18 - Нормирование величины параметров по годам  
на основе принятого распределения для нефтехимического сектора**

<b>Фактор</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Div = 0	≥ 0,005	≥ 0,012	> 0	≥ 0,009	≥ 0,057	≥ 0,121	≥ 0,044	≥ 0,046
Div > 0	≥ 0,299	≥ 0,300	≥ 0,321	≥ 0,302	≥ 0,278	≥ 0,430	≥ 0,299	≥ 0,292
Inv = 0	≥ 0,017	≥ 0,019	≥ 0,008	≥ 0,013	≥ 0,016	≥ 0,016	≥ 0,009	≥ 0,004
Inv > 0	≥ 0,042	≥ 0,091	≥ 0,025	≥ 0,032	≥ 0,039	≥ 0,041	≥ 0,022	≥ 0,026
Debt = 0	≥ 1,205	≥ 1,212	≥ 1,421	≥ 1,399	≥ 1,158	≥ 0,996	≥ 0,878	≥ 0,934
Debt > 0	≥ 2,460	≥ 3,760	≥ 3,418	≥ 2,988	≥ 2,024	≥ 1,951	≥ 1,957	≥ 2,091
R = 0	≥ 0,032	≥ 0,006	≥ 0,003	≥ 0,048	≥ 0,051	≥ 0,080	≥ 0,031	≥ 0,010
R > 0	≥ 0,087	≥ 0,087	≥ 0,049	≥ 0,107	≥ 0,102	≥ 0,150	≥ 0,089	≥ 0,110

**Таблица 19 - Нормирование величины параметров по годам  
на основе принятого распределения для нефтегазового сектора**

<b>Фактор</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Div = 0	≥ 0,067	≥ 0,100	≥ 0,100	≥ 0,117	≥ 0,209	≥ 0,163	≥ 0,255	≥ 0,253
Div > 0	≥ 29,06	≥ 0,313	≥ 0,276	≥ 0,533	≥ 0,611	≥ 0,331	≥ 0,390	≥ 0,702
Inv = 0	≥ 0,049	≥ 0,027	≥ 0,032	≥ 0,026	≥ 0,023	≥ 0,017	≥ 0,018	≥ 0,019
Inv > 0	≥ 0,070	≥ 0,068	≥ 0,064	≥ 0,071	≥ 0,038	≥ 0,053	≥ 0,029	≥ 0,048
Debt = 0	≥ 0,037	≥ 0,002	≥ 0,089	≥ 0,288	≥ 0,305	≥ 0,162	≥ 0,083	≥ 0,103
Debt > 0	≥ 1,071	≥ 0,911	≥ 1,188	≥ 1,090	≥ 0,709	≥ 0,976	≥ 0,543	≥ 1,301
R = 0	≥ 0,093	≥ 0,062	≥ 0,090	≥ 0,097	≥ 0,101	≥ 0,093	≥ 0,060	≥ 0,087
R > 0	≥ 0,179	≥ 0,122	≥ 0,123	≥ 0,148	≥ 0,125	≥ 0,142	≥ 0,123	≥ 0,165

**Таблица 20 - Нормирование величины параметров по годам  
на основе принятого распределения для металлургического сектора**

<b>Фактор</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Div = 0	≥ 0,004	≥ 0,100	≥ 0,100	≥ 0,100	≥ 0,091	≥ 0,100	≥ 0,156	≥ 0,238
Div > 0	≥ 0,387	≥ 0,249	≥ 0,293	≥ 0,210	≥ 0,312	≥ 0,333	≥ 0,440	≥ 0,903
Inv = 0	≥ 0,078	≥ 0,023	≥ 0,014	≥ 0,014	≥ 0,002	≥ 0,007	≥ 0,003	≥ 0,009
Inv > 0	≥ 0,147	≥ 0,053	≥ 0,033	≥ 0,024	≥ 0,017	≥ 0,037	≥ 0,016	≥ 0,017
Debt = 0	≥ 0,174	≥ 0,417	≥ 0,414	≥ 0,280	≥ 0,658	≥ 0,538	≥ 0,693	≥ 1,280
Debt > 0	≥ 0,652	≥ 1,045	≥ 1,094	≥ 1,668	≥ 1,759	≥ 2,083	≥ 1,713	≥ 8,558
R = 0	≥ 0,146	≥ 0,055	≥ 0,003	≥ 0,004	≥ 0,007	≥ 0,024	≥ 0,008	≥ 0,030
R > 0	≥ 0,310	≥ 0,127	≥ 0,063	≥ 0,089	≥ 0,082	≥ 0,085	≥ 0,063	≥ 0,066

**Таблица 21 - Нормирование величины параметров по годам  
на основе принятого распределения для энергетического сектора**

<b>Фактор</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Div = 0	≥ 0,339	≥ 0,087	≥ 0,083	≥ 0,071	≥ 0,045	≥ 0,050	≥ 0,101	≥ 0,098
Div > 0	≥ 0,681	≥ 0,546	≥ 0,284	≥ 0,102	≥ 0,066	≥ 0,242	≥ 0,268	≥ 0,330
Inv = 0	≥ 0,004	≥ 0,009	≥ 0,007	≥ 0,031	≥ 0,003	≥ 0,004	≥ 0,004	≥ 0,003
Inv > 0	≥ 0,042	≥ 0,105	≥ 0,087	≥ 0,285	≥ 0,021	≥ 0,010	≥ 0,024	≥ 0,033
Debt = 0	≥ 0,099	≥ 0,066	≥ 0,242	≥ 0,121	≥ 0,205	≥ 0,335	≥ 0,367	≥ 0,403
Debt > 0	≥ 0,478	≥ 0,598	≥ 0,728	≥ 0,447	≥ 0,607	≥ 0,537	≥ 0,576	≥ 0,802
R = 0	≥ 0,009	≥ 0,024	≥ 0,022	≥ 0,063	≥ 0,024	≥ 0,019	≥ 0,007	≥ 0,004
R > 0	≥ 0,049	≥ 0,051	≥ 0,087	≥ 0,238	≥ 0,082	≥ 0,062	≥ 0,032	≥ 0,037

**Таблица 22 - Нормирование величины параметров по годам  
на основе принятого распределения для машиностроительного сектора**

<b>Фактор</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Div = 0	≥ 0,096	≥ 0,100	≥ 0,031	≥ 0,080	≥ 0,172	≥ 0,098	≥ 0,118	≥ 0,100
Div > 0	≥ 0,217	≥ 0,201	≥ 0,156	≥ 0,253	≥ 0,257	≥ 0,210	≥ 0,268	≥ 0,243
Inv = 0	≥ 0,008	≥ 0,001	≥ 0,004	≥ 0,003	≥ 0,001	≥ 0,003	≥ 0,001	≥ 0
Inv > 0	≥ 0,041	≥ 0,014	≥ 0,007	≥ 0,010	≥ 0,008	≥ 0,004	≥ 0,004	≥ 0,004
Debt = 0	≥ 0,245	≥ 0,706	≥ 0,629	≥ 0,603	≥ 0,565	≥ 0,780	≥ 0,699	≥ 0,534
Debt > 0	≥ 1,052	≥ 1,432	≥ 1,141	≥ 1,412	≥ 2,113	≥ 3,533	≥ 4,182	≥ 5,026
R = 0	≥ 0,042	≥ 0,003	≥ 0,001	≥ 0,002	≥ 0,007	≥ 0,014	≥ 0,007	≥ -0,013
R > 0	≥ 0,071	≥ 0,059	≥ 0,024	≥ 0,018	≥ 0,029	≥ 0,058	≥ 0,025	≥ 0,027

Несложно заметить изменение тенденции в период с 2011 по 2013 г., когда оптимальный промежуток находился в пределах от 0,878 до 1,951. Финансовый леверидж, равный 1,951, означает долю заемного капитала в размере, превышающем 66 %. По этому параметру матрицы наблюдается явное снижение

доли заемных средств по всему сектору в период с 2011 по 2013 г.: 0,878 соответствует доле заемного капитала в размере чуть больше 46 %.

Выявленная тенденция по заемному капиталу связана с постепенным отказом от заемных средств в посткризисный период, который потребовал поиска дополнительных источников капитала на стороне и в то же время ухудшил дальнейшие возможности компаний по оплате будущих задолженностей вместе с некоторым ухудшением конъюнктуры рынка капитала.

Сравнение секторов отечественной экономики по матрицам, разработанным в диссертационном исследовании, представлено на рисунках 25 - 30.

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 1</u> Энергетический сектор (2007)	<u>Квadrant 2</u>	<u>Квadrant 3</u> Энергетический сектор (2008) Нефтегазовый сектор (2010, 2011, 2013, 2014)
Debt str 0	<u>Квadrant 4</u> Машиностроительный сектор (2010)	<u>Квadrant 5</u> Металлургический сектор (2009, 2013)	<u>Квadrant 6</u> Нефтехимический сектор (2012)
Debt str >	<u>Квadrant 7</u> Металлургический сектор (2014)	<u>Квadrant 8</u>	<u>Квadrant 9</u>

**Рисунок 25 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала по секторам:  
дивиденды выше среднего уровня**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 10</u>	<u>Квadrant 11</u> Нефтегазовый сектор (2008) Энергетический сектор (2014)	<u>Квadrant 12</u> Металлургический сектор (2007) Нефтегазовый сектор (2009, 2012) Энергетический сектор (2009)
Debt str 0	<u>Квadrant 13</u> Машиностроительный сектор (2011)	<u>Квadrant 14</u> Нефтегазовый сектор (2007) Металлургический сектор (2008, 2010, 2011, 2012)	<u>Квadrant 15</u> Нефтехимический сектор (2013)
Debt str >	<u>Квadrant 16</u>	<u>Квadrant 17</u> Нефтехимический сектор (2010)	<u>Квadrant 18</u>

**Рисунок 26 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала по секторам:  
средний уровень дивидендов**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квадрант 19</u> Энергетический сектор (2012)	<u>Квадрант 20</u> Энергетический сектор (2011, 2013)	<u>Квадрант 21</u> Энергетический сектор (2010)
Debt str 0	<u>Квадрант 22</u> Машиностроительный сектор (2007, 2008, 2009)	<u>Квадрант 23</u> Нефтехимический сектор (2014)	<u>Квадрант 24</u>
Debt str >	<u>Квадрант 25</u> Машиностроительный сектор (2012-2014)	<u>Квадрант 26</u> Нефтехимический сектор (2007, 2009)	<u>Квадрант 27</u> Нефтехимический сектор (2008, 2011)

**Рисунок 27 - Матрица Оптимальной Структуры Капитала по секторам:**

**дивиденды ниже среднего уровня**

	Mob risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квадрант 1</u> Металлургический сектор (2007, 2008)	<u>Квадрант 2</u>	<u>Квадрант 3</u>
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квадрант 4</u> Нефтегазовый сектор (весь период)	<u>Квадрант 5</u>	<u>Квадрант 6</u> Энергетический сектор (2009, 2010)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квадрант 7</u>	<u>Квадрант 8</u> Нефтехимический сектор (2011, 2012)	<u>Квадрант 9</u>

**Рисунок 28 - Матрица Финансовой Безопасности по секторам:**

**рентабельность выше среднего уровня**

	Mob risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квадрант 10</u> Металлургический (2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014)	<u>Квадрант 11</u>	<u>Квадрант 12</u>
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квадрант 13</u>	<u>Квадрант 14</u>	<u>Квадрант 15</u> Энергетический сектор (2008, 2011)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квадрант 16</u>	<u>Квадрант 17</u> Нефтехимический сектор (2007, 2008, 2009, 2010, 2013, 2014) Машиностроительный сектор (2007)	<u>Квадрант 18</u>

**Рисунок 29 - Матрица Финансовой Безопасности по секторам:**

**средний уровень рентабельности**

	Моб risk в $[0;0,03)$ - оптимальное положение	Моб risk в $[0,03;0,05]$ - критическое положение	Моб risk в $(0,05;0,5]$ - катастрофическое положение
FS risk в $(2;4)$ - катастрофическое положение	<u>Квадрант 19</u>	<u>Квадрант 20</u>	<u>Квадрант 21</u>
FS risk в $[0;0,5]$ и $[4;10]$ - критическое положение	<u>Квадрант 22</u>	<u>Квадрант 23</u>	<u>Квадрант 24</u> Энергетический сектор (2007, 2012, 2013, 2014)
FS risk в $(0,5;2]$ - оптимальное положение	<u>Квадрант 25</u>	<u>Квадрант 26</u> Машиностроительный сектор (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014)	<u>Квадрант 27</u>

**Рисунок 30 - Матрица Финансовой Безопасности по секторам:  
рентабельность ниже среднего уровня**

Сравнение диапазонов значений параметров за каждый год по 5 секторам происходило при принятии допущения о едином пространстве функционирования компаний на российском рынке, что означает проецирование более высоких значений параметров в одном секторе на другие, с соответствующим требованием к рентабельности, инвестиционной активности, уровню дивидендных выплат. Значение финансового левериджа считается оптимальным в секторе, если оно принимает среднее значение в целом по российскому рынку.

Кратко рассмотрим динамику по секторам отечественной экономики, учитывая, что представленное описание характеризует выбранный сектор относительно имеющих тенденций по всему рынку. И увеличение, например, параметра эффективности дивидендной стратегии может быть достигнуто как за счет роста выплат внутри сектора, так и за счет снижения дивидендных выплат по всему российскому рынку при неизменных выплатах по рассматриваемому рынку.

Нефтехимический сектор наихудшую эффективность финансовой стратегии по матрице ОСК демонстрирует в 2007 и 2009 гг. В 2008 и 2011 гг. сектор в целом увеличил активность-эффективность инвестиций, достигнув уровня выше среднего по российскому рынку. Благоприятное положение сектора начинается с

2012 г., когда было достигнуто оптимальное положение в матрице ОСК, в результате снижения заимствований в структуре капитала и роста выплат дивидендов в сравнении с остальным рынком. В 2014 г. положение несколько ухудшилось, однако остается благоприятным. Итого сектор получает «+3» по матрице ОСК в сумме за 8 лет.

Нефтегазовый сектор наиболее благоприятного положения в матрице ОСК достиг в предкризисный 2007 г., 2008 г. выдался самым тяжелым со средней эффективностью финансовой стратегии. Далее наблюдалась положительная динамика. Итого сектор получает «+7,5» по матрице ОСК в сумме за 8 лет.

Металлургический сектор демонстрирует благоприятную финансовую стратегию, которая даже в кризисные годы была очень эффективной согласно матрице ОСК. Однако в 2014 г. наблюдается неблагоприятное положение сектора, которое связано с чрезмерным ростом заемных средств совместно со снижением инвестиционной эффективности. Итого сектор получает «+7» по матрице ОСК в сумме за 8 лет.

Энергетический сектор лучшего положения достиг в кризисные 2008-2009 гг., что означает невосприимчивость сектора к падению экономики. Однако в остальной период времени компания демонстрировала неблагоприятное положение, что также свидетельствует о меньшей эффективности данного сектора в условиях роста российской экономики. В 2014 г., для которого характерно некоторое замедление темпов роста российской экономики, компания чуть улучшила свои позиции и заняла среднее положение в матрице ОСК. Итого сектор получает «+2,5» по матрице ОСК в сумме за 8 лет.

Машиностроительный сектор в докризисный период времени имел среднее положение в матрице ОСК, а далее занимает стабильно слабые позиции на отечественном рынке. Итого сектор получает «+0,5» по матрице ОСК в сумме за 8 лет.

Нефтехимический сектор по матрице ФБ все 8 лет занимал благоприятное положение, с достижением наиболее эффективной финансовой стратегии в

области финансовой безопасности в 2011 и 2012 гг. Итого сектор получает «+8» по матрице ФБ в сумме за 8 лет.

Нефтегазовый сектор весь период наблюдений находился в квадранте 4, продемонстрировав высокие конкурентные позиции. Итого сектор получает «+8» по матрице ФБ в сумме за 8 лет.

Металлургический сектор наиболее благоприятное положение занимал в 2007 и 2008 гг. в связи со значением рентабельности активов выше среднего по стране. Далее положение осталось благоприятным, хотя несколько ухудшилось по причине снижения рентабельности активов до среднего уровня. Итого сектор получает «+8» по матрице ФБ в сумме за 8 лет.

Энергетический сектор сильно уступает по матрице ФБ представленным выше секторам, так как лишь в 2009 и 2010 гг. он достиг среднего уровня эффективности финансовой стратегии в области финансовой безопасности. Сектор продолжает демонстрировать обратную связь с ростом отечественной экономики в целом. Итого сектор получает «+1» по матрице ФБ в сумме за 8 лет.

Машиностроительный сектор имеет наименьшую рентабельность среди отечественных промышленных комплексов, что обусловило неблагоприятное положение в течение всего периода, кроме 2007 г., когда последний раз машиностроительный кластер имел средний уровень рентабельности активов по российскому рынку. Итого сектор получает «+1» по матрице ФБ в сумме за 8 лет.

Таким образом, по матрице ОСК лучшее конкурентное положение продемонстрировали нефтегазовый и металлургический комплексы. По матрице ФБ прекрасно выглядит положение нефтехимического, нефтегазового и металлургического кластеров. В рамках российского рынка в период с 2007 по 2014 г. сравнительный анализ эффективности секторов по разработанным нами матрицам финансовых стратегий представлен в таблице 23.

Необходимо помнить, что приведена лишь оценка эффективности секторов относительно всего российского рынка. И положение, близкое к идеальному, еще не означает отличную конкурентную позицию на рынках за рубежом. Также в

каждом секторе есть компании, которые выбиваются из тренда и имеют оптимальные и неблагоприятные позиции.

**Таблица 23 - Качественная оценка положения секторов в отечественной экономике по сумме матриц ОСК и ФБ в период с 2007 по 2014 г.**

<b>Сектор</b>	<b>Рейтинговое значение по матрицам (из возможных +16)</b>
Нефтегазовый	+15,5
Металлургический	+15
Нефтехимический	+11
Энергетический	+3,5
Машиностроительный	+1,5

Вышеизложенный анализ позволяет расширить представления о существующей практике управления финансовой стратегией на российском рынке и требует распространения разработанных нами моделей с макроуровня на микроуровень исследования сущности финансовой стратегии (разд. 3.3).

### **3.3 Диагностика и моделирование конкурентной позиции публичной компании при помощи матриц финансовых стратегий**

В оценке и моделировании финансовой стратегии на микроуровне не только выражается практическая значимость исследования, но и раскрываются механизмы стратегического управления, последовательность и логика анализа, что, в свою очередь, позволяет использовать представленные модели любому ознакомившемуся с диссертацией.

Моделирование финансовой стратегии в данном разделе мы будем производить для ПАО «Нижнекамскнефтехим», используя полученные данные по нефтехимическому сектору [147], что позволит наиболее точно учесть отраслевую специфику и конкурентное окружение.

В рамках данного исследования финансовой стратегии достаточно указать общие, основополагающие направления изменения деятельности, утверждая необходимость реализации представленных стратегических рекомендаций, оставляя за компаниями право выбора конкретных механизмов проведения изменений финансовой стратегии в соответствующей области финансов.

Детализация управленческих воздействий включает в себя целые блоки возможных вариантов действий, которые в большом количестве представлены в современной литературе по корпоративным финансам. Необходимость увеличения заемного капитала может проявляться в поиске источников заемного капитала во всем многообразии его элементов, равно как и увеличение ликвидности может быть смоделировано за счет управления дебиторской задолженностью или же посредством более грамотного управления денежными средствами. И каждый элемент управления имеет свои особенности.

Таким образом, моделирование финансовой стратегии публичной компании при помощи матричных моделей предполагает последовательное прохождение следующих этапов:

- оценка изменения позиций компании в матричных моделях за предыдущие годы с целью определения специфических характеристик реализуемой финансовой стратегии, а также типичных для нее проблем и возможностей;
- планирование будущего положения компании в матричных моделях, которое включает в себя постановку реалистичных целей, четкое представление о способах их достижения, направленность на достижение в обозримом будущем, оптимального положения по каждой анализируемой модели финансовых стратегий;
- применение комплексной оценки финансовой стратегии, которая обеспечивает согласованность управленческих решений и способствует формированию единой непротиворечивой стратегии, включающей в себя основные стратегические ориентиры общего характера;

- детализация конкретных мер управления, которые позволят обеспечить достижение стратегических ориентиров, полученных по матрицам, и которые полностью зависят от специфики конкретной компании;

- принятие соответствующих решений в области финансового стратегического управления;

- мониторинг результатов выполнения принятых управленческих решений на оперативном и стратегическом уровнях.

Рассмотрим изменение положения ПАО «Нижнекамскнефтехим» по матрице Оптимальной Структуры Капитала в динамике (рисунок 31).

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 1</u> ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2009, 2010)	<u>Квadrant 2</u> ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2007, 2008, 2013, 2014)	<u>Квadrant 3</u>
Debt str 0	<u>Квadrant 4</u>	<u>Квadrant 5</u>	<u>Квadrant 6</u>
Debt str >	<u>Квadrant 7</u>	<u>квadrant 8</u>	<u>Квadrant 9</u>
	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 10</u>	<u>Квadrant 11</u> ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2011)	<u>Квadrant 12</u> ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2012)
Debt str 0	<u>Квadrant 13</u>	<u>Квadrant 14</u>	<u>Квadrant 15</u>
Debt str >	<u>Квadrant 16</u>	<u>Квadrant 17</u>	<u>Квadrant 18</u>

**Рисунок 31 - Положение ПАО «Нижнекамскнефтехим» в матрице Оптимальной Структуры Капитала в период с 2007 по 2014 г. по нефтехимическому сектору**

Поскольку компания весь период наблюдений выплачивала стабильно высокие дивиденды, можно построить матрицу без квадрантов с 19 по 27, в которых ПАО «Нижнекамскнефтехим» не было. К тому же, существенное снижение параметра дивидендной стратегии нецелесообразно в процессе моделирования оптимальной стратегии.

ПАО «Нижекамскнефтехим» имеет стабильно высокие дивидендные выплаты: в 2007, 2008, 2009 и 2010, 2013, 2014 гг. выше среднего по отрасли, в 2011 и 2012 гг. - соответствующие среднему значению при рассмотрении нефтехимического сектора экономики. Стратегия дивидендных выплат компании достаточно стабильна и зависит от чистой прибыли. За рассматриваемый период в 8 лет ПАО «Нижекамскнефтехим» выплачивало дивиденды максимум в размере 32,15 % от чистой прибыли прошлого года и минимум в размере 27,80 %. Таким образом, чем выше чистая прибыль компании, тем выше выплата дивидендов в абсолютном значении, чем ниже чистая прибыль, тем меньше денег идет на выплату дивидендов и в относительном выражении. И несмотря на то, что выплата дивидендов происходит из прибыли прошлого года, минимальное и максимальное значения выплат приходятся, соответственно, на минимальное и максимальное значения чистой прибыли в периоде с 2007 по 2014 г. Получается, что небольшие корректировки в процентном отношении дивидендных выплат осуществляются с учетом текущего года и его перспектив.

Инвестиционный потенциал компании не использовался должным образом в кризисный период (2009-2010 гг.), так как параметр эффективности инвестиционной стратегии оказался ниже, чем у основной части компаний нефтехимического сектора. ПАО «Нижекамскнефтехим» необходимо последовательно увеличивать значение данного параметра. В 2011-2012 гг. уровень инвестиций был выше, чем в среднем по сектору (квадранты 11 и 12). Последние два года у компании наблюдается средний уровень инвестиционной активности-эффективности (квадрант 2).

В целях улучшения конкурентной позиции компании необходимо увеличить долю заемных средств до среднего уровня по сектору, так как с 2010 по 2014 г. у компании уровень заемного капитала был ниже, чем у 2/3 компаний нефтехимического сектора.

Таким образом, у компании имеются резервы для привлечения новых заемных средств, а инвестиционная стратегия недостаточно активна ввиду

повышенного уровня выплаты дивидендов и завышенной доли собственного капитала в структуре источников финансирования.

Положение в 2009 и 2010 г. было неблагоприятным, компания показывала низкие результаты в сфере инвестиций и финансирования (квадрант 1). Худший финансовый результат был показан в 2009 г. В 2011-2012 гг. ситуация стала выправляться, среднее положение в матрице сменилось благоприятным («+0,5» - суммарное значение эффективности в матрице в 2012 г.). В 2013-2014 гг. достигнут такой же результат («+0,5»), хотя сменился квадрант расположения компании (квадрант 2).

Положение в 2013-2014 гг. не оптимальное, но благоприятное. Рыночная стоимость компании повышается благодаря высокому уровню дивидендных выплат. Нарращивание инвестиций до среднего уровня улучшило положение компании, но в перспективе ей следует задуматься об увеличении не только реальных инвестиций, но и портфельных (в ценные бумаги). Повышенная выплата дивидендов нивелируется уровнем заемного финансирования ниже среднеотраслевого уровня (так как по матрице Div str >, а Debt str <). Компания вновь вернулась в позицию, которую занимала в 2007, 2008 гг.

Приведем вариант формирования финансовой стратегии ПАО «Нижекамскнефтехим» на ближайшие годы на основе матрицы Оптимальной Структуры Капитала (рисунок 32). Компания имеет альтернативу, выбор может быть реализован уже в ближайшие пару лет: увеличение эффективности и объема инвестиций или наращивание заемных средств.

Если предположить, что текущий уровень доходности от использования средств долгосрочного инвестирования в расчете на единицу ее имущества останется неизменным в нефтехимическом секторе, то компании следует увеличить его в 1,8-2,2 раза: с 1,47 до 3,24 % максимум и 2,59 % минимум, что осуществить за один год сложно. Однако в 2012 г. данный показатель компании был выше почти в 4 раза (4,3 %), что повлекло за собой снижение уровня дивидендных выплат до среднего уровня по сектору.

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квадрант 1</u>	<u>Квадрант 2</u> 2) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2015, 2016)	<u>Квадрант 3</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2017)
Debt str 0	<u>Квадрант 4</u>	<u>Квадрант 5</u> 2) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2017, 2018)	<u>Квадрант 6</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2018, 2019) 2) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2018, 2019)
Debt str >	<u>Квадрант 7</u>	<u>Квадрант 8</u>	<u>Квадрант 9</u>
	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квадрант 10</u>	<u>Квадрант 11</u>	<u>Квадрант 12</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2015, 2016)
Debt str 0	<u>Квадрант 13</u>	<u>Квадрант 14</u>	<u>Квадрант 15</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2017)
Debt str >	<u>Квадрант 16</u>	<u>Квадрант 17</u>	<u>Квадрант 18</u>

**Рисунок 32 - Моделирование положения по матрице Оптимальной Структуры Капитала для ПАО «Нижнекамскнефтехим» в период с 2015 по 2019 г.**

Наращивание объема собственных средств начало происходить с 2009 г. Похоже, что компания опасается повторения финансового кризиса, который тяжелее всего отразился на ее деятельности как раз в конце 2008 г. и в 2009 г. Нынешний уровень финансового левериджа почти в 10 раз ниже, чем был по итогам 2008 г. Между тем сейчас компании стало сложнее искать зарубежные источники финансирования, которые компания активно использовала все последние годы. Если ПАО «Нижнекамскнефтехим» решит сделать акцент на увеличении доли заемного капитала в источниках финансирования, то эту долю придется увеличить в 8,7 раза в сравнении с 2014 г. для нефтехимического сектора. Достижение поставленной цели может быть реализовано в пределах 3 - 4 лет.

Таким образом, по уже апробированной схеме компания может несколько сократить выплату дивидендов до среднего уровня по сектору, за счет этого увеличить свой инвестиционный уровень и уже в 2015 г. перейти в квадрант 12. К 2017 г. можно перейти либо в квадрант 3, либо в квадрант 15 в зависимости от того, уровень дивидендов или финансового левериджа удастся повысить. Учитывая небольшие колебания в относительном выражении выплаты дивидендов при их понижении до среднего уровня и обратного увеличения до уровня выше среднего (всего 6-7 % из средних 30 %), повысить снова дивидендные выплаты при поддержании достигнутых показателей инвестиционной деятельности будет проще. В 2018-2019 гг. компания уже может попытаться достигнуть оптимального положения в матрице.

Второй вариант связан с приоритетным увеличением заемного капитала. В этом случае ПАО «Нижнекамскнефтехим» в 2015 и 2016 гг. удастся лишь сохранить свои текущие позиции, постепенно наращивая заемный капитал. В 2017 г. должен произойти переход компании на средний уровень заемного капитала по сектору, т.е. в квадрант 5. В 2018 или 2019 г. произойдет переход компании в оптимальное положение.

Рассмотрим изменение положения ПАО «Нижнекамскнефтехим» по матрице Финансовой Безопасности в динамике, для удобства анализа соединив все варианты расположения компании в матрице (рисунок 33).

