

**Власова О.А.,**  
аспирантка кафедры оценки и управления собственностью  
Финансовой Академии при Правительстве РФ

### **Эволюция теории управления стоимостью компании: нефинансовые драйверы**

*В статье рассмотрено историческое развитие теории управления стоимостью с точки зрения возможностей учета «клиентской составляющей». Рассмотрены ограничения существующих методов и подходов VBM (Value-Based Management) на основе бихевиористского подхода. Предложено использование интегральных методов VBM на основе сбалансированной системы показателей (BSC – Balanced ScoreCard).*

Концепция управления стоимостью компании была впервые сформулирована в США в 80-х годах. За последние 20 лет она претерпела достаточно существенные изменения. Управление стоимостью вначале рассматривалось как теоретический компонент системы финансового менеджмента. Позже она (концепция) стала основным элементом измерений эффективности деятельности компании (company performance), то есть приобрела статус значимого компонента самого менеджмента, практики корпоративного управления. Позднее этот подход эволюционировал в управленческую парадигму, в рамках которой повышение стоимости компании превратилось в первоочередную задачу организации. Рост стоимости как высшая цель предпринимательской деятельности в последние годы не вызывает сомнений у топ-менеджеров растущих компаний.

Первые фундаментальные работы по управлению стоимостью были изданы в начале 90-х, когда вслед за книгой «Creating Shareholder Value» Альфреда Раппапорта появилась монография Беннета Стюарта – основателя Stern Stewart&Co – «The quest for value: a guide for senior managers» (1990). В этом исследовании было последовательно доказано наличие зависимости между величиной, представляющей интерес для акционеров (инвесторов) – добавленной стоимостью, и рыночной стоимостью компании. На протяжении последующего десятилетия концепция управления стоимостью компании получила широкое распространение и признание бизнес-сообщества. Теоретические воззрения в вышедших в конце 90-х монографиях «Principles of Corporate Finance» Ричарда Брейли и Стюарта Майерса, «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies» сотрудников и партнеров консалтинговой компании McKinsey&Co Коупленда, Коллера и Муррина, «Cost of Capital: Estimation and Application» Шэннона Пратта были подкреплены практическими примерами и руководствами к применению в рамках управления действующими компаниями.

Ориентация на повышение стоимости означает последовательную «настройку» системы планирования и управления на стабильный рост стоимости компании. В пользу идеи внедрения «стоимостного мышления» в систему менеджмента свидетельствуют и достигнутые результаты. Так, по данным иссле-

дований консалтинговой компании Stern Stewart&Co., компании, управляющие своей стоимостью, превосходят конкурентов по всем показателям в среднем на 8,25% ежегодно. И, как справедливо отмечают влиятельные западные эксперты по управлению стоимостью, «для многих менеджеров вопрос заключается не в том, *почему* нужно создавать стоимость, а в том, *как* ее создавать». И если решению второго вопроса «как» способствуют многочисленные разрабатываемые подходы и методы управления стоимостью, то исследование исходных предпосылок необходимости управления стоимостью («почему») отодвинуто на второй план и сводится лишь к аксиоме требований акционеров-собственников.

Ученые «первой волны» концепции управления стоимостью исходили из предпосылок императива стоимости для акционеров. Описание процессов управления стоимостью компании сводилось к внедрению некоего менеджерского решения, формирующего стоимость для акционеров; при этом индикаторами условий создания стоимости могли быть следующие измерители: возврат на вложенный капитал (ROIC), увеличение стоимости акций (P Growth) и рост дивидендов (EPS Growth), остаточная прибыль (RI), экономическая прибыль (ER) и даже абсолютный показатель выручки от реализации (Revenue Growth).

Следует отметить, что проблематике акционерной стоимости всегда уделялось определенное внимание. Вопрос об этом всегда был на повестке дня менеджеров, хотя в некоторые периоды (например, в 60-е годы прошлого столетия) проблема акционерной стоимости зачастую во многих компаниях отходила на второй план менеджерских усилий. В 2000 году исследование консалтинговой компании McKinsey&Co подтвердило, что экономик, ориентированные на повышение благосостояния акционеров, оказались более эффективными, чем прочие экономические системы, имеющие другие ориентиры развития. Важен и социальный аспект такой ориентации на рост стоимости компаний в интересах акционеров, ведь при этом и иные интересы прочих заинтересованных лиц в акционерно-ориентированной экономике никак не ущемляются.

