

**Пурлик В.М.**

## Управление компанией с ориентацией на рост стоимости бизнеса

*Пурлик Вячеслав Михайлович* — кандидат экономических наук, доцент, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, РФ.

E-mail: [Purlik@spa.msu.ru](mailto:Purlik@spa.msu.ru)

SPIN-код РИНЦ: [9889-1434](https://elibrary.ru/9889-1434)

### Аннотация

В статье представлена современная интерпретация концепции управления, ориентированного на рост стоимости бизнеса (*value based management, VBM*). Проведен ретроспективный анализ предпосылок возникновения концепции VBM. Выделены и подробно исследованы ключевые элементы этой концепции. Выявлены основные недостатки бухгалтерской прибыли, не позволяющие использовать данный показатель в качестве основы управления, ориентированного на рост стоимости бизнеса. Сформулированы управленческие задачи, которые необходимо решить в компании для внедрения стоимостной модели. Проведен анализ способов измерения стоимости для акционеров (собственников). Обоснована неправомерность использования концепции суммарной доходности акционеров (*total shareholder return, TSR*) для оценки эффективности деятельности и вознаграждения топ-менеджеров компании. Разобраны ключевые возражения против концепции заинтересованных сторон, но допускается, что при переходе к инновационной экономике потребность в максимизации благосостояния ключевых групп стэйкхолдеров (а не только владельцев бизнеса) будет только возрастать. Делается вывод о важности принципа максимизации стоимости, который задает единую систему координат для управления как отдельными бизнес-единицами, так и компанией в целом.

### Ключевые слова

Стоимость компании, оценка стоимости компании, рыночная стоимость, внутренняя стоимость, фундаментальная стоимость, инвестиционная стоимость.

В условиях усиливающейся неустойчивости в экономике возрастает потребность в понимании того, какие критерии и инструменты должен использовать топ-менеджмент компаний при принятии стратегических решений для лучшей адаптации организаций к изменениям среды. Несомненно, что в существенной степени это зависит от целей, которые ставит перед собой компания. В качестве определяющей цели существования (целевой функции) компании в настоящее время признается рост рыночной стоимости бизнеса для собственников, в соответствии с концепцией *VBM (Value-Based Management)*<sup>1</sup>. Причем эта точка зрения является доминирующей. Термин

---

<sup>1</sup> Подробнее о концепции VBM и целевой функции компании можно прочитать в следующих работах: Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005; Экклз Роберт Дж., Герц Роберт Х., Киган Э. Мэри, Филлипс Дейвид М.Х. Революция в корпоративной отчетности: Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли. М.: «Олимп-Бизнес», 2002; Маргарет М. Трансформирование функций финансов. М.: ИНФРА-М, 2005; Мартин Джон Д., Петти Вильям Дж. VBM — управление, основанное на стоимости. Днепропетровск. «Баланс Бизнес Букс», 2006; Эшурт Г., Джеймс П. Менеджмент, основанный на ценности (*Value-based management*): Как обеспечить ценность для акционеров. М.:

*VBM* не совсем корректно переводить на русский язык как «управление стоимостью компании», так как в этом случае меняется смысл концепции. В концепции речь идет не об управлении стоимостью компании, а о том, что в основе управления компанией лежит оценка стоимости бизнеса. Главное в концепции то, что оценка стоимости бизнеса является инструментом стратегического выбора компании. Поэтому более правильным переводом термина *VBM* на русский язык часть исследователей (к которым принадлежит и автор данной статьи) считают следующие<sup>2</sup>:

- 1) управление компанией на основе оценки (акционерной) стоимости;
- 2) управление, ориентированное на рост стоимости компании;
- 3) ценностно-ориентированный менеджмент.

В данной работе в качестве основного термина используется «управление, ориентированное на рост стоимости компании». Для сокращенного обозначения рассматриваемой концепции мы используем аббревиатуру *VBM*, не переводя ее на русский язык.