ПАО «Нижнекамскнефтехим» имело высокий уровень рентабельности активов в период с 2010 по 2012 г. (квадрант 9). С 2007 по 2009 г. уровень рентабельности соответствовал среднему значению по сектору. В 2013 г. уровень рентабельности снова снизился до среднего уровня, но затем повысился в 2014 г. (квадранты 18 и 9, соответственно).

Показатель мобильности у компании находится в нежелательном диапазоне с 2009 г. Излишнее количество денежных средств на расчетном счете ведет к некоторому снижению стоимости компании. ПАО «Нижнекамскнефтехим» стоит уменьшить количество денежных средств путем их конвертации в краткосрочные ценные бумаги (представленный показатель мобильности учитывает лишь

денежные средства), а также сделать более прогнозируемым денежный поток, уменьшив резерв наличных средств.

	Mob risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 1</u>	<u>Квadrant 2</u>	<u>Квadrant 3</u>
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 4</u>	<u>Квadrant 5</u>	<u>Квadrant 6</u>
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 7</u>	<u>Квadrant 8</u>	<u>Квadrant 9</u> ПАО «Нижекамск-нефтехим» (2010, 2011, 2012, 2014)
	Mob risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 10</u>	<u>Квadrant 11</u>	<u>Квadrant 12</u>
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 13</u>	<u>Квadrant 14</u>	<u>Квadrant 15</u>
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 16</u> ПАО «Нижекамск-нефтехим» (2007)	<u>Квadrant 17</u> ПАО «Нижекамск-нефтехим» (2008)	<u>Квadrant 18</u> ПАО «Нижекамск-нефтехим» (2009, 2013)

**Рисунок 33 - Положение ПАО «Нижекамскнефтехим» в матрице Финансовой Безопасности в период с 2007 по 2014 г. по нефтехимическому сектору**

Что касается финансово устойчивости, то у ПАО «Нижекамскнефтехим» она оптимальная в течение всех 8 лет наблюдений, что повышает ценность компании в глазах инвесторов. Компания выдерживает оптимальное с точки зрения ценностно-ориентированного подхода соотношение финансовой устойчивости в смоделированном диапазоне.

В целом по матрице положение компании несколько ухудшилось в сравнении с 2007 и 2008 гг. Наихудший результат был в 2009 и в 2013 гг., оптимальный - в 2007 г. Рыночная стоимость компании повышается благодаря

оптимальному уровню финансовой устойчивости, которую следует сохранить в тех же рамках. Таким образом, остаются два параметра, которые необходимо улучшить.

Приведем вариант формирования финансовой стратегии ПАО «Нижнекамскнефтехим» на ближайшие годы на основе матрицы Финансовой Безопасности (рисунок 34).

	Моб risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Моб risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Моб risk в (0,05;0,5) - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квадрант 1</u>	<u>Квадрант 2</u>	<u>Квадрант 3</u>
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квадрант 4</u>	<u>Квадрант 5</u>	<u>Квадрант 6</u>
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квадрант 7</u> 1) ПАО «Нижнекамск- нефтехим» (2018, 2019) 2) ПАО «Нижнекамск- нефтехим» (2018, 2019)	<u>Квадрант 8</u> 2) ПАО «Нижнекамск- нефтехим» (2017)	<u>Квадрант 9</u> 2) ПАО «Нижнекамск- нефтехим» (2015, 2016)
	Моб risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Моб risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Моб risk в (0,05;0,5) - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квадрант 10</u>	<u>Квадрант 11</u>	<u>Квадрант 12</u>
FS risk в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квадрант 13</u>	<u>Квадрант 14</u>	<u>Квадрант 15</u>
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квадрант 16</u> 1) ПАО «Нижнекамск- нефтехим» (2016, 2017)	<u>Квадрант 17</u> 1) ПАО «Нижнекамск- нефтехим» (2015)	<u>Квадрант 18</u>

**Рисунок 34 - Моделирование положения по матрице Финансовой Безопасности для ПАО «Нижнекамскнефтехим» в период с 2015 по 2019 г.**

Компания по итогам 2014 г. расположилась в квадранте 9. Для постепенного перехода в оптимальное положение компания может либо

уменьшить долю денежных средств в оборотных активах, либо попытаться сохранить высокую рентабельность. Последовательно снижая значение мобильности оборотных активов, компания уже к 2016 г. может перейти в квадрант 16, после чего ей потребуется увеличить рентабельность активов.

Второй вариант: компании требуется удержать рост рентабельности выше среднего по сектору и только затем плавно снижать мобильность оборотных активов. Рост рентабельности оборотных активов достигается как за счет роста чистой прибыли, так и посредством оптимизации имущества компании. Дальнейшую детализацию этих укрупненных финансовых показателей следует производить, руководствуясь алгоритмом, предложенным в разд. 1.2.

Рассмотрим изменение положения ПАО «Нижекамскнефтехим» по матрице Ж. Франсона и И. Романса в динамике (рисунок 35).

	РФД << 0	РФД примерно 0	РФД >> 0
РХД >> 0	<u>Квадрант 1</u> ПАО «Нижекамскнефтехим» (2009-2010, 2012-2013)	<u>Квадрант 4</u> ПАО «Нижекамскнефтехим» (2007, 2011, 2014)	<u>Квадрант 8</u> ПАО «Нижекамскнефтехим» (2008)
РХД = примерно 0	<u>Квадрант 7</u>	<u>Квадрант 2</u>	<u>Квадрант 5</u>
РХД << 0	<u>Квадрант 9</u>	<u>Квадрант 6</u>	<u>Квадрант 3</u>

**Рисунок 35 - Положение ПАО «Нижекамскнефтехим»**

**в матрице Ж. Франсона и И. Романса в период с 2007 по 2014 г.**

ПАО «Нижекамскнефтехим» генерирует денежных средств больше, чем требуется для финансирования развития. Это означает необходимость реализации новых инвестиционных проектов. Положение компании в 2014 г. (квадрант 4) стабильное и благоприятное, хотя и несколько ниже оптимальной позиции (квадрант 8).

Приведем вариант формирования финансовой стратегии ПАО «Нижекамскнефтехим» на ближайшие годы на основе матрицы Ж. Франсона и И. Романса (рисунок 36).

	РФД << 0	РФД примерно 0	РФД >> 0
РХД >> 0	<u>Квadrant 1</u>	<u>Квadrant 4</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2015) 2) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2015, 2016, 2017)	<u>Квadrant 8</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2018, 2019) 2) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2018, 2019)
РХД = примерно 0	<u>Квadrant 7</u>	<u>Квadrant 2</u>	<u>Квadrant 5</u> 1) ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2016, 2017)
РХД << 0	<u>Квadrant 9</u>	<u>Квadrant 6</u>	<u>Квadrant 3</u>

**Рисунок 36 - Моделирование положения компании по матрице Ж. Франсона и И. Романса в период с 2015 по 2019 г.**

Чтобы переместиться в квадрант 4, компании необходимо увеличить долю заемных средств в структуре финансирования своей финансово-хозяйственной деятельности. Реализация инвестиционного проекта при устойчивых темпах роста приведет компанию в квадрант 5. При темпах роста ниже устойчивых компания попадет в квадрант 7, т.е. в неблагоприятное положение.

Если компании затруднительно обеспечить высокие темпы роста в течение ближайших нескольких лет с одновременной реализацией инвестиционного проекта, то лучше сначала сконцентрироваться на увеличении РФД, сохранив положение в квадранте 4. Переход в оптимальное положение к 2018 г. равновероятен в случае реализации обоих вариантов.

Далее представлены характеристика и моделирование финансовой стратегии ПАО «Нижнекамскнефтехим» за 2007-2014 гг. согласно матрице Высшей школы финансов и менеджмента (рисунки 37, 38).

	Гпр < SGR (излишек денег)	Гпр > SGR (дефицит денег)
EVA > 0	ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2012)	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2010, 2011)
EVA < 0	ПАО «Нижнекамск-нефтехим» (2009, 2013)	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2007, 2008, 2014)

**Рисунок 37 - Положение ПАО «Нижнекамскнефтехим» в матрице ВШФМ в период с 2007 по 2014 г.**

Компания может увеличить долю выплаты дивидендов из чистой прибыли, если захочет уменьшить излишек денег либо уменьшить рентабельность собственного капитала, реализовать инвестиционный проект. Для ликвидации дефицита денег требуется увеличение объема заемного финансирования или снижение дивидендных выплат.

	Гпр < SGR (излишек денег)	Гпр > SGR (дефицит денег)
EVA > 0	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2015, 2016, 2017, 2019)	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2017, 2018, 2019)
EVA < 0	ПАО «Нижнекамскнефтехим» (2015)	

**Рисунок 38 - Моделирование положения компании ПАО «Нижнекамскнефтехим» по матрице ВШФМ в период с 2015 по 2019 г.**

ПАО «Нижнекамскнефтехим» имело благоприятное положение с постоянным ростом темпов создания стоимости в период с 2010 по 2012 г. Скорость развития компания была высокой в 2010 и 2011 гг., в 2012, 2013 гг. несколько замедлилась, что привело к избытку денег. В 2013 г. произошло разрушение стоимости, что является тревожным симптомом. В складывающихся рыночных условиях компании имеет смысл сохранить излишек денег, что означает наращивание заемных источников.

В процессе разрушения стоимости имеет смысл несколько сократить обороты, чтобы минимизировать разрушение стоимости, которое тем значительнее, чем больше инвестированный капитал. Фактические темпы роста снизились, или, точнее, роста в 2013 г. не было. Это означает, что снижение стоимости компании происходило в замедленном темпе. В 2014 г. темпы разрушения стоимости ускорились. Именно по этой причине компании следует либо сокращать свои обороты, либо создавать стоимость.

В 2016 г. ожидался переход в левый верхний квадрант, для чего требовалось привлечение заемного капитала или сокращение дивидендных выплат. При благоприятном развитии событий компания смогла бы подняться в левый верхний квадрант. Если же восстановить стоимость за год не удалось бы,

то имело бы смысл сократить объем выпуска и остаться на 2015 г. в левом нижнем квадранте. Скорее всего, ПАО «Нижнекамскнефтехим» следовало бы рассчитывать на перемещение в правый верхний квадрант к 2017 г., что позволило бы компании реализовать какой-либо инвестиционный проект и вновь увеличить выплату дивидендов.

Компании ПАО «Нижнекамскнефтехим», согласно матрице Ж. Франсона и И. Романса, требуется увеличить долю заемных средств или же уменьшить излишки денег посредством их усиленного инвестирования. В соответствии с матрицей ВШФМ возможен лишь первый вариант, поскольку на ближайшие пару лет требуется сохранить излишки, тем не менее привлекая заемные средства в большем объеме, чем сейчас - в этом обе модели сформировали схожий вариант развития.

По матрице ОСК можно сделать вывод, что компании требуется увеличивать инвестиционную эффективность (что характерно и для матрицы ВШФМ), возможно, ценой уменьшения дивидендов до среднего уровня. Заемные источники также следует наращивать, но сделать это сложнее. В целом, выбранную линию необходимо осуществлять по всем матрицам, поскольку в них учитываются разные показатели того же заемного капитала или инвестиционной активности, отличные друг от друга взаимосвязи.

Рассматривая взаимосвязь двух разработанных нами матриц, стоит отметить, что реализация программы по некоторому снижению дивидендных выплат одновременно приведет к росту рентабельности активов по матрице Финансовой Безопасности. Выбор инвестиционной стратегии в качестве приоритета развития должен привести к росту отдачи, что также увеличит рентабельность активов, при условии, если не произойдет наращивания активов более быстрыми темпами. В противном случае рентабельность снизится.

Детализацию конкретных мер управления для ПАО «Нижнекамскнефтехим» мы приводить не будем по соображениям обеспечения конфиденциальности информации. Кроме того, выбор конкретных инструментов управления является оперативным аспектом деятельности, который встраивается в стратегическую систему и соответствует целям финансовой стратегии, что и отражено в предложенном ранее алгоритме.

В диссертационном исследовании сделан акцент на формировании финансовой стратегии при помощи матричных моделей, которые определяют общие стратегические ориентиры. А все типичные рекомендации того, как можно повысить долю заемного капитала и инвестиционную эффективность приводятся в современной литературе в открытом доступе и не являются в полном смысле предметом исследования. Более того, достаточно посмотреть, из каких элементов в процессе расчета складываются параметры матриц, чтобы легко определить перечень конкретных действий, влияющих на тот или иной составной элемент параметра.

В целом, по итогам гл. 3 сделаны следующие выводы исследования:

1. Полученные эмпирические выводы находят подтверждение в современных теориях финансов. Разработка новых матриц базировалась на имеющихся подходах к финансовому управлению (в том числе на ценностно-ориентированном), на принципах корпоративных финансов, затронула основные области стратегического управления.

2. Представленная методика стратегического управления позволяет объединить диагностику и планирование конкурентных позиций компании на базе осуществления комплексной оценки финансовой стратегии в различных областях финансов.

3. Доказана возможность проведения анализа финансовой стратегии по матрицам Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности на микро- и на макроуровне.

4. На микроуровне моделирование финансовой стратегии при помощи матричных моделей включает в себя такие этапы, как оценка положения компании в предыдущие годы, планирование будущего положения на основе комплексной оценки, детализация принятых стратегических решений для осуществления эффективного оперативного управления.

5. Сравнительный анализ на макроуровне позволяет расширить понимание специфики формирования финансовой стратегии в различных секторах экономики.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По итогам проведенного исследования можно сформулировать следующие выводы:

1. Существуют различные трактовки финансовой стратегии в зависимости от объекта и цели исследования. Предложенное нами определение обусловлено заявленной целью исследования и предполагает необходимость формирования алгоритма комплексного непротиворечивого управления корпоративной и финансовой стратегиями в контексте ценностно-ориентированного подхода. В качестве основы формирования оценочного инструментария в различных областях финансов указывается матричный подход.

Матричный подход к финансовой стратегии закладывает методологическую основу формирования финансовой стратегии на отечественном рынке при помощи матричных моделей, соответствует главной цели любой публичной компании и учитывает ее многоуровневый характер.

2. Наличие тесной связи между степенью эффективности финансовой стратегии и уровнем конкурентной позиции достигается при использовании матричного подхода. С одной стороны, конкурентная позиция выступает следствием финансовой стратегии, ориентированной на создание стоимости компании, и проявляется в оценке положения компании в матричной модели. С другой стороны, определение конкурентной позиции публичной компании позволяет получить информацию о состоянии собственной финансовой стратегии, выявить пути ее совершенствования.

3. Процесс разработки финансовой стратегии имеет свои особенности, каждому этапу соответствуют определенные возможности и проблемы. Изучение основных проблем отечественного бизнеса по этапам формирования финансовой стратегии способствует лучшему выбору алгоритма управления, который бы мог

нивелировать выявленные слабости за счет грамотно выстроенного порядка действий, благодаря выбору релевантных методик оценки.

4. Целесообразно использовать алгоритм формирования финансовой стратегии, позволяющий обеспечить ее взаимосвязь с корпоративной стратегией и найти решения общих проблем компании. Многовариантный характер разработанного нами алгоритма позволяет детализировать цели от стратегического до оперативного уровня управления, способствует интеграции преимуществ матричного подхода и финансовой составляющей системы ССП в процессе разработки и реализации финансовой стратегии публичной компании. Ключевым этапом представленного алгоритма следует считать комплексную оценку конкурентной позиции, осуществляемую на основе матриц финансовых стратегий.

5. Для проведения комплексной оценки необходимо выбрать актуальные, имеющие связь со стоимостью модели матричных стратегий. Такой выбор также должен быть формализован и давать четкое представление о преимуществах и недостатках каждой модели.

Проведенный анализ по 9 критериям сравнения показал наличие нескольких разнонаправленных подходов к корпоративным финансам в части стратегического управления. С одной стороны, результаты сравнения подтверждают необходимость создания новых моделей матричных стратегий в области управления структурой капитала и финансовой безопасностью, а с другой - позволяют выбрать значимые матричные модели для проведения комплексной оценки эффективности предложенного подхода.

Разработка новых моделей финансовых стратегий должна включать в себя выбор областей финансов, характеризующих модели, статистическое подтверждение наличия связи между будущими параметрами матрицы и индикаторами стоимости при помощи построения уравнений множественной регрессии, дополнение количественной оценки качественной, которая связана с обоснованием разбиения матрицы на квадранты.

6. По итогам 21 эконометрической проверки обосновано применение в матрице Оптимальной Структуры Капитала параметров из области управления инвестициями, дивидендами, финансированием. Аналогичное число проверок было проведено для матрицы Финансовой Безопасности, в основу которой легли параметры рентабельности, мобильности, финансовой устойчивости. Самоанализ разработанных моделей показал, что и они не являются идеальными, но при грамотном использовании выступают качественным инструментом оценки, особенно при комплексном применении.

Выбор соответствующих областей финансов с целью стратегического управления не является случайным. Вопросы оптимальной структуры капитала становятся ключевыми практически с момента возникновения корпоративных финансов. Существует большое количество исследований, результаты которых противоречивы. В то же время не вызывает сомнения тот факт, что управление инвестициями зависит от дивидендной стратегии; дивидендная стратегия, в свою очередь, зависит от чистой прибыли, которая тем больше, чем больше эффективность произведенных инвестиций. Выбор средств финансирования оказывает существенное влияние на стратегию компании в указанных областях. Необходимо рассматривать эти параметры совместно, чтобы учесть их взаимное влияние, сбалансировать данные показатели на оптимальном уровне.

Еще одним важным направлением корпоративных финансов выступает управление рисками. Одной из доминантных сфер в стратегическом управлении считается финансовая безопасность. Принято считать, что она отрицательно влияет на стоимость компании. Однако результаты исследования показывают, что реальное влияние сложнее и при правильном подборе параметров грамотная стратегия в области финансовой безопасности не только ведет к уменьшению риска банкротства, но и увеличивает рыночную стоимость компании.

Разработанные нами модели имеют трехмерный вид, что означает наличие 27 вариантов положения в матрице. Разбиение матрицы на квадранты хотя и соответствует современным представлениям о корпоративных финансах, но требует и соответствующего эмпирического подтверждения. Оно было получено

в рамках использования комплексной оценки, в которую также вошли модели Ж. Франсона и И. Романса, ВШФМ Е.Н. Лобановой.

7. Как показал анализ уравнений регрессии, комплексная оценка имеет существенную связь со всеми индикаторами стоимости. Кроме того, каждая модель по отдельности также показывает меньшую связь с ростом ценности компании, чем в случае их совместного использования. Помимо того, что каждая из моделей имеет свои слабые стороны, которые могут компенсироваться преимуществами другой модели, большее влияние на стоимость качественной оценки достигается благодаря верному разделению матрицы на квадранты. Использование качественной характеристики моделей, исходя из особенностей конкретного квадранта, дает более точные результаты, чем использование самих параметров вне матричного подхода.

8. Что касается анализа результатов исследования, представленного в заключительной части работы, то полученные выводы можно рассматривать как минимум по трем направлениям:

1) анализ эконометрических взаимосвязей и обоснование параметров матриц с точки зрения теории корпоративных финансов.

Построенные уравнения регрессии значимы и позволяют определить направление связи параметров матриц со стоимостью публичной компании. Использование системы проверок способствует достижению более достоверных результатов, поскольку сразу три результирующих признака проявляют связь с выбранными параметрами. Первоначальный отбор параметров матрицы был произведен по нефтехимическому и нефтегазовому секторам, что предопределило проведение как отдельной, так и совместной эконометрической проверки взаимосвязи факторов с результирующими признаками по данным секторам.

Дальнейшее исследование факторов по другим кластерам отечественной экономики подтвердило правомерность использования выбранных параметров. Универсальность матриц Оптимальной Структуры Капитала и Финансовой Безопасности означает применимость данных моделей для управления финансовой стратегией компании. Имеются некоторые отличия по направлениям

связи, которые решено было нивелировать за счет определения трех типов положения по каждому параметру, учитывая все проведенные проверки. Общая проверка всей выборки демонстрирует несколько усредненные результаты по причине наличия разнонаправленной связи у некоторых факторов внутри соответствующего сектора экономики;

2) формирование финансовой стратегии по секторам отечественной экономики.

Анализ финансовой стратегии по секторам отечественной экономики демонстрирует принципиальные отличия между ними в вопросах формирования финансовой стратегии. Сам анализ предоставляет информацию о стратегии секторов по ряду показателей за 8-летний период. Представленная для удобства графическая информация способствует лучшему восприятию и может быть использована в дальнейших исследованиях.

Нормирование показателей по итогам прошлых лет позволяет использовать ретроспективный метод анализа, что значительно упрощает процесс применения указных инструментов и дает возможность с приемлемой точностью прогнозировать будущие средние значения по секторам, уровень развития конкурентов.

В результате комплексной оценки секторов друг относительно друга выявлены кластеры с более и менее эффективной финансовой стратегией в области структуры капитала и финансовой безопасности. Наилучшие позиции демонстрирует нефтегазовый и металлургический секторы, что объясняется не столько их повышенной прибылью и выходом на мировые рынки, сколько именно эффективным управлением финансовой стратегией. Нефтехимический сектор также демонстрирует хорошие позиции в матрицах. Для машиностроительного и энергетического секторов можно рекомендовать корректировку существующей финансовой стратегии;

3) диагностика и моделирование финансовой стратегии ПАО «Нижнекамскнефтехим».

Пример диагностики и моделирования финансовой стратегии публичной компании позволяет более полно понять механизм построения моделей, установить определенную логику проведения анализа. Необходимость комплексной оценки означает существование ситуаций, когда результаты моделей могут быть противоположны. В этом случае желательно прийти к компромиссному значению, которое максимально повысит стоимость компании. Качественная оценка матриц способствует этому.

Таким образом, выводы, полученные в ходе исследования, опираются на базовые концепции корпоративного управления и образуют современный инструментарий практического анализа и эффективного управления конкурентной позицией во взаимосвязи с финансовой стратегией. Дальнейшее развитие результатов исследования возможно на основе проверки новых важнейших соотношений в финансовой стратегии, с их переводом в матричный вид. Детализация целей и показателей должна происходить при помощи системы матричных карт. Также большое значение имеет перевод в матричный вид других функциональных стратегий с обеспечением их единства в рамках реализации основной цели публичной компании.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

### Нормативно-правовые акты

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации [Текст] : [федер. закон: принят Гос. Думой 31 июля 1998 г.: по состоянию на 1 февр. 2015 г.]. - Москва: Проспект, КноРус, 2015. - 320 с.

2. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) [Электронный ресурс] : [федер. закон от 5 авг. 2000 г. № 117-ФЗ : по состоянию на 5 апр. 2016 г.]. - Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс» (дата обращения: 06.04.2017).

3. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : [федер. закон от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : [ред. от 30 дек. 2015 г.]. - Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс» (дата обращения: 15.01.2017).

4. О стратегическом планировании в Российской Федерации [Электронный ресурс] : [федер. закон от 28 июня 2014 г. № 172-ФЗ]. - Доступ из справ.-правовой системы «Консультант плюс» (дата обращения: 20.11.2016).

### Книги, монографии, диссертации

5. Акулов, В.Б. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. пособие / В.Б. Акулов. - 5-е изд. - Москва: Флинта: МПСИ, 2010. - 262 с.

6. Ансофф, И. Стратегическое управление [Текст] / И. Ансофф; под ред. Л.И. Евенко. - Москва: Экономика, 1989. - 562 с.

7. Байбаков, В. Структура капитала корпорации. Теория и практика [Текст] / В. Байбаков, А. Кондакова, Е. Красильников; под ред. И.В. Никитушкиной, С.Г. Макаровой. - Москва: Проспект, 2016. - 112 с.

8. Баумоль, Б. Секреты экономических показателей [Текст] / Б. Баумоль; пер. с англ. О. Теплых. - Москва: Баланс Бизнес Букс, 2016. - 352 с.

9. Баффетт, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями [Текст] / У. Баффетт; пер. с англ. Л. Каннингем. - 4-е изд. - Москва: Альпина Бизнес Букс, 2009. - 268 с.

10. Бланк, И.А. Стратегия и тактика управления финансами [Текст] / И.А. Бланк. - Киев: МП «ИТЕМ лтд»; СП «АДЕФ-Украина», 1996. - 534 с.

11. Бланк, И.А. Финансовая стратегия предприятия [Текст] / И.А. Бланк. - Киев: Ника-Центр, 2004. - 720 с.

12. Брег, Ст.М. Настольная книга финансового директора [Текст] / Ст.М. Брег. - 10-е изд. - Москва: Альпина Паблишер, 2017. - 608 с.

13. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, Ст. Майерс; пер. с англ. В. Окулова. - 2-е изд. - Москва: Вильямс, 2016. - 576 с.

14. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент [Текст] / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт; пер. с англ. под ред. Е.А. Дорофеева. - 10-е изд. - Санкт-Петербург: Питер, 2009. - 960 с.

15. Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент: полный курс [Текст] / Ю. Бригхэм, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. - Санкт-Петербург: Экономическая школа, 1997. - 497 с.

16. Ван Хорн, Дж.К. Основы финансового менеджмента [Текст] / Дж.К. Ван Хорн, Дж.М. Вахович-мл.; пер. с англ. О. Пелявский. - 12-е изд. - Москва: Вильямс, 2016. - 1232 с.

17. Ветлужских, Е. Система вознаграждения: как разработать цели и КРІ [Текст] / Е. Ветлужских. - 2-е изд., перераб. и доп. - Москва: Альпина Паблишер, 2015. - 218 с.

18. Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты [Текст] / Д.Л. Волков. - Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента; Изд. дом Санкт-Петербургского государственного университета, 2008. - 320 с.

19. Воробьев, А.В. Теория и практика формирования и реализации финансовой стратегии предприятий внутреннего водного транспорта Российской Федерации [Текст] : дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10 / Воробьев Алексей Вячеславович. - Нижний Новгород, 2011. - 294 с.

20. Воронкова, А.Э. Стратегическое управление конкурентоспособным потенциалом предприятия: диагностика и организация [Текст] : монография / А.Э. Воронкова. - Луганск: Изд-во национального университета, 2008. - 315 с.

21. Грант, Р.М. Современный стратегический анализ [Текст] / Р.М. Грант; пер. с англ. под ред. В.Н. Фунтова. - 7-е изд. Серия «Классика МВА» . - Санкт-Петербург: Питер, 2012. - 537 с.

22. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран; пер. с англ. Д. Липинского, И. Розмаинского, А. Скоробогатова. - 7-е изд. - Москва: Альпина Пабlishер, 2011. - 1324 с.

23. Дорофеев, М.Л. Матричные методы управления корпоративными финансами [Текст] : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10, 08.00.13 / Дорофеев Михаил Львович. - Москва, 2010. - 139 с.

24. Доугерти, К. Введение в эконометрику [Текст] / К. Доугерти; пер. с англ. О.О. Замкова, Е.Н. Лукаша, О.Ю. Шибалкина. - Москва: ИНФРА-М, 2009. - 465 с.

25. Каплан, Р.С. Организация, ориентированная на стратегию. Как в новой бизнес-среде преуспевают организации, применяющие сбалансированную систему показателей [Текст] / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон; пер. с англ. М. Павлова. - Москва: Олимп-Бизнес, 2009. - 416 с.

26. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика [Текст] / В.В. Ковалев. - 2-е изд. - Москва: ТК «Велби», Проспект, 2007. - 1024 с.

27. Котлер, Ф. Маркетинг менеджмент: экспресс-курс [Текст] / Ф. Котлер, К.Л. Келлер; пер. с англ. под науч. ред. С.Г. Жильцова. - Санкт-Петербург: Питер, 2008. - 480 с.: ил.

28. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; пер. с англ. под науч. ред.

Н.Н. Барышникова. - 3-е изд., перераб. и доп. - Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. - 576 с.

29. Кудина, М.В. Теория стоимости компании [Текст] / М.В. Кудина. - Москва: Форум, Инфра-М, 2010. - 368 с.

30. Лимитовский, М.А. Прикладные корпоративные финансы [Текст] / М.А. Лимитовский, В.П. Паламарчук. - Москва: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. - 392 с.

31. Лобанова, Е.Н. Корпоративный финансовый менеджмент [Текст] / Е.Н. Лобанова. - Москва: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. - 734 с.

32. Мескон, М. Основы менеджмента [Текст] / М. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури; пер. с англ. О. Медведь. - Москва: Вильямс, 2016. - 672 с.

33. Минцберг, Г. Школы стратегий. Стратегическое сафари: экскурсия по делям стратегий менеджмента [Текст] / Г. Минцберг, Б. Альстрэнд, Дж. Лэмпел; под общ. ред. Ю. Каптуревского. - Санкт-Петербург: Питер, 2002. - 330 с.