Иными словами, категория управления стоимостью компании осознавалась в научной и бизнес-среде как философия менеджмента, основанная на принципах создания экономической стоимости для узкого круга собственников бизнеса.

Инструментарий создания стоимости для акционеров вплоть до начала 90-х годов представлял собой фактически набор аналитических показателей для измерения эффективности деятельности компании. В английском языке модификация сущности понятия «управление стоимостью» и переход от стоимостных показателей к стоимостной идеологии раскрывается двумя аббревиатурами: управление, основанное на стоимости (Value-Based Management – VBM), и управление ради стоимости (Managing for Value – MFV).

Управление, основанное на стоимости (VBM) – управленческий подход, предполагающий использование аналитических инструментов и процессов для концентрации усилий организации на достижении единой цели: создании стоимости для акционеров. То есть с функциональной точки зрения, основанное на

стоимости управление представляло собой по существу набор инструментов стратегического и финансового менеджмента.

Понятие «управление стоимостью», как правило, связывают именно с VBM-подходом; дисциплина управления на основе стоимости появилась в конце 80-х. Показатели отдачи на вложения, в том числе инвестиционные, в рамках данной дисциплины (ROIC, ROE, RORAC) были актуальны для планирования будущего инвестирования, так как обеспечивали органичную связь ретроспективных показателей бухгалтерской отчетности с долгосрочным стратегическим планированием. Различные группы инвесторов (в том числе акционеры) оценивали стоимостно-ориентированные стратегии с точки зрения принятия инвестиционных решений, основанных как раз на рентабельности инвестиций по отношению к издержкам, значение которых определяется рынком. VBM объединила бизнес-стратегию и корпоративные финансы, дав интегрированную экономическую основу для анализа бизнес-инвестиций. Она позволяла практикам понимать и объяснять, что движет финансовыми результатами. Стало очевидным, что только на этой основе возможны обоснованные финансовые прогнозы.

Эволюция VBM в MFV происходила по мере того, как практическое внедрение управления стоимостью требовало от руководителей всех уровней управления воздействия на всю систему бизнес-процессов организации и использования всего набора инструментов (а не только финансовых показателей и их декомпозиции). Показатели, основанные на стоимости как функции от экономической прибыли, сами по себе были мало информативны для менеджеров. Таким образом, в начале 1990-х годов прошлого века к управлению, основанному на стоимости, была добавлена организационная перспектива.



Рис. 1 Схема управления стоимостью

Действительно, полученные ранее результаты ориентации на VBM свидетельствовали о том, что последовательное и целеустремленное создание новой акционерной стоимости требует и существенно иной, чем прежде, информационной базы и других процедур управления. Развитие стратегии должно быть постоянным, а вовсе не цикличным, как это было когда-то, и придерживаться лучшей информации по рынкам, конкурентам и прибыльности. Процессы распределения ресурсов, управления результатами и идентификации драйверов

стоимости должны имплицитно присутствовать в стратегии. Без этого процесс стратегического планирования не может быть реально последовательным.

После того, как организационные элементы были адаптированы в VBM, стало ясно, что *способность компании эффективно управлять ради стоимости может стать источником конкурентного преимущества сама по себе*. Это важный тезис, к которому мы ещё вернемся.

Исследователи французской бизнес-школы INSEAD определяют MFV как всеобъемлющий управленческий подход, объединяющий обновленные цели корпоративного развития, перестроенные организационные структуры и системы, заново ориентированные стратегические и операционные процессы и модифицированные практики управления человеческими ресурсами. Из определения и смысла понятия MFV следует, что в дополнение к более внимательному отношению к акционерам и акционерной стоимости MFV улучшает качество и скорость принятия стратегических решений, результатом чего становится значительно обновленная корпорация, чья культура трансформируется по мере изменения поведения на всех уровнях. С точки зрения организации, MFV – это набор процедур и действий, которые топ-менеджер выполняет ежедневно, но теперь уже в соответствии со стратегической целью увеличения стоимости в интересах акционеров.

Каждая компания, внедряющая MFV, адаптирует эту систему с учетом сложившихся в ней целевых установок и ресурсов с тем, чтобы наилучшим образом использовать те возможности, которыми она (компания) располагает. По мере того, как все больше компаний ставят своей целью максимизацию акционерной прибыли, они сталкиваются с новыми препятствиями на этом пути. Их преодоление связано с появлением новых процессов управления, которые устраняют возникающие угрозы. Тем самым совершенствуется и обогащается практика управления стоимостью. Иными словами, MFV – это процесс, а не результат. Результатом же является повышение акционерной стоимости.