Концепция *VBM* является совместным продуктом стратегического и финансового консалтинга, появившимся в начале 80-х годов XX века. Ключевую роль в становлении данной концепции сыграли А. Раппопорт, Т. Коупленд и Б. Стюарт. Принято считать, что книга А. Раппопорта была первой, в которой в системном виде

---

ИНФРА-М, 2006; *Рош Дж.* Стоимость компании: От желаемого к действительному. Минск: Гревцов Паблицер, 2008; *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008; Вопросы стоимости. Овладевайте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании / Под ред. Э. Блэка. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009; *Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. М.; ИНФРА-М, 2009; *Паламарчук В.П.* Оценка компании для обоснования стратегических решений. 2-е изд., перераб. М.: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2009; *Чернозуб О.* Жизнь после кризиса: Стоимостной подход к управлению частной компанией. М.: Альпина Паблицерз, 2009; *Когденко В.Г.* Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012; *Кудина М.В.* Управление компанией: теория и практика. М.: Издательство Московского университета, 2013; *Макарова В.А., Крылов А.А.* Управление стоимостью промышленных предприятий: Учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2014; *Гусев А.А.* Стоимость бизнеса в системе стратегических управленческих решений: Монография. М.: РИОР: ИНФРА-М, 2015; *Битюцких В.Т.* Формула стоимости. М.: Издательство «Олимп-Бизнес», 2015; *Ващенко Т.В., Восканян Р.О.* Управление стоимостью компании: учебно-методическое пособие. М.: Проспект, 2018. В многочисленной литературе по корпоративным финансам в качестве основополагающей цели компании также рассматривается максимизация стоимости для владельцев.

<sup>2</sup> См.: *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008; *Паламарчук В.П.* Оценка компании для обоснования стратегических решений. – 2-е изд., перераб. – М.: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2009; *Когденко В.Г.* Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012.

были сформулированы основные идеи концепции VBM<sup>3</sup>. Данная концепция позволила объединить интересы акционеров и менеджеров. Постепенно формировалась новая роль финансистов в процессе трансформации функции финансов<sup>4</sup>.

### ***Предпосылки возникновения концепции VBM и ее современная интерпретация***

Каждый инвестиционный актив обладает внутренней (intrinsic) стоимостью. В 1938 году Джон Бурр Уильямс в книге «Теория инвестиционной стоимости» (The Theory of Investment Value)<sup>5</sup> впервые предложил формулу расчета внутренней стоимости инвестиционного актива (для цены акции) на основе дисконтирования будущих дивидендов. Основы фундаментального анализа и концепции внутренней

<sup>3</sup> *Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press, 1986.*

<sup>4</sup> В 1997 году руководство компании «Shell Group» заявила, что традиционная концепция финансов устарела и корпорация переходит к парадигме создания стоимости. Примерно в то же самое время компания «Price Waterhouse» провела специальное исследование и выяснила, что приоритетом номер один у финансовых директоров становится «максимизация богатства акционеров». Поэтому компания предложила финансовым директорам корпораций новый критерий принятия решений — максимизацию стоимости для акционеров — и сформулировала три важнейших функции, которые должен выполнять современный финансовый руководитель: а) ориентация на потребителя; б) стратегическое управление нефинансовыми индикаторами; в) мониторинг финансовой деятельности компании. По существу, усилия финансовых руководителей перенаправлялись на те виды деятельности, которые ведут к росту стоимости бизнеса — на управление нематериальными активами, разработку сбалансированной системы показателей, осуществление прогнозов, внедрение стоимостного мышления. См.: *Лобанова Е.Н., Лимитовский М.А., Миносян В.Б., Паламарчук В.П. Учебн.-практич. пособие. М.: Издательство Юрайт, 2012. С. 452–453; И в это же время в Канаде Общество бухгалтеров по управленческому учету издает работу «Перепроектирование функции финансов», в которой утверждаются новые функции финансиста: а) предоставление клиентам различных услуг (аналитических, стратегических и прочих) с большей добавленной стоимостью; б) выполнение функций бизнес-партнера и консультанта; в) исполнение функций лидера при принятии решений; г) помощь в повышении эффективности деятельности компании. Подробнее см.: *The Society of Management Accountants of Canada. Redesigning the Finance Function. Montvale, NJ: Institute of Management Accountants, 1997; Маргарет М. Указ. соч. С. 13; В соответствии с Канадским кодексом новое поколение финансистов разделяется на три категории: 1) бизнес-консультанты (являются основными работниками общекорпоративных подразделений, специализируются на конкретных процессах, моделях или проектах, оказывают консультационные услуги стратегическим бизнес-единицам. Специалисты данной категории выступают в роли информационных менеджеров, менеджеров и координаторов проектов, которые выполняются в рамках всей компании); 2) бизнес-аналитики (работники данной категории обычно работают в составе бизнес-структур в качестве специалистов по финансам, участников управленческой команды. Бизнес-аналитики выполняют различные управленческие функции, в частности: проведение конкурентного анализа, осуществление финансовой диагностики, расчет и экспертиза финансовых и нефинансовых показателей, составление отчетности по бизнес-единицам. Именно по этой причине, их часто назначают лидерами проектов, они могут выполнять функции провайдера информации. Деятельность бизнес-аналитиков носит интеграционный характер, а их самих называют интеграторами операционной, финансовой и управленческой деятельности); 3) технические специалисты (проводят внутренний и внешний аудит, составляют финансовую отчетность, занимаются вопросами налогообложения, отслеживают соответствие применяемых приемов установленным законам, и т.д. Руководят техническими специалистами казначей и контролер (главный бухгалтер), иными словами, функциональные финансовые менеджеры традиционного образца. Подробнее см.: *Маргарет М. Указ. соч. С. 13–14.***