34. Миркин, Я.М. Финансовая стратегия модернизации экономики [Текст] / Я.М. Миркин, М.М. Кудинова; под ред. Я.М. Миркина. - Москва: Магистр, 2014. - 496 с.

35. Неудачин, В.В. Реализация стратегии компании. Финансовый анализ и моделирование [Текст] / В.В. Неудачин. - Москва: Дело АНХ, 2015. - 168 с.

36. Оводков, Д.А. Финансовая стратегия предприятия и механизм ее разработки [Текст] : монография / Д.А. Оводков, В.В. Гаврилов. - Воронеж: Институт ИТОУР, 2008. - 150 с.

37. Петров, А.Н. Стратегический менеджмент [Текст] : учеб. для вузов / А.Н. Петров. - Санкт-Петербург: Питер, 2010. - 496 с.

38. Пешкова, А.А. Формирование и реализация финансовой стратегии устойчивого развития предприятия: теория, методология, практика [Текст] : дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.10 / Пешкова Александра Александровна. - Ставрополь, 2012. - 367 с.

39. Пименов, Н.А. Управление финансовыми рисками в системе экономической безопасности [Текст] / Н.А. Пименов. - Москва: Юрайт, 2016. - 416 с.
40. Портер, М. Конкуренция [Текст] / М. Портер; пер. с англ. О.Л. Пелявского, А.П. Уриханяна, Е.Л. Усенко, И.А. Шишкиной. - Москва: Вильямс, 2005. - 608 с.
41. Резник, А.Д. Книга для тех, кто не любит статистику, но вынужден ею пользоваться. Непараметрическая статистика в примерах, упражнениях и рисунках [Текст] / А.Д. Резник. - Санкт-Петербург: Речь, 2008. - 265 с.
42. Рид, С.Ф. Искусство слияний и поглощений [Текст] / С.Ф. Рид, А.Р. Лажу; под общ. ред. В. Ионова. - 6-е изд. - Москва: Альпина Паблишер, 2014. - 957 с.
43. Росс, С. Основы корпоративных финансов [Текст] / С. Росс; под общ. ред. Ю.В. Шленова. - Москва: Лаборатория базовых знаний, 2001. - 712 с.
44. Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия [Текст] : учебник / Г.В. Савицкая. - Москва: ИНФРА-М, 2017. - 384 с.
45. Светлов, Е.Е. Управление финансами организации на основе системы ключевых показателей эффективности [Текст] : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / Светлов Евгений Евгеньевич. - Москва, 2008. - 152 с.
46. Скотт, М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости [Текст] / М. Скотт; пер. с англ. А.Н. Исаенко. - Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. - 432 с.
47. Стоянова, Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика [Текст] / Е.С. Стоянова. - 6-е изд. - Москва: Перспектива, 2010. - 656 с.
48. Теслинов, А.Г. Стратегии бизнеса [Текст] : аналитический справочник / А.Г. Теслинов; под общ. ред. Г.Б. Клейнера. - Москва: КОНСЭКО, 2008. - 442 с.
49. Тищенко, А.Н. Экономическая результативность деятельности предприятий [Текст] : монография / А.Н. Тищенко, Н.А. Кизим, Я.В. Догадайло. - Харьков: ИНЖЭК, 2005. - 169 с.

50. Томпсон-мл., А.А. Стратегический менеджмент: Концепции и ситуации для анализа [Текст] / А.А. Томпсон-мл., А.Дж. Стрикленд; под ред. Н.М. Макаровой. - 13-е изд. - Москва: Вильямс, 2007. - 928 с.

51. Хорнгрен, Ч. Управленческий учет [Текст] / Ч. Хорнгрен, Дж. Фостер, Ш. Датар; пер. с англ. О.А. Пинус, М.М. Каверина, Е.С. Шумейко [и др.]. - Санкт-Петербург: Питер, 2007. - 1008 с.

52. Ченг, Ф.Ли. Финансы корпораций: теория, методы и практика [Текст] / Ф.Ли Ченг, Дж.И. Финнерти; пер. с англ. Б.С. Пинскер. - Москва: ИНФРА-М, 2000. - 686 с.

53. Шарп, У. Инвестиции [Текст] / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. - Москва: ИНФРА-М, 2014. - 1028 с.

54. Шим, Дж.К. Финансовый менеджмент [Текст] / Дж.К. Шим, Дж.Г. Сигел. - Москва: Филинь, 2002. - 400 с.

55. Эскиндарова, М.А. Корпоративные финансы [Текст] : учебник / кол. авторов; под ред. М.А. Эскиндаровой, М.А. Федотовой. - Москва: КНОРУС, 2016. - 480 с.

56. Этрилл, П. Финансовый менеджмент для неспециалистов [Текст] / П. Этрилл; пер. с англ. под ред. Е.Н. Бондаревской. - 3-е изд. - Санкт-Петербург: Питер, 2006. - 608 с.

### **Периодические издания**

57. Александрова, М.В. Особенности применения различных методик для предупреждения банкротства отечественных предприятий [Текст] / М.В. Александрова, З.Б. Проскурина // Экономика, социология и право. - 2014. - № 3. - С. 12-14.

58. Алимуратов, М.К. Методологические основы разработки отраслевых финансовых стратегий [Текст] / М.К. Алимуратов, А.Л. Зиярова // Управленческое консультирование. - 2016. - №1 (85). - С. 77-84.

59. Артюхова, И.В. Применение SWOT-анализа для оценки инновационного потенциала фирмы [Текст] / И.В. Артюхова, Е.С. Зотикова // Инновационная наука. - 2015. - № 11 (1). - С. 12-15.

60. Белова, С.А. Финансовая стратегия как фактор повышения эффективности финансовой деятельности предприятий [Текст] / С.А. Белова // Вестник Новгородского филиала РАНХ и ГС. - 2015. - № 4-2. - С. 20-26.

61. Беляев, В.Ю. Особенности разработки финансовой стратегии предприятия в условиях неопределенной среды [Текст] / В.Ю. Беляев, И.А. Горячева // Бюллетень науки и практики. - 2016. - № 10. - С. 223-228.

62. Беспярых, В.И. Финансовая стратегия и организационные формы развития предпринимательства [Текст] / В.И. Беспярых // Инновационное развитие экономики. - 2015. - № 3 (27). - С. 13-18.

63. Билько, Л.В. Роль бюджетирования в реализации финансовой стратегии компании [Текст] / Л.В. Билько // Научный аспект. - 2017. - № 2 (1). - С. 91-96.

64. Бобошко, Н.М. Управление бухгалтерскими рисками в целях обеспечения экономической безопасности организации [Текст] / Н.М. Бобошко, И.В. Рубцов, Е.В. Рубцова // Инновационное развитие экономики. - 2017. - № 3 (39). - С. 216-219.

65. Борисова, О.В. Современные методики оценки финансовой стратегии организации [Электронный ресурс] / О.В. Борисова // Российский экономический интернет-журнал. - 2017. - № 2. - С. 1-13. - Режим доступа: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/7e5/7e5f339388901ccc6ec8e1e478fdead2.pdf>.

66. Боталова А.С. Практика принятия инвестиционных решений в компаниях: зарубежный опыт [Текст] / А.С. Боталова, А.М. Емельянов // Корпоративные Финансы. - 2010. - № 2 (14). - С. 76-83.

67. Брусакова, И.А. Инструментарий оценки эффективности управления корпоративными финансами [Текст] / И.А. Брусакова, М.А. Косухина // Аудит и финансовый анализ. - 2016. - № 3. - С. 467-472.

68. Вахрушева, Е.А. Специфика этапов и факторы в применении модели управления стоимостью компании [Текст] / Е.А. Вахрушева, В.О. Вахрушева // Финансы и кредит. - 2015. - № 36. - С. 33-42.

69. Вечканов, А.С. Разработка модели финансовой стратегии роста стоимости бизнеса [Текст] / А.С. Вечканов // Вестник Поволжского государственного университета сервиса. - 2016. - № 46. - С. 59-65.

70. Власова, К.Э. Финансовая стратегия: теоретические основы и методики разработки [Текст] / К.Э. Власова, Е.В. Кырова // Управление экономическими системами. - 2008. - № 5. - С. 23-25.

71. Гулюгина, Т.И. Критический анализ методов оптимизации структуры капитала предприятия [Текст] / Т.И. Гулюгина // Финансы, денежное обращение и кредит. - 2012. - № 2. - С. 284-287.

72. Даньков, М.Г. Анализ методических подходов к формированию финансовой стратегии корпорации [Текст] / М.Г. Даньков // Вестник НГУЭУ. - 2017. - № 3. - С. 183-204.

73. Дербичева, А.А. Применение различных подходов и методов анализа при формировании финансовой стратегии организации [Текст] / А.А. Дербичева, Н.Н. Губернаторова // Калужский экономический вестник. - 2016. - № 3. - С. 23-25.

74. Джуха, В.М. Выбор сбалансированной системы внутрифирменного менеджмента [Текст] / В.М. Джуха, И.В. Мишурова, Д.В. Николаев // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). - 2017. - № 2 (58). - С. 70-75.

75. Довженко, С.Е. Как оценить финансовую устойчивость предприятия? Нормативы финансовой устойчивости для предприятий строительной отрасли и сельского хозяйства [Текст] / С.Е. Довженко, Е.А. Федорова, М.П. Лазарев // Аудит и финансовый анализ. - 2015. - № 1. - С. 252-256.

76. Дорофеев, М.Л. Сравнительный анализ стратегических моделей финансового менеджмента [Текст] / М.Л. Дорофеев // Финансовый менеджмент. - 2008. - № 2. - С. 31-41.

77. Жуковская, И.В. Эффективность управления инвестиционными ресурсами предприятия [Текст] / И.В. Жуковская // Экономика и управление. - 2010. - № 4 (54). - С. 76-81.

78. Ивановская, Л.В. Стратегическое управление персоналом как фактор усиления конкурентных преимуществ организации [Текст] / Л.В. Ивановская // Вестник университета. - 2017. - № 2. - С. 202-209.

79. Ключева, Е.Ю. Финансовая стратегия предприятия в период экономической нестабильности [Текст] / Е.Ю. Ключева, А.В. Ерохин // Системное управление. - 2010. - № 4. - С. 3-11.

80. Ключникова, О.С. Исследование стратегических перспектив развития предприятия с использованием модели BALANCED SCORECARD [Текст] / О.С. Ключникова // Инновационные технологии в машиностроении, образовании и экономике. - 2017. - № 4-4(6). - С. 5-8.

81. Когденко, В.Г. Особенности финансовой политики компаний в условиях кризиса [Текст] / В.Г. Когденко // Экономический анализ: теория и практика. - 2015. - № 15 (414). - С. 2-14.

82. Кожухметова, М.К. Теории структуры капитала [Текст] / М.К. Кожухметова, А.Б. Мукушев // Статистика, учет и аудит. - 2016. - № 3 (62). - С. 65-73.

83. Красникова, А.В. Оценка эффективности финансовой стратегии предприятия инновационной экономики [Текст] / А.В. Красникова // Экономинфо. - 2017. - № 3. - С. 22-29.

84. Крылов, С.И. Сбалансированная система показателей и финансовый анализ в разработке и реализации финансовой стратегии организации [Текст] / С.И. Крылов // Учет. Анализ. Аудит. - 2015. - № 1. - С. 45-56.

85. Куган, С.Ф. Финансовое управление как фактор повышения конкурентоспособности организации [Текст] / С.Ф. Куган, М.П. Мишкова // Вестник Полоцкого государственного университета. - 2016. - № 5. - С. 81-87.

86. Кузьмичев, М.В. Проблемы совершенствования управления финансовой стратегией предприятия [Текст] / М.В. Кузьмичев // Энергия - XXI век. - 2017. - № 2 (98). - С. 97-107.

87. Куницына, Н.Н. Методы оптимизации структуры капитала организации с учетом факторов внешней среды [Текст] / Н.Н. Куницына, Т.Г. Плешкова // Финансовые исследования. - 2008. - № 1. - С. 51-58.

88. Курилова, А.А. Подходы к регулированию финансовой устойчивости предприятия [Текст] / А.А. Курилова, Н.В. Колачева // Карельский научный журнал. - 2017. - № 1 (18). - С. 67-69.

89. Кутузова, Т.Ф. Методический инструментарий разработки финансовой стратегии предприятия на современном этапе развития экономики [Текст] / Т.Ф. Кутузова, И.В. Усикова // Актуальные проблемы экономики и управления. - 2016. - № 3 (11). - С. 60-67.

90. Лобанов, А.И. Оценка бизнеса в системе управления предприятием [Текст] / А.И. Лобанов, Е.Н. Митюшкина // Пермский финансовый журнал. - 2016. - № 1 (14). - С. 26-50.

91. Лысенко, Д.В. Использование методов экономического анализа в финансовом менеджменте (в условиях экономического кризиса) [Текст] / Д.В. Лысенко // Аудит и финансовый анализ. - 2009. - № 4. - С. 184-226.

92. Малышенко, В.А. Концепция целевой финансово-стратегической устойчивости как системное единение методов фундаментального анализа стратегического развития предприятий [Текст] / В.А. Малышенко, К.А. Малышенко // Экономика и управление: проблемы, решения. - 2017. - № 4. - С. 4-20.

93. Малышенко, В.А. Матричный системный подход обоснования новых методов финансового анализа [Текст] / В.А. Малышенко // Аудит и финансовый анализ. - 2015. - № 5. - С. 214-225.

94. Меньшиков, Е.В. Сущность и содержание финансовой стратегии организации [Текст] / Е.В. Меньшиков // Экономика: вчера, сегодня, завтра. - 2017. - № 2А (7). - С. 28-41.

95. Меркулова, Е.Ю. Основные методы, обеспечивающие оптимизацию структуры капитала предприятия [Текст] / Е.Ю. Меркулова, Н.С. Морозова // Социально-экономические явления и процессы. - 2016. - № 9 (11). - С. 47-53.

96. Миронова, И.Б. Методологический инструментарий развития финансовой стратегии организаций [Текст] / И.Б. Миронова // Вопросы региональной экономики. - 2016. - № 1 (26). - С. 83-88.

97. Мищерина, М.В. Методика и доминанты формирования финансовой стратегии предприятия [Текст] / М.В. Мищерина // Terra Economicus. - 2012. - № 1 (3). - С. 101-103.

98. Осипов, В.И. Формирование финансовой стратегии корпораций и анализ рисков их деятельности [Текст] / В.И. Осипов, Д.Б. Андреев // Вестник Волжского университета имени В.Н. Татищева. - 2016. - № 2, т. 2. - С. 74-78.

99. Палкина, Е.С. Финансовая стратегия как инструмент реализации инвестиционного потенциала организации [Текст] / Е.С. Палкина // Инициативы XXI века. - 2015. - № 4. - С. 30-34.

100. Парамонова, Л.А. Ценностно-ориентированная система внутреннего контроля в стратегическом управлении экономическим субъектом [Текст] / Л.А. Парамонова // Инновационное развитие экономики. - 2016. - № 1 (31). - С. 206-212.

101. Плескова, О.В. Финансовая стратегия компании в концепции жизненного цикла [Текст] / О.В. Плескова // Известия УрГЭУ. - 2016. - № 3 (65). - С. 75-82.

102. Пулотов, И.А. Стратегический анализ финансовой устойчивости предприятия [Текст] / И.А. Пулотов, С.В. Губарьков // Экономика: вчера, сегодня, завтра. - 2016. - № 11А (6). - С. 27-38.

103. Радченко, В.М. Формирование стратегического управления инвестиционной деятельностью предприятия [Текст] / В.М. Радченко, Н.С. Фарион // Энергия - XXI век. - 2017. - № 3 (99). - С. 70-78.

104. Решетько, Н.И. Формирование конкурентной финансовой стратегии предприятия в период кризиса [Текст] / Н.И. Решетько, Ю.И. Башкатова // Интернет-журнал Науковедение. - 2015. - № 1 (26). - С. 1-18.

105. Романова, Л.Е. Учет фактора риска при обосновании финансовых решений [Текст] / Л.Е. Романова, Г.В. Коршунова // Вестник ОрелГИЭТ. - 2017. - № 1 (39). - С. 169-177.

106. Саклакова, Е.В. Оптимальная структура капитала и проблема ее определения [Текст] / Е.В. Саклакова // Вестник СевКавГТИ. - 2017. - № 2 (29). - С. 51-59.

107. Самсонова, Е.А. Сравнительный анализ методик оценки финансового состояния коммерческой организации [Текст] / Е.А. Самсонова // Наука без границ. - 2017. - № 8. - С. 14-21.

108. Семенова, В.П. Оценка применимости моделей структуры капитала для компаний нефтегазовой отрасли РФ [Текст] / В.П. Семенова // Синергия наук. - 2016. - № 1. - С. 4-10.

109. Сергеева, И.Г. Финансовые стратегии обеспечения конкурентоспособности предприятия [Текст] / И.Г. Сергеева, М.В. Дзвинкайте // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». - 2017. - № 1. - С. 61-69.

110. Серова, Е.Г. Исследование взаимосвязи финансовой структуры капитала, риска, прибыльности и стоимости предприятия [Текст] / Е.Г. Серова, И.Н. Гюнтер // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права. - 2017. - № 2 (63). - С. 157-166.

111. Соколова, Н.Н. Финансовая стратегия как важная составляющая общей стратегии компании [Текст] / Н.Н. Соколова, Т.Н. Егорова // Фундаментальные исследования. - 2015. - № 2. - С. 2701-2704.

112. Соловьев, С.Б. Нюансы налогового учета при реорганизации компании в форме слияния и присоединения [Текст] / С.Б. Соловьев // Российский налоговый курьер. - 2009. - № 10. - С. 24-34.

113. Соловьева, Н.А. Подходы к формированию оценки уровня конкурентоспособности организации [Текст] / Н.А. Соловьева, Ш.А. Шовхалов // Креативная экономика. - 2010. - № 2 (38). - С. 50-56.

114. Суетин, С.Н. Современные тенденции развития корпораций [Текст] / С.Н. Суетин, Л.П. Обьедкова // Современные проблемы науки и образования. - 2015. - № 1. - С. 6-10.

115. Тищенко, М.Р. Стратегический анализ и прогнозирование развития экономических систем [Текст] / М.Р. Тищенко, В.Т. Сигуа, Ю.А. Вологжанина // Экономика строительства и городского хозяйства. - 2017. - № 1 (13). - С. 43-52.

116. Ткаченко, Д.Д. Инструменты прогнозирования финансовой стратегии корпорации [Текст] / Д.Д. Ткаченко, Т.Д. Малютина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2015. - № 11 (245). - С. 2-10.

117. Фадеева, Ю.В. Роль балансовых обобщений в системе бухгалтерского учета при формировании финансовой стратегии организации [Текст] / Ю.В. Фадеева // Современные проблемы права, экономики и управления. - 2017. - № 1 (4). - С. 257-262.

118. Федорова, Е.А. Влияние внутренних и внешних факторов на структуру капитала в российских компаниях: эмпирический анализ [Текст] / Е.А. Федорова, М.А. Муратов // Финансы и кредит. - 2015. - № 1. - С. 9-18.

119. Федорова, Е.А. Исследование влияния внутренних факторов на структуру капитала на разных стадиях жизненного цикла российских компаний [Текст] / Е.А. Федорова, Е.Ю. Персидская // Финансы и кредит. - 2016. - № 42. - С. 2-12.

120. Филиппов, Д.В. Принципы и подходы к разработке финансовой стратегии предприятия [Текст] / Д.В. Филиппов, Я.В. Никанорова // Актуальные проблемы экономики и менеджмента. - 2016. - № 4 (12). - С. 68-73.

121. Филиппова, И.А. Комплексная оценка финансовых рисков компании [Текст] / И.А. Филиппова // Вестник КГФЭИ (Казанский экономический вестник). - 2011. - № 3 (24). - С. 66-69.

122. Филиппова, И.А. Риски ликвидности и анализ возможной угрозы банкротства компании [Текст] / И.А. Филиппова // Экономический вестник Республики Татарстан. - 2012. - № 2. - С. 58-63.

123. Хотинская, Г.И. Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности [Текст] / Г.И. Хотинская // Управленец. - 2015. - № 4 (56). - С. 12-17.

124. Цапулина, Ф.Х. Оценка современных факторов, влияющих на финансовую устойчивость предприятия [Текст] / Ф.Х. Цапулина, Э.Н. Рябина, М.Ю. Митрофанова // Вестник ПГТУ. - 2015. - № 2 (26). - С. 80-91.

125. Шнайдер, О.В. К вопросу анализа и оценки финансового состояния и экономического потенциала хозяйствующего субъекта [Текст] / О.В. Шнайдер // Проблемы и перспективы экономики и управления. - 2015. - № 2. - С. 259-265.

126. Якушев М.Ф. Финансовая политика организации: понятие, цели и этапы формирования [Текст] // Финансы и кредит. - 2014. - № 36. - С. 37-44.

#### **Источники на иностранном языке**

127. Andreeva, O.V. Modern financial strategy of large industrial corporations [Text] / O.V. Andreeva // World Applied Sciences Journal. - 2014. - Vol. 29, № 1. - P. 125-129.

128. Chakraborty, I. Capital structure in an emerging stock market: The case of India [Text] / I. Chakraborty // Research in International Business and Finance. - 2010. - № 24. - P. 295-314.

129. Chen, J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies [Text] / J. Chen // Journal of Business Research. - 2004. - № 57. - P. 1341-1351.

130. Cspedes, J. Ownership and capital structure in Latin America [Text] / J. Cspedes, M. Gonzalez, C.A. Molina // Journal of Business Research. - 2010. - № 63. - P. 248-254.

131. Danielsson, J. Model risk of risk models [Text] / J. Danielsson et al. // Journal of Financial Stability. - 2016. - Vol. 23, № 2. - P. 79-91.

132. Delcoure, N. The determinants of capital structure in transitional economies [Text] / N. Delcoure // *International Review of Economics and Finance*. - 2007. - Vol. 3, № 16. - P. 400-415.
133. Henderson, B.D. *Hendemm on Corporate Strategy* [Text] / B.D. Henderson. - Cambridge: Abt Books, 1979. - 568 p.
134. Hernandez, T.M. Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables [Text] / T.M. Hernandez, N. Wilson // *International Review of Financial Analysis*. - 2013. - № 30. - P. 394-419.
135. Higgins, R.C. *Analysis for financial management* [Text] / R.C. Higgins. - 8th Ed. - Boston: Irwin / McGraw-Hill, 2007. - 445 p.
136. Jensen, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [Text] / M. Jensen // *American Economic Review*. - 1986. - Vol. 76, № 2. - P. 323-329.
137. Liang, D. Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study [Text] / D. Liang, Chia-Chi Lu, Chih-Fong Tsai // *European Journal of Operational Research*. - 2016. - Vol. 252, № 2. - P. 561-572.
138. Lopes, A.B. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case [Text] / A.B. Lopes, R.C. de Alencar // *The International Journal of Accounting*. - 2010. - № 45. - P. 443-464.
139. Pettit, J. *Strategic Corporate Finance: Applications in Valuation and Capital Structure* (Wiley Finance) [Text] / J. Pettit. - New York City: Wiley Publisher, 2007. - 284 p.
140. Rajagopal, S. The portability of capital structure theory: Do traditional models fit in an emerging economy? [Text] / S. Rajagopal // *Journal of Finance and Accountancy*. - 2011. - № 5. - P. 1-17.
141. Wiwattanakantang, Y. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms [Text] / Y. Wiwattanakantang // *Pacific-Basin Finance Journal*. - 1999. - № 7. - P. 371-403.

142. Wu, Y. A comparison of alternative bankruptcy prediction models [Text] / Y. Wu, C. Gaunt, S. Gray // Journal of Contemporary Accounting & Economics. - 2010. - Vol. 6, № 1. - P. 34-45.

143. Wu, L. Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans: Evidence from China [Text] / L. Wu, H. Yue // Journal of Banking & Finance. - 2009. - № 33. - P. 30-38.

### **Электронные ресурсы и интернет-источники**

144. Библиотека GNU для регрессий эконометрики и временных рядов: программный пакет для эконометрического анализа «Gretl» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://gretl.sourceforge.net/ru.html> (дата обращения: 12.12.2016).

145. Ваганов, А.П. Как повысить стоимость компании перед ее продажей [Электронный ресурс] / А.П. Ваганов // Деловой мир. - Режим доступа: <https://delovoymir.biz/kak-povysit-stoimost-kompanii-pered-ee-prodazhey.html> (дата обращения: 7.03.2017).

146. Информационный портал о корпоративных финансах [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cfin.ru> (дата обращения: 12.12.2016).

147. Официальный сайт ПАО «Нижекамскнефтехим» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.nknh.ru> (дата обращения: 12.12.2016).

148. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 06.05.2016).

149. Сайт MBA Start: бизнес-образование. Управление реализацией стратегии и оценка ее эффективности: конспект видеолекций [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://mba.ru/mba-start> (дата обращения: 20.02.2016).

150. Система профессионального анализа рынков и компаний «СПАРК» [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru> (дата обращения: 15.04.2017).

151. Сорокин, М. С разумом и эффективностью: матрица финансовых показателей [Электронный ресурс] / М. Сорокин // Финансовый директор. - 2006. - № 5. - Режим доступа: [http://www.sorokin-lab.com/2009/08/blog-post\\_03.html](http://www.sorokin-lab.com/2009/08/blog-post_03.html) (дата обращения: 26.01.2017).

152. Ханин Г.И. Экономический кризис 2008 г. в России: причины и последствия [Электронный ресурс] / Г.И. Ханин // Всероссийский экономический журнал. - 2009. - № 1. - Режим доступа: <http://ecotrends.ru> (дата обращения: 20.02.2016).

153. Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.e-disclosure.ru> (дата обращения: 10.06.2017).

**Приложение А**  
**(справочное)**

**Управление конкурентной позицией компании**  
**по модели Ж. Франсона и И. Романса**

**Таблица А.1 - Характеристика квадрантов по модели Ж. Франсона и И. Романса**

Наименование	Характеристика квадранта	Возможные варианты перехода
Квадрант 1	Компания имеет все возможности для реализации инвестиционного проекта. Она находится на стадии отказа от заемных средств, растут выплаты налогов, дивидендов и растут издержки по оплате текущей задолженности	Если удастся поддержать запас финансовой прочности за счет мобилизации эффекта финансового рычага и поддержать действующий темп роста производства, компания переходит в квадрант 4. В случае реализации инвестиционного проекта переходит в квадрант 2 при более высоких темпах роста оборота и в квадрант 7 при более низких
Квадрант 2	Компания находится в финансовом равновесии	При сокращении финансово-эксплуатационных потребностей (ФЭП) возможен переход в квадрант 4 при достаточных темпах роста или в квадрант 1 при умеренных темпах. Нарращивание заемных средств смещает позиции в квадрант 5, отказ от них - в квадрант 7. Реализуя инвестиционный проект компания попадает в квадрант 6 при низких темпах роста и в квадрант 3 при высоких темпах
Квадрант 3	Отрицательный РХД говорит о том, что фирма либо осуществила инвестиционный проект, либо сократила финансово-эксплуатационные потребности за счет нарастания кредиторской задолженности	Переход в квадрант 5 возможен в случае сокращения финансово-эксплуатационных потребностей предприятия. При этом возрастет рентабельность активов предприятия, увеличатся темпы роста выручки. В случае уменьшения заимствований предприятие может оказаться в квадранте 6, что свидетельствует о наращивании собственных средств фирмой
Квадрант 4	У фирмы достаточно ресурсов для реализации инвестиционного проекта, существует некоторый избыток ликвидных средств	В квадранты 2 и 7 предприятие переместится в случае реализации инвестиционного проекта при высоких и невысоких темпах роста, соответственно. В случае сокращения заемных средств фирма может переместиться в положение 1. Ослабевает сила воздействия финансового рычага, снижается и рентабельность собственных средств

## Окончание таблицы А.1

Наименование	Характеристика квадрантов	Возможные варианты перехода
Квадрант 5	Положение предприятия достаточно хорошее, устойчивое, существует излишек ликвидных средств, появляется возможность не только укрепиться на собственном сегменте рынка, но и расширить свой за счет диверсификации	При высоком уровне рентабельности и при росте финансовых выплат, связанных с наращиванием производства, фирма может переместиться в квадрант 2. При снижении экономической рентабельности эта фирма может ухудшить свое положение и переместиться в квадрант 6. Но в данное положение попадает фирма с диверсифицированной структурой
Квадрант 6	РФХД меньше нуля за счет очень большой отрицательной величины РХД. Возможно, что фирма или только что реализовала инвестиционный проект, или осуществила диверсификацию своего производства. Имеется некоторый дефицит ликвидных средств	Для попадания в квадрант 2 требуется восстановить рентабельность активов до приемлемой величины (необходимо сократить все расходы). Следует поработать и над сокращением ФЭП, в том числе и за счет грамотного управления дебиторской и кредиторской задолженностью предприятия. Снижение использования заемных средств при проведении указанных мероприятий сместит положение в квадрант 7. Если экономическая рентабельность и дальше будет снижаться - в квадрант 9
Квадрант 7	Дефицит ликвидных средств	Если экономическая рентабельность будет расти быстрее оборота, то возможен переход в положение 2 или 1. Для этого требуется манипуляция дебиторской и кредиторской задолженностью, постоянными издержками. Если экономическая рентабельность не будет расти, наиболее вероятный сценарий - углубление кризиса (переход в квадрант 9 может быть через положение 6)
Квадрант 8	У фирмы ярко выраженный избыток ликвидных средств. Если фирма сможет эффективно ими распорядиться, то положение станет стабильным. Нельзя попасть в квадрант 8 традиционным переходом из другого квадранта	Лучший вариант - превращение компании в материнское общество. При излишке заемных средств - квадрант 4. Возможно перемещение в квадрант 5 вследствие исчерпания рынка материнской компании из-за сокращения спроса на ее продукцию
Квадрант 9	Реальное кризисное положение предприятия	Следует осуществлять дезинвестиции, заручиться финансовой поддержкой правительства или материнской компании, произвести дробление предприятия (позволит резко сэкономить на постоянных издержках и сократить величину ФЭП). В таком случае возможен переход в квадрант 6 или 7
Источник: составлено автором на основе [79, с. 402].		