В настоящее время управление стоимостью фокусируется на разработке и внедрении стратегий, создающих одновременно и клиентскую, и акционерную стоимость. Благодаря развитию методов маркетинговых исследований и информационных технологий компании имеют возможность *не* противопоставлять в своей пирамиде целей интересы компании (акционеров) интересам клиента. Соответственно, они способны находить наилучшие и создающие стоимость предложения для клиентов, тщательно анализируя потребности последних, оценивая, как различные условия (в том числе и технологии) удовлетворяют эти потребности, а затем определяя размер соответствующих инвестиций. Это новый формат управления стоимостью, сочетающий повышение уровня удовлетворенности клиентов с ростом акционерной стоимости. Рассмотрим пример такой сбалансированной пирамиды целей компании в соответствии с MFV-стратегией (Рис. 2).



Рис. 2 Схема управления ради создания стоимости для акционеров в современной корпорации

Очевидно, что обеспечение устойчивого роста акционерной стоимости, прежде всего, актуально для собственников компаний, акции которых свободно обращаются на рынке ценных бумаг. Действительно, как западные, так и российские специалисты по управлению стоимостью единодушны в том, что создаваемая для акционеров стоимость в долгосрочной перспективе является оптимальным критерием эффективности принимаемых решений.

Данный вывод логично следует из того, что акционеры, в отличие от других заинтересованных групп, не имеют твердых гарантий получения процентов на вложенный капитал. Если компании не удастся удовлетворить ожидания акционеров (рентабельность на вложенный капитал), то у последних постепенно пропадает готовность рисковать своим капиталом, вкладывая его в данную компанию. Это формирует конкурентный недостаток и может послужить причиной

того, что компания не сможет использовать имеющийся потенциал, обеспечить выживание на рынке.

«Узкие места» данного подхода уходят корнями в теорию бихевиоризма (одно из направлений теории фирм, появление которой связывают с именем теоретика корпоративных финансов Е.Ф. Фейма), а точнее, теорию агентских соглашений, суть которой в противостоянии интересов и разделении контроля между собственниками и группами заинтересованных лиц (потребители, поставщики, работники). Теория агентских соглашений (теория договоров) предполагает наличие экономических отношений между всеми участниками хозяйственной деятельности компании, причем каждая группа пытается реализовать свой экономический интерес. Оптимумом для компании в целом является состояние равновесия, достижения баланса интересов всех групп лиц, связанных с данным бизнесом. В противовес такому подходу, при котором возможны неразрешимые противоречия между участниками (агентами), концепция управления стоимостью основывается на предположении о том, что максимизация выгод для каждого участника деятельности компании приводит к максимизации стоимости компании в целом.

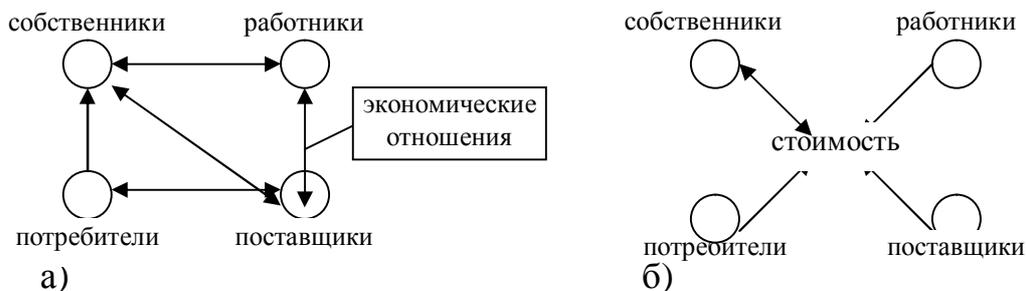


Рис. 3 Сравнение теории агентских соглашений (а) и концепции управления стоимостью (б)

Таким образом, эволюция теории управления стоимостью привела к формированию социально-ориентированной модели поведения современной фирмы (основополагающие принципы хозяйственно-этического императива – получение выгод от деятельности организации всеми сторонами – изложены в работах социолога А. Этциони), а также к преодолению таких недостатков теории агентских соглашений, как:

- противостояние агентов и принципалов – предположение о том, что цели и задачи этих сторон могут и не совпадать; принципалу сложно контролировать агента;

- проблема разделения рисков (risk-sharing) – предположение о том, что принципал и агент имеют различное отношение к риску в силу противоположных мотивов экономического поведения.