<sup>5</sup> *Williams J. The Theory of Investment Value. Boston: Harvard Univers. Press, 1938.*

(фундаментальной) стоимости были заложены Б. Грэмом еще раньше. Суть ключевой идеи Б. Грэма состоит в том, что в основе рыночной цены любого инвестиционного актива (например, акции) лежит фундаментальная (внутренняя) стоимость. Для того чтобы определить эту стоимость, необходимо, прежде всего, провести анализ влияния фундаментальных и нефундаментальных факторов на поток выгод держателей актива (например, акции). При этом «чем больше рыночная премия (разность между курсом акции и ее балансовой стоимостью), тем меньше цена акции опирается на внутреннюю стоимость компании и тем больше ее курс зависит от настроений фондового рынка»<sup>6</sup>. Это приводит к тому, что биржевые цены изменяются сильнее, по сравнению с фундаментальной стоимостью инвестиционного актива. При этом часто еще и независимо от нее. Как только текущая рыночная цена инвестиционного актива оказывается ниже по сравнению с его внутренней стоимостью, такой актив следует покупать. Рынок, по мнению Б. Грэма, приведет в соответствие рыночную цену актива с ее внутренней стоимостью (впоследствии У. Баффетт докажет, что это не всегда так; не все недооцененные активы имеют потенциал роста). Б. Грэм осуществил практическую реализацию принципов фундаментального анализа. Он считал, что решающее влияние на цену акции оказывают следующие пять факторов:

- 1) общие долгосрочные перспективы компании;
- 2) качество менеджмента;
- 3) финансовая мощь и структура капитала;
- 4) дивидендная история;
- 5) текущий уровень дивидендных выплат<sup>7</sup>.

Таким образом, методу дисконтированных денежных потоков и концепции внутренней (фундаментальной) стоимости насчитывается не менее 80 лет. В свое время Уоррен Баффетт назвал работу Дж. Уильямса «Теория инвестиционной стоимости» одной из самых важных из когда-либо написанных по проблеме инвестиций. Уоррен Баффетт (считающий Джона Уильямса одним из своих учителей, наряду с Бенджамином Грэмом и Филиппом Фишером) определяет внутреннюю стоимость как дисконтированную стоимость денежных средств, которые могут быть изъяты из

---

<sup>6</sup> Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. М.: Альпина Паблицер, 2016. С. 199.

<sup>7</sup> Там же. С. 299.

бизнеса в течение его оставшейся жизни<sup>8</sup>. Баффетт рассчитывает внутреннюю стоимость своей компании (Berkshire Hathaway) уже много десятилетий. И использует термин внутренняя стоимость (intrinsic value), а не фундаментальная стоимость, потому что внутренняя стоимость представляет собой оценку выгод существующего собственника компании, осуществленную с учетом влияния фундаментальных и нефундаментальных факторов создания стоимости (т.е. на основе всей имеющейся информации)<sup>9</sup>. Несмотря на то, что в основе формирования рыночной цены инвестиционного актива лежит внутренняя стоимость (как уже подчеркивалось выше), наблюдаемые колебания цен на активы напрямую могут быть не связаны с изменениями их внутренней стоимости. Что касается фундаментальной стоимости (fundamental value), то это расчетная оценка, которая формируется на основе общедоступной на рынке информации и отражает выгоды от владения компанией для обезличенного рыночного инвестора. Инвестиционная стоимость — это расчетная оценка выгод для конкретного инвестора с учетом принимаемого им решения и на основе доступной для него информации. Инвестиционная стоимость является стоимостью инвестиционной (стратегической) альтернативы. Поэтому инвестиционная оценка компании для стратегического инвестора и портфельного инвестора будет разной. В связи с тем, что стратегический инвестор может получить дополнительную выгоду, например, от объединения бизнесов, оценка компании для него будет выше, чем для портфельного инвестора. Оценка внутренней стоимости и инвестиционной стоимости делается на основе большего объема информации, чем при расчете фундаментальной стоимости (при ее оценке учитывается только общедоступная информация). В целом любой вид стоимости из перечисленных выше представляет собой оценочное суждение (расчетную величину), сделанное для разных потребителей оценки стоимости инвестиционного актива, с использованием разных объемов