**Приложение Б**  
**(обязательное)**

**Расчет элементов по матрице Ж. Франсона и И. Романса**

**Таблица Б.1 - ПАО «Нижнекамскнефтехим», 2013-2014 гг.**

Показатели	Млн руб.	
	2013	2014
Выручка от продажи	119 826,1	132 893,0
Прямые затраты	(86 116,5)	(95 853,6)
Брутто-результат эксплуатации инвестиций	33 709,6	37 039,4
Изменение текущих финансовых потребностей	(-1 566,1)	(899,8)
Производственные долгосрочные инвестиции	(7 714,8)	(7 893,7)
Доходы от реализации внеоборотных активов	64,5	185,2
РХД	27 625,4	28 431,1
Изменение заемных средств	280,5	516
Проценты к уплате	(218)	(352,4)
Дополнительный налог на прибыль	(-15,1)	(19,2)
Выплачиваемые дивиденды	(5 088,1)	(1 830,2)
Поступления от эмиссии	0	0
Доходы от участия в других организациях	73,5	37,9
Приобретение акций других организаций	(956,5)	(420,0)
Приобретение долговых ценных бумаг и предоставление займов	(1,9)	(21,7)
Возврат займов (которые выдавала компания) и продажа долговых ценных бумаг	1,6	2,3
Продажа акций	3	0
Проценты к получению	279	255,1
РФД	-5 611,8	-1 832,2

**Таблица Б.2 - ПАО «Нижнекамскнефтехим», 2010-2012 гг.**

Показатели	Млн руб.		
	2010	2011	2012
Выручка от продажи	94 407,1	122 699,8	125 247
Прямые затраты	(67 511,3)	(85 457,4)	(86 118,1)
Брутто-результат эксплуатации инвестиций	26 895,8	37 242,4	39 128,9
Изменение текущих финансовых потребностей	(7 320)	(7 688,5)	(-161,2)
Производственные долгосрочные инвестиции	(1 560,8)	(7 857,5)	(10 336)
Доходы от реализации внеоборотных активов	4,9	4,2	100,1
РХД	18 019,9	21 700,6	29 054,2
Изменение заемных средств	-3 257,1	-2 469,4	-5 046
Проценты к уплате	(1 049,1)	(744,4)	(408,1)
Дополнительный налог на прибыль	(236,3)	(119,5)	(13,3)
Выплачиваемые дивиденды	(128,1)	(2 152,4)	(4 319,4)
Поступления от эмиссии	0	0	0
Доходы от участия в других организациях	76,6	179,6	1 783,1
Приобретение акций других организаций	(102)	(0)	(79,3)
Приобретение долговых ценных бумаг и предоставление займов	(258,9)	(881,2)	(3,2)
Возврат займов (которые выдавала компания) и продажа долговых ценных бумаг	367,8	3 223,8	2,9
Продажа акций	0	671,1	0,4
Проценты к получению	22,5	161,3	334,6
РФД	-4 564,6	-2 131,1	-7 748,3

Таблица Б.3 - ПАО «Нижнекамскнефтехим», 2007-2009 гг.

Млн руб.

Показатели	2007	2008	2009
Выручка от продажи	58 726,1	70 978	60 262,1
Прямые затраты	(42 075,5)	(51 553,3)	(44 729,2)
Брутто-результат эксплуатации инвестиций	16 650,6	19 424,7	15 532,9
Изменение текущих финансовых потребностей	(117,5)	(-1 369,5)	(-4 576,8)
Производственные долгосрочные инвестиции	(5 816,8)	(4 248,7)	(1 619,9)
Доходы от реализации внеоборотных активов	38,2	30,9	7,3
РХД	10 754,5	16 576,4	18 497,1
Изменение заемных средств	753	5 521,5	-3 157,7
Проценты к уплате	(737,9)	(780,9)	(1 127,9)
Налог на прибыль	(166,2)	(224,6)	(26,1)
Выплачиваемые дивиденды	(997,1)	(1 229)	(567)
Поступления от эмиссии	0	0	0
Доходы от участия в других организациях	68,5	133,6	602,4
Приобретение акций других организаций	(98,3)	(44,4)	(0,5)
Приобретение долговых ценных бумаг и предоставление займов	(1 187,8)	(1 232,6)	(5,5)
Возврат займов (которые выдавала компания) и продажа долговых ценных бумаг	1 351,9	362,3	1 075,4
Продажа акций	0	0	0
Проценты к получению	53,9	33,7	54,6
РФД	-960	2 539,6	-3 152,3

Таблица Б.4 - ОАО «Газпром», 2013-2014 гг.

Млн руб.

Показатели	2013	2014
Выручка от продажи	3 933 335,3	3 990 280,2
Прямые затраты	(1 326 007,9)	(1 396 129,2)
Брутто-результат эксплуатации инвестиций	2 607 327,4	2 594 151
Изменение текущих финансовых потребностей	(104 234,0)	(-157 172,7)
Производственные долгосрочные инвестиции	(28 075,4)	(45 994,4)
Доходы от реализации внеоборотных активов	989	972,1
РХД	2 476 007	2 706 301,4
Изменение заемных средств	298 818,1	524 736,8
Проценты к уплате	(74 147,5)	(84 333,4)
Дополнительный налог на прибыль	(8 062,2)	(6 255,6)
Выплачиваемые дивиденды	(141 804,3)	(170 449,3)
Поступления от эмиссии		0
Доходы от участия в других организациях	110 443,0	378 170,3
Приобретение акций других организаций	(118 771,1)	(81 174,6)
Приобретение долговых ценных бумаг и предоставление займов	(100 526)	(116 393,2)
Возврат займов (которые выдавала компания) и продажа долговых ценных бумаг	6 082,1	467,1
Продажа акций	1 170,4	11 011,0
Проценты к получению	17 881,5	52 168,2
РФД	-8 916	507 947,9

Таблица Б.5 - ОАО «Газпром», 2010-2012 гг.

Млн руб.

Показатели	2010	2011	2012
Выручка от продажи	2 879 390,3	3 534 341,4	3 659 150,8
Прямые затраты	(890 531,4)	(1 044 127,8)	(1 187 096,6)
Брутто-результат эксплуатации инвестиций	1 988 858,9	2 490 213,6	2 472 054,2
Изменение текущих финансовых потребностей	(267 742,5)	(534 327,6)	(-279 563,2)
Производственные долгосрочные инвестиции	(866,6)	(2 518,6)	(911,5)
Доходы от реализации внеоборотных активов	264,6	402,6	1 089,7
РХД	1 720 514,4	1 953 770,0	2 751 795,6
Изменение заемных средств	-90 089,8	256 183,1	52 375,6
Проценты к уплате	(69 261,4)	(63 580,4)	(76 671,4)
Налог на прибыль	(22 792,9)	(9 926,5)	(18 058,9)
Выплачиваемые дивиденды	(56 579,7)	(91 143)	(212 351,4)
Поступления от эмиссии	0	0	0
Доходы от участия в других организациях	41 380,2	78 657,1	110 415,1
Приобретение акций других организаций	(88 235,7)	(110 245,2)	(78 935,7)
Приобретение долговых ценных бумаг и предоставление займов	(72 461,0)	(6 620,9)	(14 820,0)
Возврат займов (которые выдавала компания) и продажа долговых ценных бумаг	103 955,4	13 858,0	5 023,6
Продажа акций	0	7 632,8	2 700,0
Проценты к получению	6 116,6	8 227,7	10 290,6
РФД	-247 968,3	83 042,7	-220 032,5

Таблица Б.6 - ОАО «Газпром», 2007-2009 гг.

Млн руб.

Показатели	2007	2008	2009
Выручка от продажи	1 774 979,4	2 507 009,5	2 486 940,6
Прямые затраты	(518 951)	(660 651,8)	(870 383,7)
Брутто-результат эксплуатации инвестиций	1 256 028,4	1 846 357,7	1 616 556,8
Изменение текущих финансовых потребностей	(220 689,5)	(373 019,5)	(100 867,8)
Производственные долгосрочные инвестиции	(14 312,9)	(7 289,6)	(1 347,9)
Доходы от реализации внеоборотных активов	267,6	282,2	78,3
РХД	1 021 293,6	1 466 330,8	1 514 419,5
Изменение заемных средств	307 458,6	103 206,1	54 667,0
Проценты к уплате	(53 551,2)	(57 968,6)	(79 988,3)
Налог на прибыль	(9 547,8)	(31 098,7)	(10 034,9)
Выплачиваемые дивиденды	(60 130,7)	(62 967,0)	(8 522,5)
Поступления от эмиссии	0	0	0
Доходы от участия в других организациях	44 696,5	39 441,0	96 044,5
Приобретение акций других организаций	(268 239,5)	(201 686,6)	(235 194,7)
Приобретение долговых ценных бумаг и предоставление займов	(125 290,4)	(161 372,7)	(101 464,2)
Возврат займов (которые выдавала компания) и продажа долговых ценных бумаг	56 281,5	141 919,7	99 010,7
Продажа акций	0	0	0
Проценты к получению	13 046,5	13 735,8	9 499,7
РФД	-95 276,5	-216 791,0	-175 982,7

**Приложение В**  
**(справочное)**

**Рекомендации по стратегическому финансовому управлению  
конкурентной позицией на основе модели ВШФМ**

**Таблица В.1 - Общие рекомендации по модели ВШФМ**

Модель формирования финансовой стратегии	Моделирование конкурентной позиции компании в рамках реализации финансовой стратегии
<p>Матрица финансовых стратегий Е.Н. Лобановой</p>	<p>Худшим вариантом является положение в правом нижнем квадранте, поскольку происходит необоснованное привлечение заемных средств и обеспечение темпов роста исключительно за их счет. В подобной ситуации необходимо провести меры по реструктуризации всей деятельности компании, заново сформировать корпоративную стратегию развития. Возможно резкое снижение деловой активности и темпов роста, что позволит перейти в нижний левый квадрант. Для улучшения позиций компаний из нижнего левого квадранта необходимо улучшить уровень управленческой деятельности, повысить отдачу инвестиций, в том числе посредством реализации выгодных долгосрочных проектов (возможно, инновационных) с целью приращения корпоративной стоимости компании. Для нижних квадрантов может быть обоснована стратегия выхода из бизнеса со всеми вытекающими отсюда финансовыми последствиями. Для компаний верхних квадрантов можно порекомендовать реализацию масштабных инвестиций в фиксированные активы, применение инструментов слияния и поглощения. Более рискованно, а значит, и доходна деятельность компаний из правого верхнего квадранта, которым следует увеличить долю собственного капитала. Компаниям стоит сократить выплату дивидендов, привлечь дополнительный капитал. В противном случае, можно снизить объемы производства и масштабы деятельности в целях уменьшения фактических темпов роста продаж. Левому квадранту, наоборот, следует увеличить долю внешних заимствований. Компаниям правого верхнего квадранта имеет смысл подумать об использовании такого финансового инструмента, как проектное финансирование. Также допустимо увеличение выплаты дивидендов, выкуп собственных акций на имеющиеся «излишки», развитие инвестиций: как внутренних, так и внешних за счет осуществления поглощений</p>
<p>Источник: составлено автором на основе [36; 49; 51].</p>	

**Приложение Г**  
**(обязательное)**

**Пример рассчитанных значений факторов для проверки первой гипотезы**

**Таблица Г.1 - ПАО «Нижнекамскнефтехим», ОАО «Газпром нефтехим Салават»,  
ОАО «Казаньоргсинтез», 2013-2014 гг.**

Показатели	ПАО «Нижнекамскнефтехим»		ОАО «Газпром нефтехим Салават»		ОАО «Казань- оргсинтез»	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Debt 1 = D / E	0,3390	0,2857	4,2053	10	1,9436	1,5571
Debt 2 = скор D / E скор	0,1040	0,0998	2,8292	10	1,5172	1,1160
Debt 3 = D / ЧП1	3,3628	2,0902	10	7,2231	10	4,5242
Debt 4 = D скор / ЧП1	0,9216	0,6611	10	5,0067	8,7987	3,2428
Inv 1 = ROIC	0,1200	0,1534	0,0562	-0,2681	0,1305	0,2476
Inv 2 = Инвестиции / Активы	0,1072	0,0956	0,1857	0,1935	0,0304	0,1720
Inv 3 = ROIC · Inv 2	0,0129	0,0147	0,0104	-0,0519	0,0040	0,0426
Inv 4 = Инвестиции / ЧПо	0,5116	1,3689	10	10	0,3407	3,6439
Div 1 = Div выплаты / ЧПо	0,3001	0,3006	0	0	0,3000	0,3019
Div 2 = Div выплаты / ЧП1	0,8356	0,1974	0	0	0,4569	0,1059
Div 3 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧПо	0,2642	0,2646	0	0	0,2909	0,2879
Div 4 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧП1	0,7356	0,1738	0	0	0,4430	0,1010
Inv 5 = Инвестиции / ЧП1	1,4244	0,8993	10	1,4396	0,5188	1,2780
MBR = Рыночная капитализация / (УК + НП)	0,8687	0,6130	4,6129	10	1,0374	1,4393
MBR = Рыночная капитализация / Балансовая стоимость	0,5784	0,4310	0,8383	0,7125	0,3497	0,5598
ROIC - WACC	-0,0691	-0,0465	-0,0995	-0,4600	-0,0569	0,0572

Таблица Г.2 - ПАО «Нижнекамскнефтехим», 2007-2012 гг.

Показатели	ОАО «Нижнекамскнефтехим»					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Debt 1 = D / E	0,7908	1,0114	0,9765	0,6395	0,4162	0,2638
Debt 2 = D скор / E	0,7628	1,0538	0,8606	0,4374	0,2494	0,1007
Debt 3 = D / ЧП	5,4516	10	10	3,2019	1,3950	0,9242
Debt 4 = D скор / ЧП	3,3541	10	10	1,7906	0,7199	0,3144
Inv 1 = ROIC	0,1660	0,0678	0,0635	0,2165	0,3109	0,3100
Inv 2 = Инвестиции / Активы	0,1404	0,0965	0,0285	0,0326	0,1277	0,1388
Inv 3 = ROIC · Inv 2	0,0233	0,0065	0,0018	0,0071	0,0397	0,0430
Inv 4 = Инвестиции / ЧПо	2,1370	1,3489	0,9218	4,5291	1,1288	0,7228
Div 1 = Div выплаты / ЧПо	0,3000	0,3000	0,3215	0,3019	0,2780	0,2997
Div 2 = Div выплаты / ЧП	0,2434	0,6968	1,3363	0,0178	0,1493	0,2548
Div 3 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧПо	0,2641	0,2641	0,2830	0,2658	0,2448	0,2638
Div 4 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧП	0,2143	0,6134	1,1765	0,0157	0,1315	0,2243
Inv 5 = Инвестиции / ЧП	1,7339	3,1328	3,3820	0,2678	0,6063	0,6145
MBR = Рыночная капитализация / (УК + НП)	2,1123	0,4889	1,2533	1,3495	1,0382	0,9960
MBR = Рыночная капитализация / Балансовая стоимость	0,7476	0,1551	0,4084	0,6671	0,6298	0,7008
ROIC - WACC	-0,0157	-0,1075	-0,1313	0,0158	0,1128	0,1050

Таблица Г.3 - ОАО «Газпром нефтехим Салават», 2007-2012 гг.

Показатели	ОАО «Газпром нефтехим Салават»					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Debt 1 = D / E	1,7918	1,4966	2,3800	2,4206	2,8223	4,2998
Debt 2 = D скор / E	1,2346	1,2116	1,4206	1,3998	1,8659	2,1127
Debt 3 = D / ЧП	8,2455	6,2616	-10	10	10	10
Debt 4 = D скор / ЧП	5,1335	4,7044	-8,2998	9,9407	9,7382	10
Inv 1 = ROIC	0,1558	0,1481	-0,0580	0,1459	0,1193	0,0729
Inv 2 = Инвестиции / Активы	0,2095	0,8366	0,0848	0,1019	0,2555	0,1857
Inv 3 = ROIC · Inv 2	0,0326	0,1239	-0,0049	0,0149	0,0305	0,0135
Inv 4 = Инвестиции / ЧПо	3,2875	10	1,0351	-2,3608	7,7743	5,0688
Div 1 = Div выплаты / ЧПо	0,0057	0,0047	0,0032	0	0,4994	0,4300
Div 2 = Div выплаты / ЧП	0,0047	0,0032	-0,0057	0	0,3505	10
Div 3 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧПо	0,0057	0,0047	0,0032	0	0,4994	0,4300
Div 4 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧП	0,0047	0,0032	-0,0057	0	0,3505	10
Inv 5 = Инвестиции / ЧП	2,6910	8,7383	-1,8229	2,6691	5,4557	10
MBR = Рыночная капитализация / (УК + НП)	2,3902	1,7796	2,0861	1,5739	4,1371	5,0121
MBR = Рыночная капитализация / Балансовая стоимость	0,7734	0,6613	0,5666	0,4265	1,0108	0,8827
ROIC - WACC	-0,0109	-0,0160	-0,2724	-0,0310	-0,0372	-0,0873

Таблица Г.4 - ОАО «Казаньоргсинтез», 2007-2012 гг.

Показатели	ОАО «Казаньоргсинтез»					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Debt 1 = D / E	1,9512	3,7165	5,0510	4,2376	4,3148	2,5126
Debt 2 = D скор / E	1,8568	3,7602	5,2906	4,4431	3,6416	2,0372
Debt 3 = D / ЧП	9,8174	-10	-10	10	10	8,6888
Debt 4 = D скор / ЧП	8,0219	-10	-10	10	10	7,0450
Inv 1 = ROIC	0,1100	-0,0756	-0,0820	0,1188	0,0838	0,1960
Inv 2 = Инвестиции / Активы	0,3036	0,2274	0,0489	0,0464	0,0234	0,0240
Inv 3 = ROIC · Inv 2	0,0334	-0,0172	-0,0040	0,0055	0,0020	0,0047
Inv 4 = Инвестиции / ЧПо	5,3133	3,9257	-0,7863	-0,9755	0,9046	2,1916
Div 1 = Div выплаты / ЧПо	0,2999	0,2999	0	0	0,3048	0,3002
Div 2 = Div выплаты / ЧП1	0,2545	-0,2793	0	0	0,7834	0,0400
Div 3 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧПо	0,2864	0,2884	0	0	0,2782	0,2449
Div 4 = Div выплаты по обыкн. акциям / ЧП1	0,2430	-0,2686	0	0	0,7151	0,0326
Inv 5 = Инвестиции / ЧП1	4,5082	-3,6555	-1,0397	1,8068	2,3254	0,2918
MBR = Рыночная капитализация / (УК + НП)	2,2609	0,6404	1,8423	1,9247	0,8487	0,8730
MBR = Рыночная капитализация / Балансовая стоимость	0,6527	0,1080	0,2247	0,2873	0,1602	0,2464
ROIC - WACC	-0,0410	-0,2350	-0,2574	-0,0719	-0,1002	0,0046

**Приложение Д**  
**(обязательное)**

**Показатели стратегии в области финансовой безопасности**  
**(факторы уравнения регрессии)**

**Таблица Д.1 - Методика расчета показателей финансовой безопасности**

Показатели	Методика расчета
X1: A1 / П1	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) / Кредиторская задолженность
X2: A2 / П2	(Краткосрочная дебиторская задолженность + Прочие оборотные активы) / (Краткосрочные заемные средства + Прочие краткосрочные обязательства)
X3: A3 / П3	(Запасы + Долгосрочные финансовые вложения) / Долгосрочные кредиты и займы (IV)
X4: A4 / П4	(Внеоборотные активы (I) - Долгосрочные финансовые вложения + Долгосрочная дебиторская задолженность) / (Собственный капитал (III) + Доходы будущих периодов + Оценочные обязательства - НДС)
X5: Коэфф. абс. ликв.	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения) / (Краткосрочные обязательства (V) - Доходы будущих периодов - Оценочные обязательства)
X6: Коэфф. быстр. ликв.	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения + Краткосрочная дебиторская задолженность) / (Краткосрочные обязательства (V) - Доходы будущих периодов - Оценочные обязательства)
X7: Коэфф. тек. ликв.	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения + Краткосрочная дебиторская задолженность + Запасы + Прочие оборотные активы) / (Краткосрочные обязательства (V) - Доходы будущих периодов - Оценочные обязательства)
X8: Коэфф. обеспеченности собственными оборотными средствами (СОС)	(Собственный капитал (III) - Внеоборотные активы (I)) / Запасы
X9: Коэфф. обеспеченности СОС и долгосрочными займами	(Собственные оборотные средства + Долгосрочные обязательства (IV)) / Запасы
X10: Коэфф. обеспеченности источников (ОИС)	(Собственные оборотные средства + Долгосрочные обязательства (IV) + Краткосрочные заемные средства) / Запасы
X11: Коэфф. автономии	Собственный капитал (III) / Активы (Баланс)
X12: Финансовый леверидж	Заемный капитал (IV+V) / Собственный капитал (III)
X13: Коэфф. маневренности СОС	(Собственный капитал (III) - Внеоборотные активы (I)) / Собственный капитал (III)
X14: Коэфф. мобильности активов	Оборотные активы (II) / Активы (Баланс)

## Окончание таблицы Д.1

Показатели	Методика расчета
X15: Коэфф. мобильности оборотных активов	Денежные средства / Оборотные активы (II)
X16: Коэфф. напряженности	Заемный капитал (IV+V) / Активы (Баланс)
X17: Индекс постоянного актива	Внеоборотные активы (I) / Собственный капитал (III)
X18: Коэфф. долгосрочного привлечения заемных средств	Долгосрочные обязательства (IV) / (Долгосрочные обязательства (IV) + Собственный капитал (III))
X19: Рентабельность продаж	Прибыль от продаж / Выручка
X20: Рентабельность по чистой прибыли	Чистая прибыль / Выручка
X21: Рентабельность продукции	Прибыль от продаж / Себестоимость
X22: Рентабельность активов	Чистая прибыль / Среднегодовое значение активов
X23: Рентабельность собственного капитала	Чистая прибыль / Собственный капитал на начало года
X24: Рентабельность заемного капитала	Чистая прибыль / Среднегодовое значение обязательств
X25: Рентабельность внеоборотного капитала	Чистая прибыль / Среднегодовое значение внеоборотного капитала
Источник: составлено автором на основе: [70; 89; 109].	

**Приложение Е**  
**(обязательное)**

**Рассчитанные значения факторов для проверки второй гипотезы**

**Таблица Е.1 - ОАО «Нижнекамскнефтехим», 2007-2014 гг.**

Фактор	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
X1	0,0476	0,2139	0,2536	0,4194	0,7885	0,6050	0,2410	0,6839
X2	2,5250	6,7649	0,8619	1,4435	2,8733	4,1693	2,2472	2,1078
X3	1,0856	0,5991	1,1664	1,4749	1,8322	3,4298	6,2092	5,1684
X4	1,0561	1,2769	1,2434	0,9462	0,7590	7,4872	0,7995	0,7563
X5	0,0340	0,1875	0,1515	0,2392	0,5548	0,4725	0,1744	0,4706
X6	0,7578	1,0224	0,4487	0,7024	1,3927	1,3695	0,7854	1,1046
X7	1,3186	1,5907	0,7696	1,2325	2,4516	2,5051	1,5815	2,0003
X8	-1,2695	-2,7702	-2,4817	-0,7526	0,7131	0,9545	0,5267	0,8514
X9	0,7283	1,1534	-0,5324	0,6204	1,6656	1,3464	0,7557	1,1270
X10	1,1985	1,3643	0,7223	1,3903	1,9492	1,5420	1,0988	1,4839
X11	0,5584	0,4972	0,5059	0,6099	0,7061	0,7912	0,7468	0,7778
X12	0,7908	1,0114	0,9765	0,6395	0,4163	0,2638	0,3390	0,2857
X13	-0,2651	-0,4924	-0,4779	-0,1375	0,1680	0,1847	0,1131	0,1607
X14	0,2936	0,2580	0,2523	0,3062	0,4125	0,3549	0,3377	0,3472
X15	0,0127	0,0390	0,1568	0,1484	0,2140	0,1821	0,1054	0,2283
X16	0,4416	0,5028	0,4941	0,3901	0,2939	0,2088	0,2532	0,2222
X17	1,2651	1,4924	1,4779	1,1375	0,8320	0,8153	0,8869	0,8393
X18	0,2943	0,4109	0,2729	0,2005	0,1833	0,0705	0,0469	0,0495
X19	0,1197	0,1056	0,0480	0,1303	0,1636	0,1572	0,1039	0,0999
X20	0,0698	0,0248	0,0070	0,0760	0,1175	0,1354	0,0508	0,0697
X21	0,1493	0,1296	0,0557	0,1623	0,2112	0,2034	0,1268	0,1209
X22	0,0849	0,0328	0,0074	0,1237	0,2268	0,2363	0,0781	0,1103
X23	0,1629	0,0632	0,0146	0,2484	0,3997	0,3510	0,1025	0,1535
X24	0,1900	0,0691	0,0149	0,2804	0,6742	0,9478	0,3369	0,4652
X25	0,1240	0,0448	0,0100	0,1716	0,3561	0,3827	0,1194	0,1678
Y1	2,1123	0,4889	1,2533	1,3495	1,0382	0,9960	0,8687	0,6130
Y2	0,7476	0,1551	0,4084	0,6671	0,6298	0,7008	0,5784	0,4310
Y3	-0,0157	-0,1075	-0,1313	0,0158	0,1128	0,1050	-0,0691	-0,0465

Таблица Е.2 - ОАО «Газпром нефтехим Салават», 2007-2014 гг.