На практике это предполагает создание такой системы вознаграждений, корпоративной структуры, культуры и карты бизнес-процессов, при которых увеличение стоимости для акционеров стало бы осознанной целью всех заинтересованных в данном бизнесе групп лиц. Таким образом, ориентация на рост стоимости для акционеров служит не только интересам учредителей, а лежит в основе построения комплексной системы планирования и управления компании.

Приоритет цели создания акционерной стоимости над прочими стратегическими (особенно нефинансовыми задачами) уже превратился в аксиому. Однако зачастую пути достижения этой цели следуют через разрешение глобальных для компании противоречий, и наоборот – порой решение оперативных и тактических задач может потребовать внедрения инструментария и постановки цели на уровне стоимостного управления. Более того, «заказ» акционеров на создание стоимости не является величиной безусловной и не подлежащей изменению, а меняется в зависимости от внешних условий, страновых и региональных входных параметров бизнеса, сложившейся ситуации в отрасли, достигнутого потенциала компании.

Еще в конце 1980-х гг. профессора Р. Каплан и Д. Нортон провели исследование 12 компаний и выяснили, что эти компании излишне сильно ориентированы на финансовые показатели. Было обнаружено, что в расчете на улучшения краткосрочных финансовых показателей снижались расходы на обучение, маркетинг и обслуживание клиентов. Но эти действия в дальнейшем негативно сказывались на общем финансовом состоянии компании. Р. Каплан и Д. Нортон пришли к выводу, что сотрудники компаний зачастую не понимают собственной роли в процессе реализации ее стратегии и у них нередко отсутствует мотивация повышать эффективность внедрения в жизнь долгосрочных корпоративных установок. Аналогичная ситуация складывалась и с процессом внедрения VBM, где акценты смещаются в пользу стоимостных показателей и приводящих к их достижению условий декомпозиции (финансовых) показателей.

По моему мнению, отвечая на вопрос «почему нужно управлять стоимостью компании», необходимо выделить как минимум два основных направления:

- 1) обеспечение устойчивого долгосрочного роста стоимости компании для ее владельцев – акционеров. Это внутренняя мотивация;
- 2) предотвращение неблагоприятных внешних воздействий – учет требований рынка. Это внешняя мотивация.

Взаимозависимость и подчиненность связей между этими направлениями развития бизнеса являются предметом теории стратегического менеджмента.

Предпосылки и ограничения акционерно-стоимостной мотивации были рассмотрены ранее. Остановимся теперь подробнее на рыночной мотивации. Ориентация на рост стоимости компании для многих компаний стала актуальной темой, в том числе вследствие необходимости удовлетворения определенных требований внешней информационной политики.

В нынешние времена, в условиях все более расширяющегося выхода российских компаний на международный фондовый рынок, привлечения крупных иностранных инвестиций, интенсивно происходящих слияний и поглощений проблема управления стоимостью компании становится действительно наиболее актуальной задачей корпоративного менеджмента. Как уже отмечалось, несомненно, основной мотивацией российских команд менеджеров к внедрению систем управления стоимостью является требованием соответствия их действий ожиданиям инвесторов-акционеров. Но есть и объективная сила, которая влияет

на бизнес сильнее декларируемых требований собственников, более того, оказывает влияние и на взаимоотношения собственников и управленческих команд – это рыночные отношения и, главным образом, конкуренция в рыночной среде.

Тема учета конкуренции и конкурентных преимуществ в сфере управления стоимостью далеко не нова. Так, еще в канонической теории М. Портера о пяти движущих силах рынка и цепочках создания стоимости на основе дифференциации и использования конкурентных преимуществ была заложена идея о том, что процветание компании длится ровно столько, сколько компания обладает конкурентными преимуществами. Таким образом, можно сказать, что *управление стоимостью ради учета требований рынка* есть *создание конкурентных преимуществ*, тогда как *управление стоимостью ради акционеров* – *реализация и использование* выгод тех или иных конкурентных преимуществ. Конкурентные же преимущества создаются и находят воплощение в виде появления новых продуктов, новых технологий, новых участников рынка, обновляемой цепи поставщиков или потребителей.