---

<sup>8</sup> Баффетт У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. С. 131.

<sup>9</sup> Очень большое значение придавал концепции внутренней стоимости Бенджамин Грэм, называя ее «стоимостью компании для частного собственника», трудной для понимания инвестором, но очень для него необходимой. Для Б. Грэма внутренняя стоимость — это «цена, по которой акция должна была бы продаваться при адекватном ценообразовании на нормальном рынке». Он считал, что не обязательно иметь точную цифру, нужно лишь иметь представление, «является ли стоимость подходящей или значительно превышающей рыночную цену», и считал возможным «работать с интервалами внутренней стоимости компании». При расчете внутренней стоимости он учитывал «ожидания будущей прибыли». Подробнее см.: Арнольд Г. Великие инвесторы: Практические уроки. М.: АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР, 2014. С. 26–27. Основоположителем современной внутренней стоимости компании и метода дисконтированных денежных потоков является (как уже было отмечено выше) Джон Бурр Уильямс.

информации и существующего инструментария осуществления расчетов. В связи с этим пять разных аналитиков при оценке стоимости одного и того же инвестиционного актива могут представить пять разных оценок фундаментальной стоимости актива (если у них будут различаться предположения об изменении фундаментальных факторов). Справедливая стоимость — расчетная оценка будущих денежных выгод, которые получают владельцы капитала, с учетом риска их вложений. Термины внутренняя стоимость, фундаментальная стоимость и инвестиционная стоимость «уточняют понятие справедливой стоимости с учетом выгод конкретных групп заинтересованных лиц и доступа к информации»<sup>10</sup>.

Таким образом, оценка стоимости компании представляет собой расчетную величину, которая является обоснованной (справедливой) рыночной стоимостью компании (fair market value)<sup>11</sup>. Иными словами, внутренняя стоимость, фундаментальная стоимость и инвестиционная (стратегическая) стоимость как расчетные величины являются справедливой расчетной оценкой компании. Оценка стоимости компании как расчетная величина есть предположение (гипотеза) о справедливой рыночной стоимости компании<sup>12</sup>. Именно по этой причине, например, внутренняя стоимость компании (как и любой другой вид расчетной стоимости) именуется справедливой рыночной стоимостью компании. Пол Самуэльсон называл внутреннюю стоимость теневой стоимостью (чистой теоретизацией), которую никогда нельзя увидеть ни на земле, ни в море, а только в библиотеках с экономической литературой. Но в связи с тем, что существуют биржевые котировки акций, у аналитиков появляется возможность сравнить свои выдвигаемые гипотезы (расчетные оценки компании) с наблюдаемыми на рынке оценками со стороны рыночных инвесторов. Потому что не существует более точной оценки, нежели цена, по которой

---

<sup>10</sup> Корпоративные финансы: учеб. пособие для академического бакалавриата / под общ. ред. Н.И. Берзона. М.: Издательство Юрайт, 2017. С. 175.

<sup>11</sup> *Теплова Т.В.* Корпоративные финансы. В 2 ч. Часть 1. М.: Издательство Юрайт, 2017. С. 135; *Гусев А.А.* Указ. соч. С. 10.

<sup>12</sup> Международные стандарты оценки определяют рыночную стоимость следующим образом: «Рыночная стоимость — это расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения». См.: Международные стандарты оценки. Восьмое издание. М.: Российское общество оценщиков, 2007. С. 68. Терминология финансовой отчетности и терминология, используемая оценщиками, совпадает не всегда. Так, Международные стандарты оценки под справедливой стоимостью понимают денежную сумму, «...за которую может быть обменян актив в коммерческой сделке между хорошо осведомленными, заинтересованными сторонами». См.: Международные стандарты оценки. Восьмое издание. М.: Российское общество оценщиков, 2007. С. 78.