Фактор	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
X1	0,4386	0,7698	0,2234	0,2462	0,3802	0,3778	0,2728	0,1385
X2	2,0175	1,0954	1,2316	1,2932	1,0417	0,6690	1,0006	0,6898
X3	0,4472	0,6530	0,9121	0,9120	0,5958	0,9414	0,4581	0,4137
X4	1,5950	1,3569	1,8427	1,7477	2,1858	3,1500	3,1444	10,0000
X5	0,0989	0,4004	0,1545	0,1588	0,2114	0,2310	0,1562	0,0776
X6	0,3122	0,9260	0,5339	0,6179	0,6704	0,4714	0,5687	0,3654
X7	0,4251	1,3586	0,8237	0,9371	0,9863	0,6512	0,8268	0,7221
X8	-1,5217	-2,2130	-2,5223	-1,7612	-2,1395	-3,3211	-3,8515	-4,0690
X9	1,2151	0,9638	-0,3419	0,0632	0,2422	-1,9042	-0,5763	-0,7381
X10	2,1497	2,0728	0,7230	1,1757	1,5907	0,4942	1,1701	0,4856
X11	0,3582	0,4005	0,2959	0,2923	0,2616	0,1887	0,1921	0,0289
X12	1,7918	1,4966	2,3800	2,4206	2,8223	4,2998	4,2053	10,0000
X13	-0,4775	-0,6002	-1,0653	-0,8598	-1,0817	-1,8578	-2,1838	-10,0000
X14	0,4708	0,3590	0,3890	0,4563	0,4554	0,4608	0,3883	0,3415
X15	0,0584	0,1119	0,1418	0,0807	0,1328	0,2651	0,1133	0,0464
X16	0,6418	0,5995	0,7041	0,7077	0,7384	0,8113	0,8079	0,9711
X17	1,4775	1,6002	2,0653	1,8598	2,0817	2,8578	3,1838	10,0000
X18	0,4620	0,4628	0,4794	0,4711	0,5463	0,4421	0,6500	0,9469
X19	0,0620	0,1365	-0,0104	0,0759	0,0695	0,0116	0,0155	0,0407
X20	0,0408	0,0545	-0,0478	0,0258	0,0276	0,0008	0,0113	-0,0979
X21	0,0840	0,2083	-0,0132	0,1113	0,1032	0,0161	0,0217	0,0580
X22	0,0869	0,1033	-0,0501	0,0401	0,0509	0,0013	0,0165	-0,1453
X23	0,2773	0,3138	-0,1351	0,1502	0,2018	0,0056	0,0899	-0,8233
X24	0,1350	0,1669	-0,0765	0,0562	0,0695	0,0016	0,0204	-0,1622
X25	0,1588	0,1754	-0,0802	0,0687	0,0914	0,0024	0,0286	-0,2282
Y1	2,3902	1,7796	2,0861	1,5739	4,1371	5,0121	4,6129	10
Y2	0,7734	0,6613	0,5666	0,4265	1,0108	0,8827	0,8383	0,7125
Y3	-0,0109	-0,0160	-0,2724	-0,0310	-0,0372	-0,0873	-0,0995	0,0753

Таблица Е.3 - ОАО «Казаньоргсинтез», 2007-2014 гг.

Фактор	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
X1	0,1398	0,0635	0,1794	0,2202	0,2745	0,4761	0,4030	1,7588
X2	0,7306	0,2747	0,0474	0,8992	4,6220	0,6626	0,3279	0,1797
X3	0,3139	0,1680	1,9916	0,1503	0,1678	0,2211	0,2907	0,4486
X4	2,2944	4,1054	5,3024	4,5236	4,4268	2,8223	2,3369	1,5380
X5	0,0649	0,0289	0,0285	0,1639	0,2544	0,3289	0,2365	0,6982
X6	0,4566	0,1788	0,0683	0,3936	0,5635	0,5024	0,3425	0,7838
X7	1,3152	0,6035	0,1805	1,2123	2,0848	1,5824	1,2669	1,1863
X8	-2,7982	-6,9234	-7,7605	-6,4079	-5,2466	-3,9636	-3,1368	-1,8005
X9	0,4189	-0,9156	-7,2534	0,3028	0,7431	0,5719	0,3118	0,4371
X10	0,9401	0,1852	0,0476	0,6147	0,7924	0,8663	0,7734	2,0253
X11	0,3388	0,2120	0,1653	0,1909	0,1882	0,2847	0,3397	0,3911
X12	1,9512	3,7165	5,0510	4,2376	4,3148	2,5126	1,9435	1,5571
X13	-1,2458	-3,0766	-4,1858	-3,4230	-3,3855	-1,8036	-1,3246	-0,5650
X14	0,2390	0,1357	0,1430	0,1555	0,1749	0,2018	0,2103	0,3880
X15	0,0476	0,0307	0,1576	0,1313	0,1184	0,2009	0,1803	0,2349
X16	0,6612	0,7880	0,8347	0,8091	0,8118	0,7153	0,6603	0,6089
X17	2,2458	4,0766	5,1858	4,4230	4,3855	2,8036	2,3246	1,5650
X18	0,5889	0,7275	0,2137	0,7819	0,7945	0,6736	0,5929	0,4125
X19	0,1846	0,0778	0,0356	0,1221	0,1147	0,1462	0,1309	0,2149
X20	0,1213	-0,1191	-0,0940	0,0338	0,0118	0,0723	0,0468	0,1122
X21	0,2592	-0,0979	-0,0417	0,1508	0,1403	0,1877	0,1650	0,2992
X22	0,0778	-0,0669	-0,0471	0,0255	0,0100	0,0788	0,0562	0,1487
X23	0,2341	-0,2135	-0,2214	0,1536	0,0540	0,4018	0,1899	0,4965
X24	0,1218	-0,0917	-0,0581	0,0311	0,0122	0,1029	0,0816	0,2344
X25	0,1048	-0,0819	-0,0549	0,0300	0,0119	0,0970	0,0708	0,2149
Y1	2,2609	0,6404	1,8423	1,9247	0,8487	0,8730	1,0374	1,4393
Y2	0,6527	0,1080	0,2247	0,2873	0,1602	0,2464	0,3497	0,5598
Y3	-0,0410	-0,2350	-0,2574	-0,0719	-0,1002	0,0046	-0,0569	0,0572

**Приложение Ж**  
**(обязательное)**

**Статистическая выкладка по уравнениям регрессии в рамках проверки  
первой гипотезы**

По итогам первой проверки первой гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по нефтехимическому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.1.

**Таблица Ж.1 - Первая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	0,6528	0,2211	2,952	0,0045	0,01
X2	0,6432	0,0894	7,193	$1,08 \cdot 10^{-9}$	0,01
X10	0,8205	0,2796	2,935	0,0047	0,01
R-квадрат, %	48,64				
F расчетное (2, 61)	28,8896				
F критическое	4,9710				
P-значение (F)	$1,49 \cdot 10^{-9}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,6528 + 0,6432 \cdot X2 + 0,8205 \cdot X10. \quad (1)$$

По итогам второй проверки первой гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по нефтехимическому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.2.

**Таблица Ж.2 - Вторая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,1148	0,0233	4,921	$6,85 \cdot 10^{-6}$	0,01
X7	2,1168	0,7076	2,992	0,0040	0,01
X10	0,4339	0,0925	4,691	$1,58 \cdot 10^{-5}$	0,01
R-квадрат, %	59,47				
F расчетное (3, 61)	29,8379				
F критическое	4,1199				
P-значение (F)	$5,35 \cdot 10^{-12}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,1148 \cdot X_2 + 2,1168 \cdot X_7 + 0,4339 \cdot X_{10}. \quad (2)$$

По итогам третьей проверки первой гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по нефтехимическому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.3.

**Таблица Ж.3 - Третья проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,0469	0,0166	-2,824	0,0057	0,01
X <sub>2</sub>	-0,0145	0,0044	-3,300	0,0013	0,01
X <sub>7</sub>	0,6665	0,1951	3,415	0,0009	0,01
X <sub>10</sub>	0,0308	0,0101	3,043	0,0030	0,01
R-квадрат, %	29,17				
F расчетное (3, 100)	13,7266				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	1,44 · 10 <sup>-7</sup>				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0469 - 0,0145 \cdot X_2 + 0,6665 \cdot X_7 + 0,0308 \cdot X_{10}. \quad (3)$$

По итогам четвертой проверки первой гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по нефтегазовому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.4.

**Таблица Ж.4 - Четвертая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	1,1255	0,2020	5,572	6,04 · 10 <sup>-7</sup>	0,01
X <sub>2</sub>	0,5219	0,2209	2,363	0,0213	0,05
X <sub>7</sub>	6,2411	1,4777	4,224	8,15 · 10 <sup>-5</sup>	0,01
R-квадрат, %	30,94				
F расчетное (2, 61)	13,6655				
F критическое	4,9710				
P-значение (F)	0,000012				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,1255 + 0,5219 \cdot X_2 + 6,2411 \cdot X_7. \quad (4)$$

По итогам пятой проверки первой гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по нефтегазовому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.5.

**Таблица Ж.5 - Пятая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X7	4,2578	0,6959	6,118	$7,02 \cdot 10^{-8}$	0,01
X10	0,7902	0,1772	4,458	$3,54 \cdot 10^{-5}$	0,01
R-квадрат, %	60,52				
F расчетное (2, 62)	47,5143				
F критическое	4,9648				
P-значение (F)	$3,08 \cdot 10^{-13}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 4,2578 \cdot X7 + 0,7902 \cdot X10. \quad (5)$$

По итогам шестой проверки первой гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по нефтегазовому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.6.

**Таблица Ж.6 - Шестая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	-0,0222	0,0079	-2,823	0,0057	0,01
X7	1,4186	0,0812	17,46	$2,07 \cdot 10^{-32}$	0,01
R-квадрат, %	74,95				
F расчетное (2, 102)	152,56				
F критическое	4,8195				
P-значение (F)	$2,20 \cdot 10^{-31}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0222 \cdot X2 + 1,4186 \cdot X7. \quad (6)$$

По итогам седьмой проверки первой гипотезы на основе 128 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по нефтехимическому и нефтегазовому секторам получена информация, представленная в таблице Ж.7.

**Таблица Ж.7 - Седьмая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	0,8070	0,1626	4,964	$2,23 \cdot 10^{-6}$	0,01
X2	0,5738	0,0775	7,403	$1,77 \cdot 10^{-11}$	0,01
X7	5,1790	1,1935	4,339	$2,93 \cdot 10^{-5}$	0,01
X10	0,6933	0,2310	3,001	0,0033	0,01
R-квадрат, %	38,07				
F расчетное (3, 124)	25,4081				
F критическое	3,9435				
P-значение (F)	$7,00 \cdot 10^{-13}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,8070 + 0,5738 \cdot X2 + 5,1790 \cdot X7 + 0,6933 \cdot X10. \quad (7)$$

По итогам восьмой проверки первой гипотезы на основе 128 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по нефтехимическому и нефтегазовому секторам получена информация, представленная в таблице Ж.8.

**Таблица Ж.8 - Восьмая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,1115	0,0292	3,812	0,0002	0,01
X7	3,7035	0,4884	7,583	$6,68 \cdot 10^{-12}$	0,01
X10	0,5397	0,0971	5,555	$1,59 \cdot 10^{-7}$	0,01
R-квадрат, %	58,95				
F расчетное (3, 125)	59,8475				
F критическое	3,9422				
P-значение (F)	$4,67 \cdot 10^{-24}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,1115 \cdot X2 + 3,7035 \cdot X7 + 0,5397 \cdot X10. \quad (8)$$

По итогам девятой проверки первой гипотезы на основе 208 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по нефтехимическому и нефтегазовому секторам получена информация, представленная в таблице Ж.9.

**Таблица Ж.9 - Девятая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,0716	0,0135	-5,303	$2,95 \cdot 10^{-7}$	0,01
X2	-0,0117	0,0043	-2,722	0,0070	0,01
X7	1,4990	0,0714	20,99	$7,11 \cdot 10^{-53}$	0,01
X10	0,0231	0,0113	2,042	0,0424	0,05
R-квадрат, %	70,26				
F расчетное (3, 204)	160,63				
F критическое	3,8790				
P-значение (F)	$1,84 \cdot 10^{-53}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0716 - 0,0117 \cdot X2 + 1,4990 \cdot X7 + 0,0231 \cdot X10. \quad (9)$$

По итогам десятой проверки первой гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по сектору цветной и черной металлургии получена информация, представленная в таблице Ж.10.

**Таблица Ж.10 - Десятая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,6080	0,0734	8,278	$1,56 \cdot 10^{-12}$	0,01
X7	5,6653	1,8380	3,082	0,0028	0,01
X10	0,6317	0,1857	3,402	0,0010	0,01
R-квадрат, %	56,49				
F расчетное (3, 85)	36,7884				
F критическое	4,0207				
P-значение (F)	$2,45 \cdot 10^{-15}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,6080 \cdot X2 + 5,6653 \cdot X7 + 0,6317 \cdot X10. \quad (10)$$

По итогам одиннадцатой проверки первой гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по сектору цветной и черной металлургии получена информация, представленная в таблице Ж.11.

**Таблица Ж.11 - Одиннадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,0728	0,0308	2,361	0,0205	0,05
X7	3,9317	0,7721	5,092	$2,10 \cdot 10^{-6}$	0,01
X10	0,1936	0,0780	2,481	0,0151	0,05
R-квадрат, %	33,56				
F расчетное (3, 85)	14,3100				
F критическое	4,0207				
P-значение (F)	$1,25 \cdot 10^{-7}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0728 \cdot X2 + 3,9317 \cdot X7 + 0,1936 \cdot X10. \quad (11)$$

По итогам двенадцатой проверки первой гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по сектору цветной и черной металлургии получена информация, представленная в таблице Ж.12.

**Таблица Ж.12 - Двенадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,0574	0,0225	-2,551	0,0123	0,05
X2	-0,0329	0,0076	-4,310	$3,81 \cdot 10^{-5}$	0,01
X7	0,7649	0,1728	4,426	$2,43 \cdot 10^{-5}$	0,01
R-квадрат, %	34,52				
F расчетное (2, 101)	26,6198				
F критическое	4,8217				
P-значение (F)	$5,18 \cdot 10^{-10}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0574 - 0,0329 \cdot X2 + 0,7649 \cdot X7. \quad (12)$$

По итогам тринадцатой проверки первой гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по энергетическому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.13.

**Таблица Ж.13 - Тринадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	0,9943	0,2126	4,677	$1,09 \cdot 10^{-15}$	0,01
X2	0,5819	0,0843	6,903	$8,60 \cdot 10^{-10}$	0,01
X7	3,6010	0,8289	4,344	$3,85 \cdot 10^{-5}$	0,01
R-квадрат, %	47,87				
F расчетное (2, 85)	39,03				
F критическое	4,8639				
P-значение (F)	$9,47 \cdot 10^{-13}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,9943 + 0,5819 \cdot X2 + 3,6010 \cdot X7. \quad (13)$$

По итогам четырнадцатой проверки первой гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по энергетическому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.14.

**Таблица Ж.14 - Четырнадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X7	1,2582	0,3329	3,780	0,0003	0,01
X10	0,4911	0,1755	2,799	0,0063	0,01
R-квадрат, %	29,68				
F расчетное (2, 86)	18,1531				
F критическое	4,8608				
P-значение (F)	$2,65 \cdot 10^{-7}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,2582 \cdot X7 + 0,4911 \cdot X10. \quad (14)$$

По итогам пятнадцатой проверки первой гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по энергетическому сектору получена информация, представленная в таблице Ж.15.

**Таблица Ж.15 - Пятнадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,2260	0,0420	-5,382	$4,88 \cdot 10^{-7}$	0,01
X2	0,1302	0,0162	8,020	$2,05 \cdot 10^{-12}$	0,01
X7	0,8992	0,1604	5,606	$1,84 \cdot 10^{-7}$	0,01
X10	0,3149	0,0881	3,575	0,0005	0,01
R-квадрат, %	58,64				
F расчетное (3, 100)	47,27				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	$4,16 \cdot 10^{-19}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,2260 + 0,1302 \cdot X2 + 0,8992 \cdot X7 + 0,3149 \cdot X10. \quad (15)$$

По итогам шестнадцатой проверки первой гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по машиностроительному сектору получена информация, представленная в таблице Ж.16.

**Таблица Ж.16 - Шестнадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,3694	0,0757	4,879	$7,80 \cdot 10^{-6}$	0,01
X10	7,1567	1,7937	3,990	0,0002	0,01
R-квадрат, %	48,81				
F расчетное (2, 62)	29,5604				
F критическое	4,9648				
P-значение (F)	$9,65 \cdot 10^{-10}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,3694 \cdot X2 + 7,1567 \cdot X10. \quad (16)$$

По итогам семнадцатой проверки первой гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по машиностроительному сектору получена информация, представленная в таблице Ж.17.

**Таблица Ж.17 - Семнадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,0532	0,0230	2,311	0,0242	0,05
X7	7,3835	2,2782	3,241	0,0019	0,01
X10	1,4325	0,5285	2,711	0,0087	0,01
R-квадрат, %	31,73				
F расчетное (3, 61)	9,4489				
F критическое	4,1199				
P-значение (F)	0,000032				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0532 \cdot X2 + 7,3835 \cdot X7 + 1,4325 \cdot X10. \quad (17)$$

По итогам восемнадцатой проверки первой гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по машиностроительному сектору получена информация, представленная в таблице Ж.18.

**Таблица Ж.18 - Восемнадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,1578	0,0227	-6,950	$3,78 \cdot 10^{-10}$	0,01
X2	-0,0189	0,0061	-3,073	0,0027	0,01
X7	2,0804	0,4164	4,996	$2,49 \cdot 10^{-6}$	0,01
X10	0,2412	0,1004	2,403	0,0181	0,05
R-квадрат, %	34,52				
F расчетное (3, 100)	17,5763				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	$3,06 \cdot 10^{-9}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1578 - 0,0189 \cdot X2 + 2,0804 \cdot X7 + 0,2412 \cdot X10. \quad (18)$$

По итогам девятнадцатой проверки первой гипотезы на основе генеральной выборки в размере 368 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по изучаемым секторам российской экономики (нефтехимический,

нефтегазовый, черная и цветная металлургия, энергетический, машиностроительный) получена информация, представленная в таблице Ж.19.

**Таблица Ж.19 - Девятнадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	1,0671	0,1051	10,16	$1,69 \cdot 10^{-21}$	0,01
X2	0,4065	0,0388	10,46	$1,40 \cdot 10^{-22}$	0,01
X7	3,6330	0,5974	6,081	$3,02 \cdot 10^{-9}$	0,01
X10	0,5964	0,1237	4,820	$2,11 \cdot 10^{-6}$	0,01
R-квадрат, %	32,15				
F расчетное (3, 364)	57,4954				
F критическое	3,8358				
P-значение (F)	$1,91 \cdot 10^{-30}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,0671 + 0,4065 \cdot X2 + 3,6330 \cdot X7 + 0,5964 \cdot X10. \quad (19)$$

По итогам двадцатой проверки первой гипотезы на основе генеральной выборки в размере 368 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по изучаемым секторам российской экономики (нефтехимический, нефтегазовый, черная и цветная металлургия, энергетический, машиностроительный) получена информация, представленная в таблице Ж.20.

**Таблица Ж.20 - Двадцатая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X2	0,0592	0,0150	3,950	$9,40 \cdot 10^{-5}$	0,01
X7	2,1478	0,2543	8,446	$7,26 \cdot 10^{-16}$	0,01
X10	0,3140	0,0545	5,758	$1,80 \cdot 10^{-8}$	0,01
R-квадрат, %	31,52				
F расчетное (3, 365)	56,0062				
F критическое	3,8357				
P-значение (F)	$8,39 \cdot 10^{-30}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0592 \cdot X2 + 2,1478 \cdot X7 + 0,3140 \cdot X10. \quad (20)$$

По итогам двадцать первой проверки первой гипотезы на основе генеральной выборки в размере 520 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по изучаемым секторам российской экономики (нефтехимический, нефтегазовый, черная и цветная металлургия, энергетический, машиностроительный) получена информация, представленная в таблице Ж.21.

**Таблица Ж.21 - Двадцать первая проверка первой гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,1112	0,0118	-9,387	$1,95 \cdot 10^{-19}$	0,01
X7	1,3856	0,0764	18,14	$2,98 \cdot 10^{-57}$	0,01
X10	0,0285	0,0122	2,326	0,0204	0,05
R-квадрат, %	38,95				
F расчетное (2, 517)	164,9338				
F критическое	4,6464				
P-значение (F)	$3,95 \cdot 10^{-56}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1112 + 1,3856 \cdot X7 + 0,0285 \cdot X10. \quad (21)$$

**Приложение К**  
**(обязательное)**

**Пример определения квадрантов матрицы**  
**Оптимальной Структуры Капитала**

**Таблица К.1 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007 г.**

**в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,3000	0,0233	0,7628	5
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0057	0,0326	1,2346	14
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,2999	0,0334	1,8568	8
ОАО «Дорогобуж»	0	0,0576	0,1416	21
ОАО «КуйбышевАзот»	0,6158	0,0422	0,9983	5
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0	-0,0008	2,1320	25
ОАО «Химпром»	0,1224	0,0040	1,2047	13
ОАО «Владимирский химический завод»	0	0,0205	2,4602	25
ОАО «МХК «ЕвроХим»	-0,3562	0,0012	1,4433	22
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0785	3,0013	27
ОАО «Пигмент»	0,4715	0,0166	5,2679	7
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0055	0,0018	3,5663	16
ОАО «Метафракс»	0,0184	0,1043	0	12
ОАО «Газпром»	0,1750	0,0328	0,6730	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1001	0,0488	0,0369	11
ОАО «Лукойл»	0,5863	0,0701	0,7894	6
ОАО «Татнефть»	0,3002	0,1087	0,0087	3
ОАО «Роснефть»	0,0661	0,6206	1,0710	15
ОАО «Транснефть»	0,2347	0,0365	2,8800	17
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0571	0	21
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,3165	0,0591	0,0003	3
ОАО «Башнефть»	0,2906	0,0161	0	1
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,1974	0,0509	0,3166	11
ОАО «Черногорнефть»	0	0,0256	0	20
ОАО «Меллянефть»	0	0,0047	2,3711	25
ОАО «Томскнефть ВНК»	-4,5428	1,8155	0,8343	24

Таблица К.2 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2008 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,3000	0,0065	1,0538	4
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0047	0,1239	1,2116	24
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,2999	-0,0172	3,7602	7
ОАО «Дорогобуж»	0,5691	-0,0439	0,2600	4
ОАО «КуйбышевАзот»	0,2434	0,0909	0,9366	15
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0	0,0473	10	26
ОАО «Химпром»	1,8274	0,0243	2,8355	8
ОАО «Владимирский химический завод»	0	0,0191	2,0459	23
ОАО «МХК «ЕвроХим»	10	0,1228	2,3481	6
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0720	4,1706	27
ОАО «Пигмент»	0,2652	0,0041	5,1929	16
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0117	-0,0025	3,8842	25
ОАО «Метафракс»	0,0184	0,0941	0,0462	21
ОАО «Газпром»	0,1747	0,0071	0,6938	13
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1000	0,0318	0	11
ОАО «Лукойл»	0,5485	0,1352	0,9109	6
ОАО «Татнефть»	0,2982	0,0699	0,0020	12
ОАО «Роснефть»	0,1047	0,2507	1,3920	15
ОАО «Транснефть»	0,2866	0,0286	3,9518	17
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0234	0	20
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,3131	0,0678	0,0001	2
ОАО «Башнефть»	0,5349	0,0266	0	2
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0508	0,0355	0,0583	11
ОАО «Черногорнефть»	0	0,0016	0	19
ОАО «Меллянефть»	0,5889	0,0030	2,6711	7
ОАО «Томскнефть ВНК»	0	0,1986	0,3405	24

Таблица К.3 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2009 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квadrant
ОАО «Нижекамскнефтехим»	0,3215	0,0018	0,8606	4
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0032	-0,0049	1,4206	13
ОАО «Казаньоргсинтез»	0	-0,0040	5,2906	25
ОАО «Дорогобуж»	0	0,1785	0,3000	21
ОАО «КуйбышевАзот»	0,0401	0,0227	1,0831	14
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0	0,0109	10	25
ОАО «Химпром»	0,1012	0,0079	2,5087	16
ОАО «Владимирский химический завод»	1,1952	0,0082	1,4980	4
ОАО «МХК «ЕвроХим»	1,6376	0,1541	0,7931	6
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0626	3,4184	27
ОАО «Пигмент»	0,0725	0,0043	4,5901	16
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0	0,0250	2,4948	26
ОАО «Метафракс»	0	0,0233	0,0038	20
ОАО «Газпром»	0,0493	0,0325	0,5132	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1000	0,0636	0	12
ОАО «Лукойл»	0,6329	0,1261	1,4944	6
ОАО «Татнефть»	0,2815	0,0807	0,0890	3
ОАО «Роснефть»	0,1440	0,0822	1,1877	15
ОАО «Транснефть»	0,1000	0,0158	9,1553	17
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0155	0	20
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,2199	0,0368	0	2
ОАО «Башнефть»	0,2764	0,0537	0,5756	6
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0507	0,0438	0	11
ОАО «Черногорнефть»	0	0	0	19
ОАО «Меллянефть»	0	0,0175	2,1290	26
ОАО «Томскнефть ВНК»	1,3036	0,0580	0,2546	3

Таблица К.4 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2010 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квadrant
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,3019	0,0071	0,4374	4
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0	0,0149	1,3998	23
ОАО «Казаньоргсинтез»	0	0,0055	4,4431	25
ОАО «Дорогобуж»	0,0086	0,0803	0,5040	24
ОАО «КуйбышевАзот»	0,6883	0,0287	0,9722	5
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0	0,0172	10	26
ОАО «Химпром»	0,1000	0,0135	1,7577	16
ОАО «Владимирский химический завод»	0,8893	0,0712	1,5076	9
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,1932	0,0092	0,6686	13
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0296	2,9878	26
ОАО «Пигмент»	0,0961	0,0089	3,2134	16
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0022	0,4605	2,1334	27
ОАО «Метафракс»	0,0972	0,0317	0,0199	11
ОАО «Газпром»	0,0906	0,0149	0,4103	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1000	0,0709	0	12
ОАО «Лукойл»	0,9796	0,1755	1,0896	6
ОАО «Татнефть»	0,3007	0,1429	0,3870	3
ОАО «Роснефть»	0,1171	0,0263	0,9721	14
ОАО «Транснефть»	0,2500	0,0121	9,0735	16
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0110	0	19
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,2121	0,0368	0,0007	11
ОАО «Башнефть»	2,7072	0,0606	1,3687	6
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0539	0,0400	0	11
ОАО «Черногорнефть»	0	0,0059	0	19
ОАО «Меллянефть»	0,5333	0,0830	1,2533	6
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,9038	0,0728	0,2885	3

Таблица К.5 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2011 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квadrant
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,2780	0,0397	0,2494	12
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,4994	0,0305	1,8659	8
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,3048	0,0020	3,6416	16
ОАО «Дорогобуж»	0,0568	0,1026	0,3439	21
ОАО «КуйбышевАзот»	0,5493	0,0289	0,4397	5
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0	0,0469	10	27
ОАО «Химпром»	0,0997	0,0090	1,6521	16
ОАО «Владимирский химический завод»	0,6800	0,0403	1,4303	6
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0	0,0511	1,1584	24
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0033	1,8125	25
ОАО «Пигмент»	0,0868	0,0065	2,7708	25
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0024	0,0241	2,0243	26
ОАО «Метафракс»	0,1338	0,0161	0	10
ОАО «Газпром»	0,2501	0,0333	0,3893	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1000	0,0444	0,6257	15
ОАО «Лукойл»	0,3583	0,4082	0,7090	6
ОАО «Татнефть»	0,3091	0,0188	0,3048	10
ОАО «Роснефть»	0,1531	0,0316	0,7532	14
ОАО «Транснефть»	0,2515	0,0230	8,1768	17
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0070	0	19
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,2088	0,0379	0,0001	12
ОАО «Башнефть»	0,6107	0,0194	1,1418	4
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,9937	0,0265	0	2
ОАО «Черногорнефть»	0	0,0013	0	19
ОАО «Меллянефть»	0,8441	0,0341	1,3788	5
ОАО «Томскнефть ВНК»	1,3321	0,0839	0,3713	6

Таблица К.6 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2012 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квadrant
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,2997	0,0430	0,1007	12
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,4300	0,0135	2,1127	8
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,3002	0,0047	2,0372	16
ОАО «Дорогобуж»	0,0304	0,0557	0,2830	21
ОАО «КуйбышевАзот»	0,1739	0,0165	0,3522	14
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	1,6525	0,0957	5,0463	9
ОАО «Химпром»	0,1368	0,0135	1,7494	17
ОАО «Владимирский химический завод»	3,2751	0,0023	1,6035	4
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0	0,0413	0,9959	24
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0105	1,9681	25
ОАО «Пигмент»	0,1207	0,0285	1,9506	17
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0018	0,0207	1,5231	23
ОАО «Метафракс»	1,0062	0,0327	0,1339	2
ОАО «Газпром»	0,1033	0,0030	2,7311	25
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1000	0,0375	1,1523	23
ОАО «Лукойл»	0,4031	0,2184	0,4313	6
ОАО «Татнефть»	0,3004	0,0221	0,1622	11
ОАО «Роснефть»	0,3315	0,0268	0,8457	5
ОАО «Транснефть»	0,2500	0,0066	6,3103	16
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0168	0	20
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,1630	0,0115	0,0002	10
ОАО «Башнефть»	0,5882	0,0541	0,9762	6
ОАО «Екатеринбурггаз»	0	0,0040	0	19
ОАО «Черногорнефть»	0	0	0	19
ОАО «Меллянефть»	0,3151	0,0528	0,7269	15
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,7675	0,1049	0,2937	3