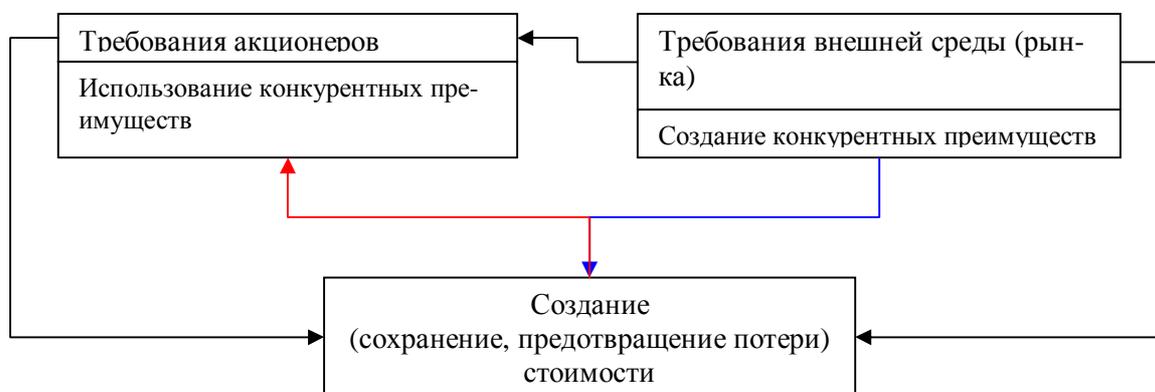


Рис. 4 Создание стоимости: собственники бизнеса, рынок

Помимо описания «скрытых на рынке» резервов стоимости компании, М. Портер выделяет стоимость, создаваемую за счет внутренних процессов. Она (стоимость) выявляется в результате анализа стоимостных цепочек. Этот анализ состоит в том, что он может использоваться для выявления возможностей: 1) для достижения стоимостных преимуществ и 2) для создания качественной диверсификации производимых товаров (услуг). Компании приобретают конкурентное преимущество за счет выполнения процессов с меньшими затратами или с большей степенью дифференциации в покупательской ценности, чем у конкурентов.

М. Портер (совместно с Дж. Форрестером из Массачусетского технологического университета) одним из первых обратил внимание на особенности создания стоимости в отраслевом разрезе на основе дезагрегирования отрасли в зависимости от осуществляемых мероприятий по стоимостному управлению.

Следующими, кто подошел к проблеме учета фактора внешних воздействий на стоимость бизнеса, были уже упомянутые Р. Каплан и Д. Нортон. В качестве возможного способа учета выявленных проблем ими была разработана сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard – BSC). Ее апробировали в

ряде компаний, и к концу декабря 1990 г. был подведен итог проделанной работы. На основании полученных данных эту систему признали уникальной и позволяющей интегрировать финансовые и нефинансовые показатели эффективности хозяйственной деятельности.

В заключение отметим, что в рамках классических подходов к созданию стоимости для акционеров не уделяется достаточного внимания таким аспектам, как возрастающая глобализация рынков капитала, обострившаяся конкуренция за инвестиционные ресурсы, учет отраслевых особенностей бизнеса компании. Преодоление этих недостатков за счет внедрения сбалансированной системы управления стоимостью обеспечит как рост стоимости компании и повышение ее привлекательности для инвесторов, так и учет требований всех заинтересованных групп участников, в первую очередь, потребителей.

### **Литература:**

- 1) Simms J. Marketing for Value. "Marketing", 2001, June 28, P. 34-35.
- 2) Christopher M., Ryals L. Supply Chain Strategy: Its Impact on Shareholder Value. – International Journal of Logistics Management, vol. 10, no. 1 1999, P. 1-10.
- 3) Boulos F., Haspeslagh P., Noda T. Управление стоимостью: Назад в будущее / Пер. V-Ratio (Адрес статьи: [http://www.iteam.ru/publications/strategy/section\\_20/article\\_2836/](http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_2836/)).
- 4) Copeland T.E., Koller T.M., Murrin J. Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Ed. – NY, John Wiley & Sons, 2000.
- 5) Porter M. Competitive Advantage. The Free Press, New York, 1985.
- 6) Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Пер. с англ. М.: «Олимп-Бизнес», 2003.