покупатель готов приобрести актив, а продавец его продать. Пол Самуэльсон пишет: «Мы можем ожидать, что участники рынка, движимые алчностью и преследующие собственные интересы, принимают во внимание элементы будущих событий, которые в вероятностном смысле могут рассматриваться в качестве теней этих будущих событий (как прошлые события отбрасывают свои тени после своего наступления, так и будущие события могут отбрасывать свои тени перед своим наступлением)»<sup>13</sup>.

Наблюдаемую на финансовом рынке оценку компании, которую дают рыночные инвесторы, отражает термин капитализация (*capitalization*). При этом следует различать общую капитализацию (в данном случае речь идет об оценке рынком всех финансовых активов, которые выпущены компанией) и рыночную капитализацию (в этом случае речь идет о биржевой оценке только обыкновенных акций). При этом оценка всех акций, находящихся в обращении у компании, осуществляется по наблюдаемым оценкам котированных акций. В том случае если биржевая цена акции верно отражает возможность бизнеса генерировать выгоды владельцам собственного капитала, то тогда разрыв между величиной рыночной капитализации и расчетной оценкой собственного капитала (фундаментальной акционерной стоимостью или фундаментальной оценкой собственного капитала) будет небольшим. Чем более эффективен рынок в интерпретации Ю. Фама (т.е. чем более полно отражается в цене акции вся имеющаяся на рынке информация), тем ближе рыночная капитализация к фундаментальной оценке собственного капитала<sup>14</sup>. Сам по себе термин «оценка» в зависимости от контекста, в котором он используется, имеет несколько смысловых значений<sup>15</sup>:

- 1) оценка как прикладная экономическая наука о формировании и исчислении стоимости;
- 2) оценка как оценочная деятельность;
- 3) оценка как процесс профессионального стоимостного оценивания;

---

<sup>13</sup> Цит. по: Рудык Н.Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004. С. 189–190.

Действия инвесторов, продающих одни активы, которые они считают переоцененными, и покупающие другие активы, которые, по их мнению, недооценены рынком, «заставляют цену актива возвращаться к своему реалистичному уровню, или, как называл его в то время сам Фама, к «внутренней стоимости актива...». См.: Бьюкенен М. Прогноз. Как, наблюдая за погодой, научиться предсказывать экономические кризисы. М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2014. С. 57.

<sup>15</sup> Более подробно см.: Касьяненко Т.Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса. М. Проспект, 2016. С. 46–48.

- 4) оценка как беспристрастное мнение оценщика о конкретном виде стоимости.

***Основные элементы концепции VBM и задачи, которые необходимо решить при ее внедрении<sup>16</sup>***

Концепция VBM является современной концепцией менеджмента. Она обосновывает преимущества создания такой системы управления хозяйствующим субъектом, в которой процессы формулирования целей, стратегического выбора, принятия оперативных решений, распределения ресурсов между стратегическими бизнес-единицами, измерения результатов деятельности, построения систем вознаграждения и т.д. реализовывались бы на принципах стоимостной модели финансового анализа. Иными словами, все перечисленные выше процессы должны быть ориентированы на приращение рыночной стоимости бизнеса и акционерного капитала компании. Если будет соблюдаться принцип управления стоимостью в интересах акционеров (владельцев собственного капитала), то это (в соответствии с концепцией VBM) позволит укрепить конкурентную позицию компании на рынке и повысить благосостояние всех других заинтересованных сторон. Внедрение данной концепции требует изменения принципов сбора и обработки информации, касающейся операций компании и существующих на рынке альтернатив.

Рассмотрим более подробно ключевые элементы концепции VBM.

1) основополагающая цель компании (в том числе и цель финансового управления) — наращивание из года в год благосостояния собственников (акционеров). Это связано с тем, что именно владельцы собственного капитала являются инициаторами бизнеса, финансируют развитие компании на всех стадиях ее жизненного цикла и принимают на себя инвестиционные риски. Именно по этой причине они (собственники) и претендуют на получение взамен остаточной прибыли (дохода). Предполагается, что интересы владельцев заемного капитала при внедрении концепции VBM будут реализовываться автоматически. При этом возникающие конфликты и агентские издержки между собственниками и кредиторами могут быть устранены с помощью разработанных специальных механизмов. Очевидно, что не всегда акцент на интересах владельцев собственного капитала соответствует интересам общества (максимизация акционерной стоимости может вести к загрязнению окружающей среды, сопровождаться иными правонарушениями). Другими словами,

---

<sup>16</sup> Основные (или отдельные) элементы концепции VBM рассматриваются в работах, посвященных интерпретации концепции VBM (представлены выше), и в работах по корпоративным финансам и оценке бизнеса.