Таблица К.7 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2013 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компании	Div str	Inv str	Debt str	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,3001	0,0129	0,1040	2
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0	0,0104	2,8292	25
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,3000	0,0040	1,5172	7
ОАО «Дорогобуж»	0,0437	0,0427	0,2205	21
ОАО «КуйбышевАзот»	0,2998	0,0122	0,3759	14
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0,4125	-0,0419	10	7
ОАО «Химпром»	0,1001	0,0223	2,4425	17
ОАО «Владимирский химический завод»	0,4374	0,0036	1,7618	7
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0	0,0360	0,8783	24
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0068	1,9570	25
ОАО «Пигмент»	0,0613	0,0089	1,6681	25
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0010	0,0166	1,1499	23
ОАО «Метафракс»	0,1559	0,0398	0,1964	12
ОАО «Газпром»	0,2549	0,0157	0,3958	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1000	0,0238	0,7950	15
ОАО «Лукойл»	0,3905	0,2156	0,3362	6
ОАО «Татнефть»	0,3001	0,0229	0,0894	2
ОАО «Роснефть»	0,2863	0,0287	1,8514	18
ОАО «Транснефть»	0,4567	0,0121	6,0097	8
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0029	0	19
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,1818	0,0179	0,0001	11
ОАО «Башнефть»	0,1178	0,0607	0,6744	15
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,2792	0,0163	0	11
ОАО «Черногорнефть»	0	0	0	19
ОАО «Меллянефть»	0,3989	0,0246	0,5430	6
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,7747	0,0982	0,0835	3

Таблица К.8 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2014 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	Div str	Inv str	Debt str	Квadrant
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,3006	0,0147	0,0998	11
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0	-0,0519	10	25
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,3019	0,0426	1,1160	6
ОАО «Дорогобуж»	0,0459	0,0044	0,7061	22
ОАО «КуйбышевАзот»	0,1869	0,0269	0,8468	14
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0	-0,0099	10	25
ОАО «Химпром»	0,0993	0,0259	2,5264	17
ОАО «Владимирский химический завод»	0,2923	0,0004	2,0915	16
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0	0,0446	0,9960	24
ОАО «Уралхимпласт»	0	0,0024	1,8028	25
ОАО «Пигмент»	0,1086	0,0100	1,7760	16
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0	0,0212	0,9344	23
ОАО «Метафракс»	0,9077	0,0548	0,3545	6
ОАО «Газпром»	0,2713	0,0044	0,5229	13
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,0993	0,0189	0,2419	11
ОАО «Лукойл»	0,4863	0,1635	0,3758	6
ОАО «Татнефть»	0,2998	0,0324	0,0245	12
ОАО «Роснефть»	0,9918	0,0339	3,2969	9
ОАО «Транснефть»	0,7016	0,0139	7,6078	8
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0	0,0482	0,1028	21
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,1544	0,0166	0,0001	11
ОАО «Башнефть»	0,5403	0,0746	1,3007	6
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,2526	0,0155	0	11
ОАО «Черногорнефть»	0	0,0002	0	19
ОАО «Меллянефть»	3,4655	0,0186	2,0149	8
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,8297	0,1194	0,1040	3

**Приложение Л**  
**(обязательное)**

**Построение матрицы Оптимальной Структуры Капитала, 2007-2012 гг.**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квadrant 1</u> ОАО «Башнефть» (2007)	<u>Квadrant 2</u> ОАО «Мегафракс» (2012) ОАО «Сургутнефтегаз» (2008, 2009) ОАО «Башнефть» (2008) ОАО «Екатеринбурггаз» (2011)	<u>Квadrant 3</u> ОАО «Татнефть» (2007, 2009, 2010) ОАО «Сургутнефтегаз» (2007) ОАО «Томскнефть ВНК» (2009, 2010, 2012)
Debt str 0	<u>квadrant 4</u> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2008, 2009, 2010) ОАО «Дорогобуж» (2008) ОАО «Владимирский химический завод» (2009, 2012) ОАО «Башнефть» (2011)	<u>Квadrant 5</u> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2007) ОАО «КуйбышевАзот» (2007, 2010, 2011) ОАО «Роснефть» (2012) ОАО «Меллянефть» (2011)	<u>Квadrant 6</u> ОАО «Владимирский химический завод» (2011) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2008, 2009) ОАО «Лукойл» (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «Башнефть» (2009, 2010, 2012) ОАО «Меллянефть» (2010) ОАО «Томскнефть ВНК» (2011)
Debt str >	<u>Квadrant 7</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2008) ОАО «Пигмент (2007) ОАО «Меллянефть» (2008)	<u>Квadrant 8</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2011, 2012) ОАО «Казаньоргсинтез» (2007) ОАО «Химпром» (2008)	<u>Квadrant 9</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2012) ОАО «Владимирский химический завод» (2010)

**Рисунок Л.1 - Уровень дивидендов выше среднего по нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007-2012 гг. в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квадрант 10</u> ОАО «Метафракс» (2011) ОАО «Татнефть» (2011) ОАО «Сургутнефтегаз» (2012)	<u>Квадрант 11</u> ОАО «Метафракс» (2010) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2007, 2008) ОАО «Татнефть» (2012) ОАО «Сургутнефтегаз» (2010) ОАО «Екатеринбурггаз» (2007, 2008, 2009, 2010)	<u>Квадрант 12</u> ОАО «Нижнекамск-нефтехим» (2011, 2012) ОАО «Метафракс» (2007) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2009, 2010) ОАО «Татнефть» (2008) ОАО «Сургутнефтегаз» (2011)
Debt str 0	<u>Квадрант 13</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2009) ОАО «Химпром» (2007) ОАО «МХК "ЕвроХим» (2010) ОАО «Газпром» (2008)	<u>Квадрант 14</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2007) ОАО «КуйбышевАзот» (2009, 2012) ОАО «Газпром» (2007, 2009, 2010, 2011) ОАО «Роснефть» (2010, 2011)	<u>Квадрант 15</u> ОАО «КуйбышевАзот» (2008) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2011) ОАО «Роснефть» (2007, 2008, 2009) ОАО «Меллянефть» (2012)
Debt str >	<u>Квадрант 16</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2011, 2012) ОАО «Химпром» (2009, 2010, 2011) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2007) ОАО «Пигмент» (2008, 2009, 2010) ОАО «Транснефть» (2010, 2012)	<u>Квадрант 17</u> ОАО «Химпром» (2012) ОАО «Пигмент» (2012) ОАО «Транснефть» (2007, 2008, 2009, 2011)	<u>Квадрант 18</u>

**Рисунок Л.2 - Средний уровень дивидендов по нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007-2012 гг. в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

	Inv str <	Inv str 0	Inv str >
Debt str <	<u>Квадрант 19</u> ОАО «Варьеганнефтегаз» (2010, 2011) ОАО «Екатеринбурггаз» (2012) ОАО «Черногорнефть» (2008, 2009, 2010, 2011, 2012)	<u>Квадрант 20</u> ОАО «Метафракс» (2009) ОАО «Варьеганнефтегаз» (2008, 2009, 2012) ОАО «Черногорнефть» (2007)	<u>Квадрант 21</u> ОАО «Дорогобуж» (2007, 2009, 2011, 2012) ОАО «Метафракс» (2008) ОАО «Варьеганнефтегаз» (2007)
Debt str 0	<u>Квадрант 22</u> ОАО «МХК «ЕвроХим» (2007)	<u>Квадрант 23</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2010) ОАО «Владимирский химический завод» (2008) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2012) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2012)	<u>Квадрант 24</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2008) ОАО «Дорогобуж» (2010) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2011, 2012) ОАО «Томскнефть ВНК» (2007, 2008)
Debt str >	<u>Квадрант 25</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2009, 2010) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»» (2007, 2009) ОАО «Владимирский химический завод» (2007) ОАО «Пигмент (2011) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2008) ОАО «Уралхимпласт» (2011, 2012) ОАО «Газпром» (2012) ОАО «Меллянефть» (2007)	<u>Квадрант 26</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»» (2008, 2010) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2009, 2011) ОАО «Уралхимпласт» (2010) ОАО «Меллянефть» (2009)	<u>Квадрант 27</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»» (2011) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2010) ОАО «Уралхимпласт» (2007, 2008, 2009)

**Рисунок Л.3 - Уровень дивидендов ниже среднего по нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007-2012 гг. в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

**Приложение М**  
**(обязательное)**

**Типичные стратегии управления конкурентной позицией компании  
по модели Оптимальной Структуры Капитала**

**Таблица М.1 - Характеристика положения компании в разработанной матрице ОСК**

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
1	-1	У компании имеются два направления развития: повышение инвестиционной активности-эффективности или повышение доли заемных средств в структуре капитала. Первый вариант предполагает переход в квадрант 2 посредством временного сокращения дивидендных выплат, т.е. через квадрант 11. Через квадрант 11 можно попасть и в квадрант 12, а лишь затем перейти в квадрант 3 либо сразу перейти в квадрант 3 через квадрант 2. Последний этап - переход из квадранта 3 в квадрант 6 - сопряжен с необходимостью увеличить долю заемного капитала в структуре финансирования. Второй вариант следует использовать, если компании легче повысить долю заемных средств, чем наращивать инвестиции. Из квадранта 1 необходимо попасть в квадрант 4, далее постепенно повышать активность-эффективность инвестиций, пока не будет достигнуто оптимальное положение (квадрант 6)
2	+0,5	У компании имеются два направления развития: повышение инвестиционной активности-эффективности или повышение доли заемных средств в структуре капитала. Первый вариант предполагает либо прямой переход в квадрант 3, либо некоторое сокращение дивидендных выплат и расположение в квадранте 11 или 12 до момента увеличения инвестиционной активности-эффективности (квадрант 3). Последний этап - переход из квадранта 3 в квадрант 6 - сопряжен с необходимостью увеличить долю заемного капитала в структуре финансирования. Второй вариант следует использовать, если компании легче повысить долю заемных средств, чем наращивать инвестиции. В этом случае из квадранта 2 необходимо попасть в квадрант 5, далее постепенно наращивать инвестиционную активность-эффективность, пока не будет достигнуто оптимальное положение - квадрант 6
3	+1	У компании имеется один основной вариант развития: повышение доли заемного капитала, пока она не окажется в квадранте 6. Допускается транзит компании в квадрант 6 через квадрант 5.
4	+1	У компании имеется один основной вариант развития: постепенно наращивать инвестиционную активность-эффективность, пока не будет достигнуто оптимальное положение - квадрант 6. Достичь оптимального положения можно как напрямую - через квадрант 5, так и посредством накопления капитала для будущих инвестиционных проектов за счет сокращения дивидендных выплат, что означает переход в квадрант 13 и движение в сторону квадранта 15

Продолжение таблицы М.1

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
5	+2,5	У компании имеется один основной вариант развития: постепенно наращивать инвестиционную активность-эффективность, пока не будет достигнуто оптимальное положение - квадрант 6. Вариант действий аналогичен квадранту 4, только в случае сокращения дивидендных выплат компания сразу попадает в квадрант 14
6	+3	Компания находится в оптимальном положении, необходимо сохранять текущую позицию посредством обеспечения оптимального соотношения всех элементов матрицы. Допускается временный переход в соседние квадранты с последующим возвращением в оптимальное положение: если снижается инвестиционная активность-эффективность, то в квадрант 5, если изменяется доля заемного капитала, то в квадрант 3 или 9, если снижается объем дивидендных выплат - в квадрант 15
7	-1	У компании имеются два направления развития: повышение инвестиционной активности-эффективности или уменьшение доли заемных средств в структуре капитала. Первый вариант предполагает переход в квадрант 8 посредством временного сокращения дивидендных выплат, т.е. через квадрант 17. Через квадрант 17 можно попасть и в квадрант 18, а лишь затем перейти в квадрант 9 либо сразу перейти в квадрант 9 через квадрант 8. Последний этап - переход из квадранта 9 в квадрант 6 - сопряжен с необходимостью уменьшить долю заемного капитала в структуре финансирования. Второй вариант следует использовать, если легче уменьшить долю заемных средств, чем наращивать инвестиции. В этом случае из квадранта 7 необходимо попасть в квадрант 4, далее постепенно наращивать инвестиционную активность-эффективность, пока не будет достигнуто оптимальное положение (квадрант 6)
8	+0,5	У компании имеются два направления развития: повышение инвестиционной активности-эффективности или уменьшение доли заемных средств в структуре капитала. Первый вариант предполагает либо прямой переход в квадрант 9, либо некоторое сокращение дивидендных выплат и расположение в квадранте 17 или 18 до момента увеличения инвестиционной активности-эффективности (квадрант 9). Последний этап - переход из квадранта 9 в квадрант 6 - сопряжен с необходимостью уменьшить долю заемного капитала в структуре финансирования. Второй вариант следует использовать, если компании легче уменьшить долю заемных средств, чем наращивать инвестиции. Из квадранта 8 необходимо попасть в квадрант 5, далее постепенно наращивать инвестиционную активность-эффективность, пока не будет достигнуто оптимальное положение (квадрант 6)
9	+1	У компании имеется один основной вариант развития: уменьшение доли заемного капитала, пока она не окажется в квадранте 6. Допускается транзит компании в квадрант 6 через квадрант 18, а затем через квадрант 15, если для увеличения объема собственного финансирования придется несколько снизить выплату дивидендов

Окончание таблицы М.1

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
10	-1,5	Для положения компании в квадрантах с 10 по 27 характерны те же самые варианты типовых действий, если возможно повысить уровень дивидендных выплат до максимального значения, что равносильно расположению в одном из первых 9 квадрантов. Компания, находящаяся в квадранте 10, имеет сразу три основных варианта развития, включая увеличение выплаты дивидендов. Расположение в квадранте 15 имеет один вариант развития - увеличение дивидендных выплат. Однако наращивание дивидендных выплат может быть сопряжено со снижением инвестиционной активности-эффективности до среднего уровня. Поэтому в случае возникновения сложностей оптимизации стратегии в области дивидендов возможен аналогичный вариант действий, как и в первых 9 квадрантах. Например, если компания находится в квадранте 25, то она может либо попытаться сразу перейти в квадрант 16, либо продвигаться внутри соответствующей группы из девяти квадрантов (с 19 по 27) в квадрант 24, который является оптимальным для этой группы. Далее будет возможен переход либо сразу напрямую в квадрант 15 либо в квадрант 14 (уменьшение инвестиций и за счет этого рост дивидендных выплат). Из квадранта 14 можно перейти как в квадрант 15, так и в квадрант 5. Необходимо помнить, что не следует допускать снижения инвестиций и дивидендных выплат ниже среднего уровня, пусть даже это приведет к оптимизации одного из параметров матрицы. Снижение до среднего уровня допускается. Что касается управления финансированием, то оно должно осуществляться по тому же принципу, что и в первых 9 квадрантах. Не допускается передвижение в квадрант, имеющий меньший рейтинг, чем предыдущее положение компании
11	0	
12	+0,5	
13	+0,5	
14	+2	
15	+2,5	
16	-1,5	
17	0	
18	+0,5	
19	-3	
20	-1,5	
21	-1	
22	-1	
23	+0,5	
24	+1	
25	-3	
26	-1,5	
27	-1	

**Приложение Н**  
**(обязательное)**

**Статистическая выкладка по уравнениям регрессии в рамках проверки  
второй гипотезы**

По итогам первой проверки второй гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по нефтехимическому сектору получена информация, представленная в таблице Н.1.

**Таблица Н.1 - Первая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	1,5481	0,2785	5,559	$6,34 \cdot 10^{-7}$	0,01
X4	0,4544	0,0968	4,693	$1,56 \cdot 10^{-5}$	0,01
X15	-4,7746	2,0854	-2,290	0,0255	0,05
R-квадрат, %	28,43				
F расчетное (2, 61)	12,1156				
F критическое	4,9710				
P-значение (F)	0,000037				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,5481 + 0,4544 \cdot X4 - 4,7746 \cdot X15. \quad (1)$$

По итогам второй проверки второй гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по нефтехимическому сектору получена информация, представленная в таблице Н.2.

**Таблица Н.2 - Вторая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X15	2,0624	0,5108	4,038	0,0002	0,01
X22	2,5837	0,5332	4,845	$8,81 \cdot 10^{-6}$	0,01
R-квадрат, %	60,04				
F расчетное (2, 62)	46,5823				
F критическое	4,9648				
P-значение (F)	$4,46 \cdot 10^{-13}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 2,0624 \cdot X15 + 2,5837 \cdot X22. \quad (2)$$

По итогам третьей проверки второй гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по нефтехимическому сектору получена информация, представленная в таблице Н.3.

**Таблица Н.3 - Третья проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,0740	0,0119	-6,234	$1,09 \cdot 10^{-8}$	0,01
X10	-0,0065	0,0019	-3,468	0,0008	0,01
X15	-0,1477	0,0753	-1,960	0,0528	0,1
X22	0,9747	0,0686	14,20	$1,04 \cdot 10^{-25}$	0,01
R-квадрат, %	69,81				
F расчетное (3, 100)	77,08				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	$6,63 \cdot 10^{-26}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0740 - 0,0065 \cdot X10 - 0,1477 \cdot X15 + 0,9747 \cdot X22. \quad (3)$$

По итогам четвертой проверки второй гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по нефтегазовому сектору получена информация, представленная в таблице Н.4.

**Таблица Н.4 - Четвертая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X8	-0,0885	0,0239	-3,707	0,0005	0,01
X10	0,1393	0,0340	4,090	0,0001	0,01
X22	5,7252	1,9040	3,007	0,0038	0,01
R-квадрат, %	69,09				
F расчетное (3, 61)	45,4599				
F критическое	4,1199				
P-значение (F)	$1,47 \cdot 10^{-15}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0885 \cdot X8 + 0,1393 \cdot X10 + 5,7252 \cdot X22. \quad (4)$$

По итогам пятой проверки второй гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по нефтегазовому сектору получена информация, представленная в таблице Н.5.

**Таблица Н.5 - Пятая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X8	-0,0225	0,0084	-2,679	0,0095	0,01
X10	0,0669	0,0120	5,581	$5,84 \cdot 10^{-7}$	0,01
X22	2,4703	0,6702	3,686	0,0005	0,01
R-квадрат, %	78,39				
F расчетное (3, 61)	73,7465				
F критическое	4,1199				
P-значение (F)	$2,87 \cdot 10^{-20}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0225 \cdot X8 + 0,0669 \cdot X10 + 2,4703 \cdot X22. \quad (5)$$

По итогам шестой проверки второй гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по нефтегазовому сектору получена информация, представленная в таблице Н.6.

**Таблица Н.6 - Шестая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,1101	0,0648	-1,701	0,0920	0,1
X8	-0,0080	0,0035	-2,308	0,0231	0,05
X10	-0,0198	0,0056	-3,502	0,0007	0,01
X22	2,4324	0,3576	6,802	$7,68 \cdot 10^{-10}$	0,01
R-квадрат, %	46,68				
F расчетное (3, 100)	29,18				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	$1,23 \cdot 10^{-13}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1101 - 0,0080 \cdot X8 - 0,0198 \cdot X10 + 2,4324 \cdot X22. \quad (6)$$

По итогам седьмой проверки первой гипотезы на основе 128 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по нефтехимическому и нефтегазовому секторам получена информация, представленная в таблице Н.7.

**Таблица Н.7 - Седьмая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X8	-0,1116	0,0270	-4,138	$6,39 \cdot 10^{-5}$	0,01
X10	0,2005	0,0279	7,191	$5,18 \cdot 10^{-11}$	0,01
X15	5,8757	1,6683	3,522	0,0006	0,01
R-квадрат, %	51,41				
F расчетное (3, 125)	44,0899				
F критическое	3,9422				
P-значение (F)	$1,66 \cdot 10^{-19}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1116 \cdot X8 + 0,2005 \cdot X10 + 5,8757 \cdot X15. \quad (7)$$

По итогам восьмой проверки второй гипотезы на основе 128 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по нефтехимическому и нефтегазовому секторам получена информация, представленная в таблице Н.8.

**Таблица Н.8 - Восьмая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	0,0662	0,0091	7,272	$3,40 \cdot 10^{-11}$	0,01
X15	1,4450	0,4455	3,244	0,0015	0,01
X22	1,8965	0,4562	4,157	$5,93 \cdot 10^{-5}$	0,01
R-квадрат, %	72,69				
F расчетное (3, 125)	110,9124				
F критическое	3,9422				
P-значение (F)	$4,50 \cdot 10^{-35}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0662 \cdot X10 + 1,4450 \cdot X15 + 1,8965 \cdot X22. \quad (8)$$

По итогам девятой проверки второй гипотезы на основе 208 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по

нефтехимическому и нефтегазовому секторам получена информация, представленная в таблице Н.9.

**Таблица Н.9 - Девятая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,0829	0,0253	-3,275	0,0012	0,01
X8	-0,0064	0,0022	-2,924	0,0038	0,01
X10	-0,0158	0,0031	-5,030	$1,07 \cdot 10^{-6}$	0,01
X22	1,6755	0,1523	11,00	$2,17 \cdot 10^{-22}$	0,01
R-квадрат, %	42,55				
F расчетное (3, 204)	50,3576				
F критическое	3,8790				
P-значение (F)	$2,12 \cdot 10^{-24}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0829 - 0,0064 \cdot X8 - 0,0158 \cdot X10 + 1,6755 \cdot X22. \quad (9)$$

По итогам десятой проверки второй гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по сектору цветной и черной металлургии получена информация, представленная в таблице Н.10.

**Таблица Н.10 - Десятая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	1,6006	0,2215	7,227	$1,98 \cdot 10^{-10}$	0,01
X8	-0,2153	0,0399	-5,390	$6,21 \cdot 10^{-7}$	0,01
X15	5,2049	1,9216	2,709	0,0082	0,01
R-квадрат, %	32,99				
F расчетное (2, 85)	20,9199				
F критическое	4,8639				
P-значение (F)	$4,09 \cdot 10^{-8}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,6006 - 0,2153 \cdot X8 + 5,2049 \cdot X15. \quad (10)$$

По итогам одиннадцатой проверки второй гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по сектору цветной и черной металлургии получена информация, представленная в таблице Н.11.

**Таблица Н.11 - Одиннадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	0,0407	0,0185	2,206	0,0301	0,05
X15	2,9842	0,6973	4,280	$4,89 \cdot 10^{-5}$	0,01
X22	2,8517	0,5378	5,302	$8,91 \cdot 10^{-7}$	0,01
R-квадрат, %	51,93				
F расчетное (3, 85)	30,6137				
F критическое	4,0207				
P-значение (F)	$1,62 \cdot 10^{-13}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0407 \cdot X10 + 2,9842 \cdot X15 + 2,8517 \cdot X22. \quad (11)$$

По итогам двенадцатой проверки второй гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по сектору цветной и черной металлургии получена информация, представленная в таблице Н.12.

**Таблица Н.12 - Двенадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,1309	0,0158	-8,291	$5,37 \cdot 10^{-13}$	0,01
X10	-0,0065	0,0031	-2,072	0,0409	0,05
X15	-0,1994	0,1079	-1,848	0,0675	0,1
X22	1,0713	0,0587	18,24	$1,43 \cdot 10^{-33}$	0,01
R-квадрат, %	77,25				
F расчетное (3, 100)	113,1811				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	$5,02 \cdot 10^{-32}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1309 - 0,0065 \cdot X10 - 0,1994 \cdot X15 + 1,0713 \cdot X22. \quad (12)$$

По итогам тринадцатой проверки второй гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по энергетическому сектору получена информация, представленная в таблице Н.13.

**Таблица Н.13 - Тринадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	0,2291	0,0319	7,181	$2,32 \cdot 10^{-10}$	0,01
X22	3,4478	1,9315	1,785	0,0778	0,1
R-квадрат, %	47,27				
F расчетное (2, 86)	38,5462				
F критическое	4,8608				
P-значение (F)	$1,12 \cdot 10^{-12}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,2291 \cdot X10 + 3,4478 \cdot X22. \quad (13)$$

По итогам четырнадцатой проверки второй гипотезы на основе 88 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по энергетическому сектору получена информация в таблице Н.14.

**Таблица Н.14 - Четырнадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	0,0600	0,0091	6,563	$3,80 \cdot 10^{-9}$	0,01
X15	0,7729	0,3422	2,258	0,0264	0,05
R-квадрат, %	52,75				
F расчетное (2, 86)	47,9979				
F критическое	4,8608				
P-значение (F)	$1,00 \cdot 10^{-14}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0600 \cdot X10 + 0,7729 \cdot X15. \quad (14)$$

По итогам пятнадцатой проверки второй гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по энергетическому сектору получена информация, представленная в таблице Н.15.

**Таблица Н.15 - Пятнадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,1488	0,0858	-1,736	0,0857	0,1
X10	0,0240	0,0098	2,442	0,0164	0,05
X15	-0,4887	0,2350	-2,079	0,0401	0,05
X22	2,3109	0,3378	6,840	$6,39 \cdot 10^{-10}$	0,01
R-квадрат, %	38,62				
F расчетное (3, 100)	20,9718				
F критическое	3,9837				
P-значение (F)	$1,28 \cdot 10^{-10}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1488 + 0,0240 \cdot X_{10} - 0,4887 \cdot X_{15} + 2,3109 \cdot X_{22}. \quad (15)$$

По итогам шестнадцатой проверки второй гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по машиностроительному сектору получена информация, представленная в таблице Н.16.

**Таблица Н.16 - Шестнадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X4	1,9101	0,1571	12,16	$4,60 \cdot 10^{-18}$	0,01
X22	10,79	2,7062	3,986	0,0002	0,01
R-квадрат, %	70,73				
F расчетное (2, 62)	74,8980				
F критическое	4,9648				
P-значение (F)	$2,89 \cdot 10^{-17}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,9101 \cdot X_4 + 10,79 \cdot X_{22}. \quad (16)$$

По итогам семнадцатой проверки второй гипотезы на основе 64 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по машиностроительному сектору получена информация, представленная в таблице Н.17.

**Таблица Н.17 - Семнадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X15	1,9371	0,4306	4,498	$3,07 \cdot 10^{-5}$	0,01
X22	3,3434	1,0056	3,325	0,0015	0,01
R-квадрат, %	32,25				
F расчетное (2, 62)	14,7595				
F критическое	4,9648				
P-значение (F)	$5,72 \cdot 10^{-6}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 1,9371 \cdot X15 + 3,3434 \cdot X22. \quad (17)$$

По итогам восемнадцатой проверки второй гипотезы на основе 104 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по машиностроительному сектору получена информация, представленная в таблице Н.18.

**Таблица Н.18 - Восемнадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	-0,0356	0,0046	-7,691	$9,49 \cdot 10^{-12}$	0,01
X22	1,7587	0,2643	6,653	$1,46 \cdot 10^{-9}$	0,01
R-квадрат, %	50,26				
F расчетное (2, 102)	51,5260				
F критическое	4,8195				
P-значение (F)	$3,42 \cdot 10^{-16}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,0356 \cdot X10 + 1,7587 \cdot X22. \quad (18)$$

По итогам девятнадцатой проверки второй гипотезы на основе генеральной выборки в размере 368 наблюдений относительно результирующего признака MBR 1 по изучаемым секторам российской экономики (нефтехимический, нефтегазовый, черная и цветная металлургия, энергетический, машиностроительный) получена информация, представленная в таблице Н.19.

**Таблица Н.19 - Девятнадцатая проверка второй гипотезы: статистическая****выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	0,1804	0,0235	7,692	$1,36 \cdot 10^{-13}$	0,01
X15	3,4879	0,8868	3,933	0,0001	0,01
X22	2,8566	0,9964	2,867	0,0044	0,01
R-квадрат, %	36,56				
F расчетное (3, 365)	70,1042				
F критическое	3,8357				
P-значение (F)	$8,01 \cdot 10^{-36}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,1804 \cdot X10 + 3,4879 \cdot X15 + 2,8566 \cdot X22. \quad (19)$$

По итогам двадцатой проверки второй гипотезы на основе генеральной выборки в размере 368 наблюдений относительно результирующего признака MBR 2 по изучаемым секторам российской экономики (нефтехимический, нефтегазовый, черная и цветная металлургия, энергетический, машиностроительный) получена информация, представленная в таблице Н.20.

**Таблица Н.20 - Двадцатая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
X10	0,0533	0,0061	8,677	$1,37 \cdot 10^{-16}$	0,01
X15	1,0898	0,2323	4,691	$3,84 \cdot 10^{-6}$	0,01
X22	2,1958	0,2610	8,413	$9,16 \cdot 10^{-16}$	0,01
R-квадрат, %	54,01				
F расчетное (3, 365)	142,8747				
F критическое	3,8357				
P-значение (F)	$3,09 \cdot 10^{-61}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,0533 \cdot X10 + 1,0898 \cdot X15 + 2,1958 \cdot X22. \quad (20)$$

По итогам двадцать первой проверки второй гипотезы на основе генеральной выборки в размере 520 наблюдений относительно результирующего признака «Спрэд доходности» (ROIC - WACC) по изучаемым секторам

российской экономики (нефтехимический, нефтегазовый, черная и цветная металлургия, энергетический, машиностроительный) получена информация, представленная в таблице Н.21.

**Таблица Н.21 - Двадцать первая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
const	-0,1337	0,0128	-10,48	$1,98 \cdot 10^{-23}$	0,01
X22	1,5652	0,0975	16,05	$2,29 \cdot 10^{-47}$	0,01
R-квадрат, %	33,22				
F расчетное (1, 518)	257,7170				
F критическое	6,6840				
P-значение (F)	$2,29 \cdot 10^{-47}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = -0,1337 + 1,5652 \cdot X22. \quad (21)$$

**Приложение П**  
**(обязательное)**

**Пример определения квадрантов матрицы Финансовой Безопасности**

**Таблица П.1 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007 г.**

**в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,0849	0,0127	1,1985	16
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0869	0,0584	2,1497	12
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,0778	0,0476	0,9401	17
ОАО «Дорогобуж»	0,3069	0,1483	2,4157	3
ОАО «КуйбышевАзот»	0,1371	0,0671	2,5074	3
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	-0,0014	0,0397	10,0000	23
ОАО «Химпром»	0,0052	0,0249	1,3878	25
ОАО «Владимирский химический завод»	0,0320	0,0085	1,6205	25
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,0081	0,0183	10,0000	22
ОАО «Уралхимпласт»	0,0870	0,0287	3,3650	10
ОАО «Пигмент»	0,0435	0,0036	1,2488	25
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0096	0,0438	1,3770	26
ОАО «Метафракс»	0,1958	0,0981	9,5440	6
ОАО «Газпром»	0,0738	0,0516	6,5424	15
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1822	0,0019	0,2103	4
ОАО «Лукойл»	0,1145	0,0161	10,0000	13
ОАО «Татнефть»	0,2055	0,0229	8,3355	4
ОАО «Роснефть»	0,1786	0,0211	6,8619	4
ОАО «Транснефть»	0,0197	0,4551	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,1326	0,0051	10,0000	4
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,0933	0,0321	7,3434	14
ОАО «Башнефть»	0,1626	0,2025	3,4528	3
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0716	0,1516	1,874	18
ОАО «Черногорнефть»	0,0166	0,0211	10	22
ОАО «Меллянефть»	0,0236	0,0018	1,7550	25
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,3449	0,0013	-5,6442	1

Таблица П.2 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2008 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,0328	0,0390	1,3643	17
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,1033	0,1119	2,0728	12
ОАО «Казаньоргсинтез»	-0,0669	0,0307	0,1852	23
ОАО «Дорогобуж»	-0,0009	0,0932	1,8689	27
ОАО «КуйбышевАзот»	0,1410	0,0700	2,9281	3
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0,0130	0,0313	10,0000	23
ОАО «Химпром»	0,0075	0,0250	3,0934	19
ОАО «Владимирский химический завод»	0,0869	0,0127	1,8739	16
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,2136	0,0043	10,0000	4
ОАО «Уралхимпласт»	0,0060	0,0126	3,7827	19
ОАО «Пигмент»	0,0045	0,0038	0,9346	25
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	-0,017	0,1004	0,3386	24
ОАО «Метафракс»	0,1468	0,0873	8,3688	6
ОАО «Газпром»	0,0286	0,0443	6,6404	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,3474	0,0019	3,5271	1
ОАО «Лукойл»	0,1048	0,1114	10,0000	15
ОАО «Татнефть»	0,1439	0,0391	6,5037	5
ОАО «Роснефть»	0,1167	0,0577	10,0000	6
ОАО «Транснефть»	0,0114	0,6539	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,0624	0,0016	10,0000	13
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,1354	0,0353	10,0000	5
ОАО «Башнефть»	0,1222	0,1904	3,1849	3
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0479	0,0511	0,934	18
ОАО «Черногорнефть»	0,0519	0,0224	10	13
ОАО «Меллянефть»	-0,0256	0,0001	0,5511	25
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,0808	0,0002	-4,7198	10

Таблица П.3 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2009 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,0074	0,1568	0,7223	27
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	-0,0501	0,1418	0,7230	27
ОАО «Казаньоргсинтез»	-0,0471	0,1576	0,0476	24
ОАО «Дорогобуж»	0,3252	0,0743	2,5979	3
ОАО «КуйбышевАзот»	0,0146	0,0460	3,1520	20
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	-0,0268	0,0217	10,0000	22
ОАО «Химпром»	0,0079	0,0030	3,1655	19
ОАО «Владимирский химический завод»	0,0814	0,0186	1,7379	16
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,2763	0,0008	10,0000	4
ОАО «Уралхимпласт»	0,0003	0,0103	2,1047	19
ОАО «Пигмент»	0,0034	0,0621	1,2681	27
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0498	0,0704	0,3665	15
ОАО «Метафракс»	0,0462	0,0499	7,8029	14
ОАО «Газпром»	0,0952	0,034	7,2224	14
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1635	0,0016	3,0293	1
ОАО «Лукойл»	0,0578	0,0753	10,0000	15
ОАО «Татнефть»	0,1826	0,0489	10,0000	5
ОАО «Роснефть»	0,1371	0,06	10,0000	6
ОАО «Транснефть»	0,0068	0,7941	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,1084	0,0003	10,0000	4
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,0937	0,03	10,0000	14
ОАО «Башнефть»	0,123	0,1713	3,6678	3
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0899	0,015	2,0566	10
ОАО «Черногорнефть»	0,0504	0,0099	10	13
ОАО «Меллянефть»	0,0216	0,0069	0,4658	13
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,1622	0,0001	-3,3833	1

Таблица П.4 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2010 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,1237	0,1484	1,3903	9
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0401	0,0807	1,1757	27
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,0255	0,1313	0,6147	27
ОАО «Дорогобуж»	0,1593	0,1393	3,7027	3
ОАО «КуйбышевАзот»	0,0808	0,0384	2,9814	11
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0,1071	0,0381	10,0000	5
ОАО «Химпром»	0,0307	0,0231	2,5784	19
ОАО «Владимирский химический завод»	0,1325	0,0108	1,3338	7
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,0782	0,0009	10,0000	13
ОАО «Уралхимпласт»	0,0010	0,0231	0,9214	25
ОАО «Пигмент»	0,0540	0,0319	1,2762	26
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0484	0,009	0,607	25
ОАО «Метафракс»	0,0784	0,0410	10	14
ОАО «Газпром»	0,0478	0,0881	7,2493	24
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,2172	0,0138	5,4323	4
ОАО «Лукойл»	0,148	0,0283	10	4
ОАО «Татнефть»	0,1059	0,0041	10,0000	13
ОАО «Роснефть»	0,1067	0,1194	10,0000	6
ОАО «Транснефть»	0,006	0,7352	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,0389	0,0005	10,0000	22
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,0969	0,029	7,6775	13
ОАО «Башнефть»	0,2061	0,0092	2,8459	1
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,1015	0,0576	2,9736	12
ОАО «Черногорнефть»	0,0863	0,0033	10	13
ОАО «Меллянефть»	0,0899	0,0143	2,4036	10
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,1546	0,0001	-3,0109	1

Таблица П.5 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2011 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,2268	0,2140	1,9492	9
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0509	0,1328	1,5907	18
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,0100	0,1184	0,7924	27
ОАО «Дорогобуж»	0,2684	0,0824	5,6239	6
ОАО «КуйбышевАзот»	0,2356	0,0659	3,2656	3
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0,0841	0,0084	10,0000	13
ОАО «Химпром»	0,0463	0,0062	2,6996	19
ОАО «Владимирский химический завод»	0,0468	0,0377	1,1840	26
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,1022	0,2632	10,0000	15
ОАО «Уралхимпласт»	0,0049	0,0070	1,6463	25
ОАО «Пигмент»	0,0344	0,0206	1,0626	25
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0523	0,0893	0,5684	18
ОАО «Метафракс»	0,1005	0,2033	9,0588	15
ОАО «Газпром»	0,1014	0,0648	8,426	15
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1040	0,0049	0,1639	13
ОАО «Лукойл»	0,2235	0,0558	10	6
ОАО «Татнефть»	0,1246	0,0482	10,0000	5
ОАО «Роснефть»	0,118	0,1121	8,9011	15
ОАО «Транснефть»	0,0125	0,4903	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,0305	0,0002	10,0000	22
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,1532	0,0285	8,5571	4
ОАО «Башнефть»	0,13	0,1499	3,6551	3
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0861	0,1277	2,1405	12
ОАО «Черногорнефть»	0,0444	0,0004	10	22
ОАО «Меллянефть»	0,1023	0,0351	4,5	14
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,1469	0,0001	-3,7695	1

Таблица П.6 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2012 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижекамскнефтехим»	0,2363	0,1821	1,5420	9
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0013	0,2651	0,4942	24
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,0788	0,2009	0,8663	18
ОАО «Дорогобуж»	0,1541	0,0757	5,2048	6
ОАО «КуйбышевАзот»	0,0964	0,0486	3,1247	11
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	0,2472	0,0296	0,9958	7
ОАО «Химпром»	0,0453	0,0090	2,6304	19
ОАО «Владимирский химический завод»	0,1499	0,0263	1,1987	7
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,1134	0,0300	10,0000	14
ОАО «Уралхимпласт»	0,0016	0,0056	1,6780	25
ОАО «Пигмент»	0,0840	0,0766	1,1038	18
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0847	0,1001	0,5917	18
ОАО «Метафракс»	0,1504	0,0709	8,8991	6
ОАО «Газпром»	0,0569	0,0471	5,4964	23
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1089	0,0013	3,0013	10
ОАО «Лукойл»	0,1837	0,0302	10,00	5
ОАО «Татнефть»	0,1424	0,0262	10,0000	4
ОАО «Роснефть»	0,1319	0,1826	10,0000	15
ОАО «Транснефть»	0,0117	0,3665	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,0434	0,0002	10,0000	22
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,0933	0,063	7,4499	15
ОАО «Башнефть»	0,1519	0,0782	3,1496	3
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0663	0,3246	3,0787	21
ОАО «Черногорнефть»	0,0424	0,0021	10	22
ОАО «Меллянефть»	0,1210	0,0022	0,4118	13
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,1738	0,2430	-3,1834	3

Таблица П.7 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2013 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,0781	0,1054	1,0988	18
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	0,0165	0,1133	1,1701	27
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,0562	0,1803	0,7734	18
ОАО «Дорогобуж»	0,1278	0,0296	10,0000	4
ОАО «КуйбышевАзот»	0,0890	0,0368	2,5255	11
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	-0,0472	0,1189	-3,9121	21
ОАО «Химпром»	0,0070	0,0032	3,6877	19
ОАО «Владимирский химический завод»	0,0589	0,0179	1,3963	16
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,1372	0,0015	10,0000	4
ОАО «Уралхимпласт»	0,0075	0,0060	1,4655	25
ОАО «Пигмент»	0,0306	0,0178	0,9485	25
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0946	0,4284	1,3923	18
ОАО «Метафракс»	0,1871	0,0411	10	5
ОАО «Газпром»	0,0602	0,1275	5,96	15
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1084	0	3,2851	10
ОАО «Лукойл»	0,169	0,0384	10	5
ОАО «Татнефть»	0,123	0,0685	9,5913	6
ОАО «Роснефть»	0,0363	0,0401	9,7649	23
ОАО «Транснефть»	0,0122	0,288	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,0062	0,0005	7,8824	22
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,1315	0,0431	8,5634	5
ОАО «Башнефть»	0,1946	0,0582	2,3215	3
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,099	0,4229	3,3729	12
ОАО «Черногорнефть»	0,0295	0,0002	10	22
ОАО «Меллянефть»	0,1137	0,0021	4,0223	13
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,1444	0,0001	-9,3844	1

Таблица П.8 - По нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2014 г.

в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)

Компания	R risk	Mob risk	FS risk	Квадрант
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	0,1103	0,2283	1,4839	18
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	-0,1453	0,0464	0,4856	23
ОАО «Казаньоргсинтез»	0,1487	0,2349	2,0253	3
ОАО «Дорогобуж»	0,0103	0,1058	10,0000	24
ОАО «КуйбышевАзот»	0,0518	0,0049	2,7614	10
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	-0,5042	0,6108	10,0000	24
ОАО «Химпром»	0,0002	0,0072	0,8685	25
ОАО «Владимирский химический завод»	-0,0091	0,0081	1,4376	25
ОАО «МХК «ЕвроХим»	0,1584	0,0035	10,0000	4
ОАО «Уралхимпласт»	0,0127	0,0103	1,4032	25
ОАО «Пигмент»	0,0323	0,0836	1,1497	18
ОАО «Славнефть-ЯНОС»	0,0739	0,1335	0,2399	15
ОАО «Метафракс»	0,2144	0,0510	10	6
ОАО «Газпром»	0,0164	0,2185	5,33	24
ОАО «Саратовский-НПЗ»	0,1782	0	5,2006	4
ОАО «Лукойл»	0,2437	0,1224	10,00	6
ОАО «Татнефть»	0,1475	0,0983	8,7753	6
ОАО «Роснефть»	0,0785	0,0456	10,0000	14
ОАО «Транснефть»	0,0114	0,3292	10,0000	24
ОАО «Варьеганнефтегаз»	0,1399	0,0002	7,7909	13
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,3482	0,0323	10,0000	5
ОАО «Башнефть»	0,1647	0,2859	1,7300	9
ОАО «Екатеринбурггаз»	0,0872	0,3864	5,1793	15
ОАО «Черногорнефть»	0,0236	0,0004	10	22
ОАО «Меллянефть»	0,1202	0,2390	4,8534	15
ОАО «Томскнефть ВНК»	0,1658	0,0001	-10	1

**Приложение Р**  
**(обязательное)**

**Построение матрицы Финансовой Безопасности за 2007-2012 гг.**

	Моб risk в [0;0,03] - оптимальное положение	Моб risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Моб risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квадрант 1</u> ОАО «Саратовский- НПЗ» (2008, 2009) ОАО «Башнефть» (2010) ОАО «Томскнефть ВНК» (2007, 2009, 2010, 2011)	<u>Квадрант 2</u>	<u>Квадрант 3</u> ОАО «Дорогобуж» (2007, 2009, 2010) ОАО «КуйбышевАзот» (2007, 2008, 2011) ОАО «Башнефть» (2007, 2008, 2009, 2011, 2012) ОАО «Томскнефть ВНК» (2012)
FS risk (2;4) в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квадрант 4</u> ОАО «ЕвроХим» (2008, 2009) ОАО «Саратовский- НПЗ» (2007, 2010) ОАО «Лукойл» (2010) ОАО «Татнефть» (2007, 2012) ОАО «Роснефть» (2007) ОАО «Варьеганнефтегаз» (2007, 2009) ОАО «Сургутнефтегаз» (2011)	<u>Квадрант 5</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2010) ОАО «Лукойл» (2012) ОАО «Татнефть» (2008, 2009, 2011) ОАО «Сургутнефтегаз» (2008)	<u>Квадрант 6</u> ОАО «Дорогобуж» (2011, 2012) ОАО «Метафракс» (2007, 2008, 2012) ОАО «Лукойл» (2011) ОАО «Роснефть» (2008, 2009, 2010)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квадрант 7</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2012) ОАО «Владимирский химический завод» (2010, 2012)	<u>Квадрант 8</u>	<u>Квадрант 9</u> ОАО «Нижекамскнефтехим» (2010, 2011, 2012)

**Рисунок Р.1 - Уровень рентабельности выше среднего по нефтехимическому  
и нефтегазовому секторам за 2007-2012 гг. в процессе их комплексного  
рассмотрения (единое экономическое пространство)**

	Mob risk в [0;0,03] - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 10</u> ОАО «Уралхимпласт» (2007) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2012) ОАО «Екатеринбурггаз» (2009) ОАО «Меллянефть» (2010) ОАО «Томскнефть ВНК» (2008)	<u>Квadrant 11</u> ОАО «КуйбышевАзот» (2010, 2012)	<u>Квadrant 12</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2007, 2008) ОАО «Екатеринбурггаз» (2010, 2011)
FS risk (2;4) в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 13</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2011) ОАО «ЕвроХим» (2010) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2011) ОАО «Лукойл» (2007) ОАО «Татнефть» (2010) «Варьеганнефтегаз» (2008) ОАО «Сургутнефтегаз» (2010) ОАО «Черногорнефть» (2008, 2009, 2010) ОАО «Меллянефть» (2009, 2012)	<u>Квadrant 14</u> ОАО «ЕвроХим» (2012) ОАО «Метафракс» (2009, 2010) ОАО «Газпром» (2008, 2009) ОАО «Сургутнефтегаз» (2007, 2009) ОАО «Меллянефть» (2011)	<u>Квadrant 15</u> ОАО «ЕвроХим» (2011) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2009) ОАО «Метафракс» (2011) ОАО «Газпром» (2007, 2011) ОАО «Лукойл» (2008, 2009) ОАО «Роснефть» (2011, 2012) ОАО «Сургутнефтегаз» (2012)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 16</u> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2007) ОАО «Владимирский химический завод» (2008, 2009)	<u>Квadrant 17</u> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2008) ОАО «Казаньоргсинтез» (2007)	<u>Квadrant 18</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2011) ОАО «Казаньоргсинтез» (2012) ОАО «Пигмент» (2012) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2011, 2012) ОАО «Екатеринбурггаз» (2007, 2008)

**Рисунок Р.2 - Средний уровень рентабельности по нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007-2012 гг. в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

	Mob risk в [0;0,03) - оптимальное положение	Mob risk в [0,03;0,05] - критическое положение	Mob risk в (0,05;0,5] - катастрофическое положение
FS risk в (2;4) - катастрофическое положение	<u>Квadrant 19</u> ОАО «Химпром» (2008, 2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «Уралхимпласт» (2008, 2009)	<u>Квadrant 20</u> ОАО «КуйбышевАзот» (2009)	<u>Квadrant 21</u> ОАО «Екатеринбурггаз» (2012)
FS risk (2;4) в [0;0,5] и [4;10] - критическое положение	<u>Квadrant 22</u> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2009) ОАО «ЕвроХим» (2007) ОАО «Варьеганнефтегаз» (2010, 2011, 2012) ОАО «Черногорнефть» (2007, 2011, 2012)	<u>Квadrant 23</u> ОАО «Казаньоргсинтез» (2008) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2007, 2008) ОАО «Газпром» (2012)	<u>Квadrant 24</u> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2012) ОАО «Казаньоргсинтез» (2009) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2008) ОАО «Газпром» (2010) ОАО «Транснефть» (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012)
FS risk в (0,5;2] - оптимальное положение	<u>Квadrant 25</u> ОАО «Химпром» (2007) ОАО «Владимирский химический завод» (2007) ОАО «Уралхимпласт» (2010, 2011, 2012) ОАО «Пигмент» (2007, 2008, 2011) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2010) ОАО «Меллянефть» (2007, 2008)	<u>Квadrant 26</u> ОАО «Владимирский химический завод» (2011) ОАО «Пигмент» (2010) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2007)	<u>Квadrant 27</u> ОАО «Нижекамскнефтехим» (2009) ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2009, 2010) ОАО «Казаньоргсинтез» (2010, 2011) ОАО «Дорогобуж» (2008) ОАО «Пигмент» (2009)

**Рисунок Р.3 - Уровень рентабельности ниже среднего по нефтехимическому и нефтегазовому секторам за 2007-2012 гг. в процессе их комплексного рассмотрения (единое экономическое пространство)**

**Приложение С**  
**(обязательное)**

**Типичные стратегии управления конкурентной позицией компании  
по модели Финансовой Безопасности**

**Таблица С.1 - Характеристика положения в разработанной матрице ФБ**

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
1	+1,5	<p>У компании имеется одно направление развития: снижение финансовой устойчивости. Ее можно уменьшить за счет увеличения запасов, при помощи наращивания объема кредиторской задолженности, уменьшая объем краткосрочной дебиторской задолженности или размер денежных средств. Уменьшение объема денежных средств приведет к еще более оптимальному положению компании по показателю оборачиваемости. Однако данный показатель уже находится в оптимальном диапазоне, и существует вероятность того, что он не подлежит дальнейшему изменению. Снижение объема дебиторской задолженности и увеличение объема кредиторской - процесс взаимосвязанный. Увеличение кредиторской задолженности может быть сопряжено с ростом риска ее погашения и не оказывает прямого влияния на другие два параметра матрицы. Хотя чрезмерный рост задолженности способен снизить чистую прибыль, а значит, и рентабельность, что предполагает резкий переход из квадранта 1 в квадрант 16, а затем в оптимальное положение (7 квадрант). Уменьшение дебиторской задолженности может ухудшить показатель оборачиваемости, в результате чего, компания перейдет в квадрант 5. Далее из квадранта 5 допустим переход в квадрант 8, а затем и в квадрант 7, хотя это несколько ухудшает текущее положение на несколько лет. Увеличение объема запасов снижает оборачиваемость оборотных средств, что улучшает положение компании. В зависимости от доступности данного варианта действий возможен переход в квадрант 7 напрямую или транзитом через квадрант 4. Однако увеличение запасов может снизить чистую прибыль, что повлияет на уровень рентабельности, в результате чего компания рискует оказаться в квадранте 13 или 16, причем переход в квадрант 7 из квадранта 16 будет затруднен</p>
2	+0,5	<p>У компании имеются два направления развития: снижение финансовой устойчивости или снижение оборачиваемости. Когда это возможно, лучше всего перейти в квадрант 1, снизив оборачиваемость, с последующим алгоритмом действий для квадранта 1. В противном случае следует переход в квадрант 7 транзитом через квадрант 8. Чрезмерный рост кредиторской задолженности способен снизить чистую прибыль, а значит, и рентабельность, что предполагает резкий переход из квадранта 2 в квадрант 17, затем в квадрант 8, и лишь потом в квадрант 7. Уменьшение дебиторской задолженности способствует переходу компании в квадрант 5. При чрезмерном влиянии на оборачиваемость, компания рискует оказаться в квадранте 6 - данный вариант будет неприемлемым. Увеличение объема запасов позволяет попасть в квадрант 8 напрямую или транзитом через квадрант 5. Однако есть риск оказаться в квадранте 14 или 17, причем переход в квадрант 8 из квадранта 17 будет затруднен</p>

Продолжение таблицы С.1

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
3	-0,5	У компании имеются два направления развития: снижение финансовой устойчивости или снижение оборачиваемости. Ситуация практически идентична с квадрантом 2. Разница в том, что ухудшить можно только значение рентабельности, тогда как два другие параметра все равно принимают крайне неблагоприятные значения, их можно только улучшать за счет перехода в квадранты 2 или 9. Компания способна оказаться в квадранте 18 в случае наращивания кредиторской задолженности и в квадранте 17, если к этому добавится снижение оборачиваемости. Снижение объема денежных средств способно привести компанию в квадрант 1 или 2
4	+2	У компании имеются два направления развития: увеличение или снижение финансовой устойчивости. Выбор зависит от того, в каком диапазоне находится значение параметра. В случае необходимости снижения финансовой устойчивости компании придется действовать более радикальными методами, чем в квадранте 1, поскольку небольшое снижение финансовой устойчивости сделает ее еще более неблагоприятной. При помощи наращивания кредиторской задолженности приемлемым является лишь вариант перехода в квадрант 10, из которого движение произойдет в квадрант 16, а затем в квадрант 7. При помощи увеличения запасов тоже скорее следует ждать попадания в квадрант 10 или 16. Также допускается переход в квадрант 7 транзитом через квадрант 1. Про дебиторскую задолженность и денежные средства справедливы варианты действий, приведенные в описании квадранта 1. Если же финансовая устойчивость находится в диапазоне от 0,5 до 2, то ее необходимо повысить. Действия будут противоположны тем, которые предпринимаются для ее снижения. Снижение кредиторской задолженности теряет смысл, так как не способно изменить положение компании. Снижение запасов может ухудшить показатель оборачиваемости, в результате чего компания окажется в квадранте 5 или 8, прежде чем попадет в квадрант 7. Увеличение денежных средств еще больше способно повлиять на оборачиваемость оборотных средств. Если в результате компании попадет в квадрант 6, то следует отказаться от данного варианта действий. Увеличение дебиторской задолженности позволит сохранить оптимальное значение оборачиваемости, но способно снизить чистую прибыль, поскольку часть такой задолженности окажется непогашенной. В зависимости от влияния на чистую прибыль возможен как прямой переход в квадрант 7, так и расположение в квадранте 16 в течение длительного периода времени

Продолжение таблицы С.1

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
5	+1	<p>У компании имеются три направления развития: увеличение или снижение финансовой устойчивости, а также снижение оборачиваемости. Когда это возможно, лучше всего перейти в квадрант 4, снизив оборачиваемость, с последующим алгоритмом действий для квадранта 4. В противном случае следует переход в квадрант 7 транзитом через квадрант 8. В случае необходимости снижения финансовой устойчивости, компании придется действовать более радикальными методами, чем в квадранте 2, поскольку небольшое снижение финансовой устойчивости сделает ее стратегию еще более неблагоприятной. Чрезмерный рост кредиторской задолженности способен снизить чистую прибыль, а значит, и рентабельность, что предполагает резкий переход из квадранта 5 в квадрант 17, затем в оптимальное положение через квадрант 8. Уменьшение дебиторской задолженности способствует переходу компании в квадрант 8. При слишком неблагоприятном влиянии на оборачиваемость, компания рискует оказаться в квадранте 9, что сделает данный вариант неприемлемым. Увеличение объема запасов позволяет попасть в квадрант 8. Если же финансовая устойчивость находится в диапазоне от 0,5 до 2, то ее следует повысить. Снижение кредиторской задолженности теряет смысл, так как не способно изменить положение компании. Снижение запасов может ухудшить показатель оборачиваемости, в результате чего компания окажется в квадранте 6 или 9, прежде чем попадет в квадрант 7. Увеличение денежных средств еще больше способно повлиять на оборачиваемость оборотных средств. Увеличение дебиторской задолженности может способствовать как прямому переходу в квадрант 8, так и попаданию в квадрант 17 на длительный период времени</p>
6	0	<p>У компании имеются три направления развития: увеличение или снижение финансовой устойчивости, а также снижение оборачиваемости. Ситуация объединяет черты расположения в квадрантах 3 и 5. Специфичным является риск попадания в квадрант 12, если темпы снижения финансовой устойчивости будут недостаточно высокими. Увеличение запасов способно привести компанию в квадрант 14, а иногда и в квадрант 13. Тем не менее положение компании чуть лучше, чем в 3 квадранте, если значение финансовой устойчивости находится в диапазоне от 0 до 0,5, так как позволяет быстро довести финансовую устойчивость до ее оптимального значения, будь то квадрант 8 или 17</p>
7	+2,5	<p>Оптимальное положение. Компании следует стремиться к тому, чтобы сохранить данное соотношение параметров. Допускается небольшое отклонение от оптимального значения по одному из параметров с последующим возвращением в квадрант 7. Отклонение может быть в сторону квадранта 8, если увеличилась оборачиваемость оборотных средств; переход в 4 квадрант произойдет при снижении финансовой устойчивости, перемещение в квадрант 16 при уменьшении рентабельности активов. А вот увеличивать финансовую устойчивость компании, которая попала в оптимальный квадрант, крайне нежелательно</p>

## Окончание таблицы С.1

Номер квадранта	Рейтинг квадранта	Характеристика квадрантов
8	+1,5	У компании имеется одно направление развития: снижение оборачиваемости. За счет уменьшения денежных средств произойдет переход в квадрант 7. Увеличения запасов может привести как к прямому переходу в квадрант 7, так и к излишнему снижению финансовой устойчивости с переходом в квадрант 4. Кроме того, возможно и снижение рентабельности, в результате чего квадрант 8 преобразится в квадрант 16
9	+0,5	У компании имеется одно направление развития: снижение оборачиваемости. В отличие от квадранта 8, оборачиваемость придется снижать на большую величину. За счет уменьшения денежных средств произойдет переход скорее лишь в квадрант 8. Увеличения запасов приведет к переходу в квадрант 5. Кроме того, возможно и снижение рентабельности, в результате чего квадрант 9 преобразится в квадрант 13 или 16.
10	+1	Для положения компании в квадрантах с 10 по 27 характерны те же самые варианты типовых действий, что и для квадрантов с 1 по 9, если возможно сразу повысить уровень рентабельности до максимального значения. Компания, находящаяся в квадранте 12, имеет сразу три основных варианта развития, включая увеличение рентабельности. В остальных квадрантах также число вариантов увеличивается на одно. Расположение в квадранте 16 имеет один вариант развития - увеличение рентабельности. Однако рост рентабельности может сопровождаться снижением финансовой устойчивости и ростом оборачиваемости. В случае возникновения сложностей по оптимизации стратегии в области рентабельности, прежде следует использовать вариант действий, аналогичный представленному описанию первых 9 квадрантов. Например, если компания находится в квадранте 27, то она может либо попытаться сразу перейти в квадрант 18, либо продвигаться внутри соответствующей группы из 9 квадрантов (с 19 по 27) в квадрант 25, который является оптимальным для этой группы. Далее становится возможным перейти в квадрант 16
11	0	
12	-1	
13	+1,5	
14	+0,5	
15	-0,5	
16	+2	
17	+1	
18	0	
19	-0,5	
20	-1,5	
21	-2,5	
22	0	
23	-1	
24	-2	
25	+0,5	
26	-0,5	
27	-1,5	

**Приложение Т**  
**(справочное)**

**Краткая характеристика разработанных матриц по критериям сравнения**

**Таблица Т.1 - Сравнительный анализ матрицы Оптимальной Структуры  
Капитала и Финансовой Безопасности**

Критерий сравнения	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности
Разделы корпоративных финансов, которые охватывает модель	Управление инвестициями, дивидендами, структурой капитала	Управление рентабельностью, мобильностью, финансовой устойчивостью
Явная стратегическая направленность	Да	Да
Степень влияния параметров матрицы на стоимость компании	Высокая	Высокая
Степень разнообразия генерируемых стратегий	Высокая	Высокая
Степень внутренней управляемости будущей позиции	Средняя	Высокая
Степень сложности расчетов	Средняя	Низкая
Степень субъективизма	Средняя	Низкая
Степень специализации	Низкая	Низкая
Учет стадий жизненного цикла	Нет	Нет
Учет отраслевой специфики	Да	Частичный

**Приложение У**  
**(обязательное)**

**Построение матрицы Ж. Франсона и И. Романса за 2007-2012 гг.**

	РФД << 0	РФД примерно 0	РФД >> 0
РХД >> 0	<p align="center"><u>Квадрант 1</u></p> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2009, 2010, 2012) ОАО «Казаньоргсинтез» (2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «Дорогобуж» (2007, 2008, 2009, 2011, 2012) «КуйбышевАзот» (2008, 2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2009, 2011, 2012) ОАО «Химпром» (2007, 2009, 2010, 2012) ОАО «Владимирский химический завод» (2008, 2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «Уралхимпласт» (2009, 2010, 2011) ОАО «Пигмент» (2008, 2009) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2008, 2009, 2012) ОАО «Метафракс» (2007, 2008, 2009, 2011, 2012)	<p align="center"><u>Квадрант 4</u></p> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2007, 2011) ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2007, 2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «Дорогобуж» (2010) «КуйбышевАзот» (2009) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2010) ОАО «Химпром» (2011) «Владимирский химический завод» (2007) ОАО «Уралхимпласт» (2007, 2012) ОАО «Пигмент» (2010, 2011, 2012)	<p align="center"><u>Квадрант 8</u></p> ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2008) ОАО «Казаньоргсинтез» (2008) ОАО «КуйбышевАзот» (2007) ОАО «Химпром» (2008) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2007, 2011) «Уралхимпласт» (2008) ОАО «Пигмент» (2007) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2011) ОАО «Метафракс» (2010)
РХД примерно 0	<p align="center"><u>Квадрант 7</u></p> ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2007) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2009)	<p align="center"><u>Квадрант 2</u></p> ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2008)	<p align="center"><u>Квадрант 5</u></p> ОАО «МХК «ЕвроХим» (2010)
РХД << 0	<p align="center"><u>Квадрант 9</u></p> ОАО «МХК «ЕвроХим» (2012) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2007)	<p align="center"><u>Квадрант 6</u></p> ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2010)	<p align="center"><u>Квадрант 3</u></p> ОАО «Казаньоргсинтез» (2007) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2008) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2008)

**Рисунок У.1 - Результаты матрицы Ж. Франсона и И. Романса за 2007-2012 гг. для нефтехимического сектора отечественной экономики**

	РФД << 0	РФД примерно 0	РФД >> 0
РХД >> 0	<u>Квadrant 1</u> ОАО «Газпром» (2008, 2009, 2010) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2007, 2009, 2010) ОАО «Лукойл» (2010, 2012) ОАО «Татнефть» (2007, 2009, 2010, 2012) ОАО «Роснефть» (2007, 2008, 2009) ОАО «Транснефть» (2010, 2011, 2012) ОАО «Сургутнефтегаз» (2007, 2008, 2009, 2010) ОАО «Башнефть» (2008, 2009, 2011, 2012) ОАО «Екатеринбурггаз» (2009, 2010, 2011) ОАО «Меллянефть» (2007, 2008, 2010, 2011, 2012) ОАО «Томскнефть ВНК» (2007, 2008, 2011, 2012)	<u>Квadrant 4</u> ОАО «Газпром» (2007, 2011, 2012) ОАО «Саратовский-НПЗ» (2008) ОАО «Лукойл» (2007, 2008, 2009) ОАО «Татнефть» (2008, 2011) ОАО «Роснефть» (2010, 2011, 2012) ОАО «Варьеганнефтегаз» (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012) ОАО «Сургутнефтегаз» (2012) ОАО «Башнефть» (2007, 2010) ОАО «Екатеринбурггаз» (2012)	<u>Квadrant 8</u> ОАО «Лукойл» (2011) ОАО «Транснефть» (2008, 2009) ОАО «Сургутнефтегаз» (2011) ОАО «Черногорнефть» (2011)
РХД примерно 0	<u>Квadrant 7</u> ОАО «Томскнефть ВНК» (2009, 2010)	<u>Квadrant 2</u> ОАО «Черногорнефть» (2007) ОАО «Меллянефть» (2009)	<u>Квadrant 5</u>
РХД << 0	<u>Квadrant 9</u> ОАО «Екатеринбурггаз» (2008)	<u>Квadrant 6</u> ОАО «Транснефть» (2007)	<u>Квadrant 3</u> ОАО «Саратовский-НПЗ» (2011, 2012) ОАО «Екатеринбурггаз» (2007) ОАО «Черногорнефть» (2008, 2009, 2010, 2012)

**Рисунок У.2 - Результаты матрицы Ж. Франсона и И. Романса за 2007-2012 гг. для нефтегазового сектора отечественной экономики**

**Приложение Ф**  
**(обязательное)**

**Расчет элементов матрицы ВШФМ**

**Таблица Ф.1 - По компаниям нефтехимического сектора за 2013-2014 гг.**

Показатели	ПАО «Нижекамск-нефтехим»		ОАО «Газпром нефтехим Салават»		ОАО «Казаньоргсинтез»	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
E / V	0,7468	0,7778	0,1921	0,0289	0,3397	0,3911
D / V	0,2532	0,2222	0,8079	0,9711	0,6603	0,6089
Rf, %	6,75	7,43	6,75	7,43	6,75	7,43
Риск-премия, %	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76
Рублевая премия, %	6	6	6	6	6	6
$\beta$	1,2712	1,2285	4,3642	39,0242	2,5549	2,2457
Re, %	24,24	24,33	66,80	544,40	41,90	38,33
T, %	20	20	20	20	20	20
Rd, %	3,98	6,00	4,24	4,45	8,53	8,32
R, %	69,99	69,94	100	100	70	69,81
ROE, %	10,25	15,35	8,99	82,33	18,99	49,64
ЕВИТ, млн руб.	8 787,3	12 041,5	4 199,4	-15 589,7	4 723,9	9 293,4
ТАХ скор для ЕВИТ, млн руб.	2 171,2	2 380,4	844,7	3 174,2	931,5	2 179,5

Таблица Ф.2 - По компаниям нефтехимического сектора за 2007-2012 гг.

Показатели	ПАО «Нижнекамск-нефтехим»			ОАО «Газпром нефтехим Салават»			ОАО «Казаньоргсинтез»		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
E / V	0,5584	0,4972	0,5059	0,3582	0,4006	0,2959	0,3388	0,2120	0,1653
D / V	0,4416	0,5028	0,4941	0,6418	0,5994	0,7041	0,6612	0,7880	0,8347
Rf, %	6,58	6,54	9,01	6,58	6,54	9,01	6,58	6,54	9,01
Риск-премия, %	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76
Рублевая премия, %	6	6	6	6	6	6	6	6	6
$\beta$	1,6326	1,8091	1,7812	2,4335	2,1973	2,9040	2,5610	3,9732	5,0408
Re, %	29,04	31,43	33,52	40,06	36,77	48,97	41,82	61,21	78,37
T, %	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Rd, %	5,52	4,73	6,38	4,52	3,50	6,39	1,76	4,70	6,88
R, %	70	70	67,85	99,43	99,53	99,68	70,01	70,01	100
ROE, %	16,29	6,31	1,46	27,73	31,38	-13,51	23,41	-21,35	22,14
ЕВИТ, млн руб.	6 354,4	3 537,6	1 826,9	6 136,2	8 598,5	-2 121,5	3 791,9	-2 411,8	-494
ТАХ скор для ЕВИТ, млн руб.	1 543,8	1 063,4	44,4	1 241,3	2 398,8	0	591,3	0	0

Окончание таблицы Ф.2

Показатели	ПАО «Нижнекамск-нефтехим»			ОАО «Газпром нефтехим Салават»			ОАО «Казаньоргсинтез»		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
E / V	0,6099	0,7061	0,7912	0,2923	0,2616	0,1887	0,1909	0,1881	0,2847
D / V	0,3901	0,2939	0,2088	0,7077	0,7384	0,8113	0,8091	0,8119	0,7153
Rf, %	8,4	7,58	8,15	8,4	7,58	8,15	8,4	7,58	8,15
Риск-премия, %	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76	7,76
Рублевая премия, %	6	6	6	6	6	6	6	6	6
$\beta$	1,5116	1,3330	1,2110	2,9365	3,2578	4,4398	4,3901	4,4518	3,0101
Re, %	29,20	25,92	24,81	48,81	52,41	69,24	68,81	68,84	49,57
T, %	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Rd, %	7,25	6,41	5,20	6,04	3,28	4,56	9,17	8,40	8,79
R, %	69,81	72,20	70,03	100	51,06	57	100	69,52	69,98
ROE, %	24,84	39,97	35,10	15,02	20,18	0,56	15,36	5,4	40,18
ЕВИТ, млн руб.	10 410,4	19 068	21 211	5 744,8	6 346,1	2 400	4 206,7	3 157,2	6 464,3
ТАХ скор для ЕВИТ, млн руб.	2 396,3	3 909,4	3 847	357,5	913,2	0	0	0	0

**Приложение X**  
**(обязательное)**

**Расчет укрупненных показателей ВШФМ**

**Таблица X.1 - Вторая часть выборки, 2013-2014 гг.**

Показатели	Год	Газпром	Саратовский НПЗ	Лукойл	Татнефть	Роснефть
NOPAT, млн руб.	2013	795 820,8	3 096,8	225 016	67 085,6	196 271,2
	2014	291 930,6	4 837,4	386 682,8	86 066,8	590 840,9
WACC, %	2013	19,27	16,55	18,74	19,54	16,00
	2014	19,49	20,08	19,11	21,29	15,46
IC, млн руб.	2013	4 988 608,2	18 578,9	925 299,7	449 533,8	3 508 087,9
	2014	5 434 654,9	18 010,7	1 349 547,2	488 554,3	5 397 423,3
EVA, млн руб.	2013	-165 484	21,99	51 614,8	-20 753,3	-365 022,9
	2014	-767 283,6	1 220,8	128 784,3	-17 946,4	-243 600,7
SGR, %	2013	5,94	25,18	17,30	11,81	7,69
	2014	1,65	34,37	22,10	13,63	0,30
Gпр, %	2013	7,49	8,56	-14,77	5,50	36,55
	2014	1,45	18,77	-6,59	7,93	21,31

**Таблица X.2 - Вторая часть выборки, 2010-2012 гг.**

Показатели	Год	Газпром	Саратовский НПЗ	Лукойл	Татнефть	Роснефть
NOPAT, млн руб.	2010	379 865,8	1 509	162 270,2	41 204,2	207 346,1
	2011	989 393,2	1 206,8	259 322,8	61 682,4	250 758,6
	2012	604 459,7	2 326,1	238 707,6	68 659,7	329 304,4
WACC, %	2010	20,95	19,44	18,06	19,99	17,26
	2011	20,13	15,95	17,89	19,16	17,43
	2012	20,60	15,38	19,45	20,31	18,82
IC	2010	3 287 158	5 251,7	461 034,9	351 545,7	1 393 596,6
	2011	4 053 872,3	9 970,2	616 639,4	376 603,6	1 630 372,7
	2012	4 331 087,5	17 146,3	729 053,4	402 990,9	2 084 362,0
EVA, млн руб.	2010	-308 793,8	488,1	79 007,3	-29 069,8	-33 188,7
	2011	173 348,7	-383,4	149 006,0	-10 474,8	-33 415,4
	2012	-287 744,3	-311	96 906,7	-13 277,7	-62 972,5
SGR, %	2010	5,64	29,50	0,86	10,28	22,63
	2011	10,66	17,61	36,50	13,36	21,99
	2012	6,33	25,78	20,99	14,19	18,07
Gпр, %	2010	15,78	25,83	-93,47	14,21	11,73
	2011	22,75	43,25	0,19	23,51	29,29
	2012	3,53	46,70	13,67	8,15	28,18

Таблица X.3 - Вторая часть выборки, 2007-2009 гг.

Показатели	Год	Газпром	Саратовский НПЗ	Лукойл	Татнефть	Роснефть
НОПАТ, млн руб.	2007	438 657,8	770,2	70 827,7	43 808,7	181 926,5
	2008	104 683,3	1 690	68 888	35 439,3	156 010,8
	2009	790 487,5	1 008,4	70 941,1	53 256,9	228 566,2
WACC, %	2007	19,43	19,87	16,75	19,37	17,84
	2008	19,26	19,01	16,35	19,65	16,99
	2009	21,49	19,63	19,68	23,01	17,48
IC	2007	2 113 300,5	1 393,7	365 725,8	183 495,4	764 542,2
	2008	2 284 232,9	2 956,1	341 026	205 396,5	963 239,8
	2009	3 029 654,9	3 790,6	404 554,1	260 495,9	1 166 145,2
EVA, млн руб.	2007	28 043,5	493,3	9 568,6	8 265,6	45 532,2
	2008	-335 260,0	1 128,0	13 130,2	-4 921,1	-7 643,6
	2009	139 414,7	264,3	-8 675,1	-6 683,2	24 724,0
SGR, %	2007	8,13	37,50	10,21	17,83	52,49
	2008	3,06	65,40	10,22	11,78	29,01
	2009	12,42	22,86	5,05	16,25	31,76
Гпр, %	2007	8,72	51,09	-12,01	13,43	38,59
	2008	41,24	58,03	2,32	11,39	23,50
	2009	-0,80	-22,03	-13,99	3,59	-5,06

**Приложение Ц**  
**(обязательное)**

**Построение матрицы ВШФМ Е.Н. Лобановой за 2007-2012 гг.**

	Гпр < SGR (излишек денег)	Гпр > SGR (дефицит денег)
EVA > 0	ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2012) ОАО «Казаньоргсинтез» (2012) ОАО «Дорогобуж» (2007, 2009) ОАО «КуйбышевАзот» (2008) ОАО «Химпром» (2012) ОАО «Владимирский химический завод» (2009) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2009) ОАО «Уралхимпласт» (2007) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2009)	ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2010, 2011) ОАО «Дорогобуж» (2011) ОАО «КуйбышевАзот» (2007, 2011) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2010, 2011, 2012) ОАО «Владимирский химический завод» (2007, 2010, 2011, 2012) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2008) ОАО «Пигмент» (2007, 2012) ОАО «Метафракс» (2007)
EVA < 0	ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2009) ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2008, 2009) ОАО «Казаньоргсинтез» (2009) ОАО «Дорогобуж» (2010, 2012) ОАО «КуйбышевАзот» (2009, 2012) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2009) ОАО «Химпром» (2007, 2009) ОАО «Владимирский химический завод» (2008) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2010, 2012) ОАО «Уралхимпласт» (2008, 2009, 2012) ОАО «Пигмент» (2009) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2010, 2011, 2012) ОАО «Метафракс» (2008, 2009)	ОАО «Нижнекамскнефтехим» (2007, 2008) ОАО «Газпром нефтехим Салават» (2007, 2010, 2011, 2012) ОАО «Казаньоргсинтез» (2007, 2008, 2010, 2011) ОАО «Дорогобуж» (2008) ОАО «КуйбышевАзот» (2010) ОАО «ОХК «УРАЛХИМ» (2007, 2008) ОАО «Химпром» (2008, 2010, 2011) ОАО «МХК «ЕвроХим» (2007, 2011) ОАО «Уралхимпласт» (2010, 2011) ОАО «Пигмент» (2008, 2010, 2011) ОАО «Славнефть-ЯНОС» (2007, 2008) ОАО «Метафракс» (2010, 2011, 2012)

**Рисунок Ц.1 - Матрица финансовых стратегий (по ВШФМ) за 2007-2012 гг.  
для нефтехимического сектора отечественной экономики**

	Гпр < SGR (излишек денег)	Гпр > SGR (дефицит денег)
EVA > 0	<p>ОАО «Газпром» (2009)  ОАО «Саратовский НПЗ» (2008, 2009, 2010)  ОАО «Лукойл» (2007, 2008, 2010, 2011, 2012)  ОАО «Татнефть» (2007)  ОАО «Роснефть» (2007, 2009)  ОАО «Варьенганнефтегаз» (2007)  ОАО «Сургутнефтегаз» (2008)  ОАО «Башнефть» (2012)  ОАО «Екатеринбурггаз» (2007)  ОАО «Меллянефть» (2010, 2012)  ОАО «Томскнефть ВНК» (2008, 2009)</p>	<p>ОАО «Газпром» (2007, 2011)  ОАО «Саратовский НПЗ» (2007)  ОАО «Сургутнефтегаз» (2007, 2011)  ОАО «Башнефть» (2010, 2011)  ОАО «Екатеринбурггаз» (2009)  ОАО «Меллянефть» (2011)  ОАО «Томскнефть ВНК» (2007, 2010, 2011, 2012)</p>
EVA < 0	<p>ОАО «Газпром» (2012)  ОАО «Лукойл» (2009)  ОАО «Татнефть» (2008, 2009, 2012)  ОАО «Роснефть» (2008, 2010)  ОАО «Транснефть» (2007)  ОАО «Варьенганнефтегаз» (2009, 2010, 2012)  ОАО «Сургутнефтегаз» (2009, 2012)  ОАО «Башнефть» (2007, 2009)  ОАО «Екатеринбурггаз» (2012)  ОАО «Черногорнефть» (2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012)  ОАО «Меллянефть» (2007)</p>	<p>ОАО «Газпром» (2008, 2010)  ОАО «Саратовский НПЗ» (2011, 2012)  ОАО «Татнефть» (2010, 2011)  ОАО «Роснефть» (2011, 2012)  ОАО «Транснефть» (2008, 2009, 2010, 2011, 2012)  ОАО «Варьенганнефтегаз» (2008, 2011)  ОАО «Сургутнефтегаз» (2010)  ОАО «Башнефть» (2008)  ОАО «Екатеринбурггаз» (2008, 2010, 2011)  ОАО «Меллянефть» (2008, 2009)</p>

**Рисунок Ц.2 - Матрица финансовых стратегий (по ВШФМ) за 2007-2012 гг.  
для нефтегазового сектора отечественной экономики**

**Приложение Ш**  
**(обязательное)**

**Сравнительная характеристика стратегических финансовых моделей  
управления конкурентной позицией в рамках полученных результатов**

**Таблица Ш.1 - Качественная оценка положения компаний в матрицах**

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Нижекамск- нефтехим»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2009	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2011	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2013	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Среднее	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
ОАО «Газпром нефтехим Салават»	2007	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2008	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2010	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2014	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Казань- оргсинтез»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2008	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2012	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Благо- приятное
	2013	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
ОАО «Дорогобуж»	2007	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2010	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Благо- приятное
	2012	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное

## Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Куйбышев- Азот»	2007	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2009	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2010	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2012	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
ОАО «ОХК «УРАЛХИМ»	2007	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Неблаго- приятное	Неблаго- приятное
	2008	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Неблагоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2011	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2013	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Химпром»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2008	Благоприятное	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2009	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2010	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2011	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2012	Среднее	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное
	2013	Среднее	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2014	Среднее	Благоприятное	Среднее	Неблагоприятное
ОАО «Владимирский химический завод»	2007	Неблагоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Благоприятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2013	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2014	Неблагоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО "МХК «ЕвроХим»	2007	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Неблаго- приятное	Благо- приятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Неблаго- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
ОАО «Уралхим- пласт»	2007	Неблагоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2008	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2012	Неблагоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Пигмент»	2007	Неблагоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2008	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Среднее	Среднее	Благо- приятное	Благо- приятное
	2013	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
ОАО «Славнефть- ЯНОС»	2007	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Неблаго- приятное	Неблаго- приятное
	2008	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2010	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблаго- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное

## Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Метафракс»	2007	Благоприятное	Среднее	Среднее	Благо- приятное
	2008	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Среднее	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2012	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Среднее	Среднее	Благо- приятное
ОАО «Газпром»	2007	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2010	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2012	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Саратовский- НПЗ»	2007	Среднее	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2008	Среднее	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2011	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2014	Среднее	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
ОАО «Лукойл»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2009	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2011	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное	Благо- приятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2013	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2014	Благоприятное	Среднее	Среднее	Благо- приятное

## Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Татнефть»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Среднее	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
ОАО «Роснефть»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Благоприятное	Среднее	Среднее	Благо- приятное
	2010	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Транснефть»	2007	Среднее	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Неблагоприятное
	2008	Среднее	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2009	Среднее	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2010	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2011	Среднее	Неблагоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2012	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2013	Благоприятное	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2014	Благоприятное	Неблагоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
ОАО «Варьеган- нефтегаз»	2007	Неблагоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Благоприятное
	2008	Неблагоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2009	Неблагоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное
	2010	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное	Неблагоприятное
	2011	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное	Неблагоприятное
	2012	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное	Неблагоприятное
	2013	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное	Неблагоприятное
	2014	Неблагоприятное	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное

Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Сургут- нефтегаз»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Среднее	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2012	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Среднее	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2014	Среднее	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
ОАО «Башнефть»	2007	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2008	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2012	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2013	Благоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2014	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное

## Продолжение таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Екатеринбург- газ»	2007	Среднее	Среднее	Среднее	Благо- приятное
	2008	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное	Неблаго- приятное
	2009	Среднее	Благоприятное	Среднее	Благо- приятное
	2010	Среднее	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2012	Неблагоприятное	Неблагоприятное	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2013	Среднее	Неблагоприятное	Благо- приятное	Благо- приятное
	2014	Среднее	Неблагоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
ОАО «Черногор- нефть»	2007	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2008	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2009	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2010	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблаго- приятное
	2011	Неблагоприятное	Среднее	Благо- приятное	Неблаго- приятное
	2012	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2013	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное
	2014	Неблагоприятное	Среднее	Среднее	Неблаго- приятное

Окончание таблицы Ш.1

Компания	Год	Матрица Оптимальной Структуры Капитала	Матрица Финансовой Безопасности	Матрица Ж. Франсона и И. Романса	Матрица ВШФМ
		Положение			
ОАО «Меллянефть»	2007	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2008	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2009	Неблагоприятное	Благоприятное	Среднее	Неблагоприятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2011	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2012	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2013	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2014	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное
ОАО «Томскнефть ВНК»	2007	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2008	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2009	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное	Благоприятное
	2010	Благоприятное	Благоприятное	Неблагоприятное	Благоприятное
	2011	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2012	Благоприятное	Неблагоприятное	Среднее	Благоприятное
	2013	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное
	2014	Благоприятное	Благоприятное	Среднее	Благоприятное

**Приложение Щ**  
**(обязательное)**

**Статистическая выкладка по уравнениям регрессии в рамках проверки  
третьей гипотезы**

Рассмотрим связь фиктивных переменных с показателями MBR 1 и MBR 2 (выборка 128), проранжированными в порядке возрастания, где ранг 128 - максимальное значение результативного признака (таблицы Щ.1 и Щ.2).

**Таблица Щ.1 - Первая проверка третьей гипотезы**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
Z1	25,0368	7,1824	3,486	0,0007	0,01
Z3	49,2288	7,2356	6,804	$3,77 \cdot 10^{-10}$	0,01
Z4	22,4264	7,1356	3,143	0,0021	0,01
R-квадрат, %	72,18				
F расчетное (3, 125)	108,0946				
F критическое	3,9422				
P-значение (F)	$1,44 \cdot 10^{-34}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 25,0368 \cdot Z1 + 49,2288 \cdot Z3 + 22,4264 \cdot Z4. \quad (1)$$

**Таблица Щ.2 - Вторая проверка третьей гипотезы**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
Z1	26,1729	6,3054	4,151	$6,08 \cdot 10^{-5}$	0,01
Z3	47,5202	6,3521	7,481	$1,14 \cdot 10^{-11}$	0,01
Z4	29,2764	6,2643	4,674	$7,54 \cdot 10^{-6}$	0,01
R-квадрат, %	78,56				
F расчетное (3, 125)	152,6509				
F критическое	3,9422				
P-значение (F)	$1,28 \cdot 10^{-41}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 26,1729 \cdot Z1 + 47,5202 \cdot Z3 + 29,2764 \cdot Z4. \quad (2)$$

Рассмотрим связь фиктивных переменных со спрэдом доходности, проранжированном в порядке возрастания, где ранг 184 - максимальное значение результативного признака (таблица Щ.3).

**Таблица Щ.3 - Третья проверка третьей гипотезы**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
Z1	71,3444	7,6316	9,349	$1,57 \cdot 10^{-17}$	0,01
Z2	52,0879	7,7706	6,703	$1,94 \cdot 10^{-10}$	0,01
Z3	44,1036	8,2090	5,373	$2,10 \cdot 10^{-7}$	0,01
R-квадрат, %	79,24				
F расчетное (3, 205)	260,8297				
F критическое	3,8786				
P-значение (F)	$1,06 \cdot 10^{-69}$				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 71,3444 \cdot Z1 + 52,0879 \cdot Z2 + 44,1036 \cdot Z3. \quad (3)$$

Рассмотрим связь интегральной оценки конкурентной позиции компании по представленным моделям финансовой стратегии с MBR 1, MBR 2. Получается уравнение парной регрессии, где зависимая и независимая переменные означают соответствующий ранг (таблицы Щ.4 и Щ.5).

**Таблица Щ.4 - Четвертая проверка третьей гипотезы**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
Z	0,7928	0,0541	14,66	$4,39 \cdot 10^{-29}$	0,01
R-квадрат, %	62,85				
F расчетное (1, 127)	214,8291				
F критическое	6,8387				
P-значение (F)	$4,39 \cdot 10^{-29}$				
Коэффициент Спирмена, %	16,12				
Коэффициент Кендалла, %	10,88				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

**Таблица Щ.5 - Пятая проверка третьей гипотезы**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
Z	0,8498	0,0468	18,17	$3,95 \cdot 10^{-37}$	0,01
R-квадрат, %	72,22				
F расчетное (1, 127)	330,1532				
F критическое	6,8387				
P-значение (F)	$3,95 \cdot 10^{-37}$				
Коэффициент Спирмена, %	39,22				
Коэффициент Кендалла, %	24,85				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Уравнение регрессии в четвертой и пятой проверках принимает вид

$$Y = 0,7928 \cdot Z; \quad (4)$$

$$Y = 0,8498 \cdot Z. \quad (5)$$

Рассмотрим связь интегральной оценки конкурентной позиции компании по представленным моделям финансовой стратегии с рыночной капитализацией через спред доходности (таблица Щ.6).

**Таблица Щ.6 - Шестая проверка второй гипотезы: статистическая выкладка взаимосвязи интегральной оценки со спредом доходности**

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	Уровень значимости
Z	0,9399	0,0237	39,60	$1,51 \cdot 10^{-98}$	0,01
R-квадрат, %	88,34				
F расчетное (1, 207)	1 568,1				
F критическое	6,7589				
P-значение (F)	$1,51 \cdot 10^{-98}$				
Коэффициент Спирмена, %	75,78				
Коэффициент Кендалла, %	58,30				
Источник: рассчитано автором при помощи статистического программного обеспечения «Гретл».					

Таким образом, уравнение регрессии принимает вид

$$Y = 0,9399 \cdot Z. \quad (6)$$