чтобы приоритет интересов акционеров приносил пользу компании и обществу в целом, организация должна оставаться «в рамках правил».

2) Стоимость для акционеров создается лишь в том случае, если отдача на вложенный капитал превышает его альтернативную стоимость (стоимость капитала). В этом случае стоимость капитала<sup>17</sup> выступает в качестве барьерной (пороговой) ставки доходности по капиталу компании. В стоимостной модели эта ставка выступает в качестве своеобразного «входного билета» на рынок инвестиций и увязывается с риском инвестиций владельцев капитала компании. В свою очередь, оценка риска осуществляется с учетом внешней среды компании и стратегии развития, которую она выбирает. Преимуществом стоимостной модели является также то, что она позволяет осуществить финансовое обоснование альтернатив, которые рассматриваются при разработке стратегии. Поскольку интересы владельцев финансового и интеллектуального капитала, как правило, долгосрочны, возникает необходимость в сопоставлении затрат и выгод на длительном промежутке времени. Заметим, что затраты по собственному капиталу в рамках учетной модели не распознаются, так как имеют вид неявных издержек. Ненужной является бухгалтерская модель и при разработке стратегии, в то же время при решении тактических управленческих задач она может быть полезной.

3) Показатели измерения результатов деятельности компании за период должны коррелировать с целевой функцией — приростом стоимости бизнеса для собственников (акционеров). Ключевым индикатором, отражающим созданную компанией за период стоимость для акционеров, является показатель экономической прибыли. Положительная величина данного показателя за определенный период свидетельствует о создании стоимости, а отрицательная — о ее разрушении. Для того чтобы прирост рыночной стоимости компании за период совпал с величиной экономической прибыли (реально созданной за период стоимостью), необходимо, чтобы оправдались ожидания по величине экономической прибыли и затраты на привлечение капитала остались неизменными. Концепция экономической прибыли (как источника создания стоимости компании) была сформулирована еще А. Маршаллом, который писал: «Остаток от прибыли после вычитания из нее процента на капитал по

---

<sup>17</sup> С теоретическим обоснованием расчета стоимости капитала и ее практическим применением в оценке можно ознакомиться в следующих книгах: *Пратт Ш.* Стоимость капитала. Расчет и применение. М.: ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2006 *Огьер Т., Рагман Д., Спайсер Л.* Настоящая стоимость капитала: Практическое руководство по принятию финансовых решений. Днепропетровск: Баланс Бизнес БукС. 2007; *Хитчнер Джеймс.* Стоимость капитала. М.: Маросейка, 2008.

текущему курсу ... обычно называют предпринимательским, или управленческим, доходом»<sup>18</sup>. Это означает (по Маршаллу), что при определении стоимости, которую создает компания за период времени, необходимо принимать во внимание не только бухгалтерские, но также и альтернативные издержки вложенного в бизнес капитала. Показатель экономической прибыли применяется для измерения эффективности деятельности компании с позиции ее собственников, которые считают, что деятельность компании можно признать для них положительной только в том случае, если ей удалось заработать больше, по сравнению с доходностью альтернативных вложений. Поэтому при расчете экономической прибыли учитывается плата не только за пользование заемным капиталом<sup>19</sup>, но и за пользование собственным капиталом<sup>20</sup>. Существуют два основных способа расчета показателя экономической прибыли:

- a. экономическая прибыль равна разности между рентабельностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала, умноженной на величину инвестированного капитала;
- b. экономическая прибыль равна чистой операционной прибыли после налогообложения за минусом затрат на инвестированный капитал (средневзвешенная стоимость капитала  $\times$  инвестированный капитал).

4) Система материального стимулирования менеджеров должна быть увязана с показателями измерения результатов деятельности компании за период, которые, в свою очередь, должны коррелировать с целевой функцией компании.

Вот здесь и начинаются проблемы. В настоящее время нет ни одного показателя оценки финансового результата деятельности компании за период, который бы коррелировал с основополагающей целью компании и подходил компаниям разных отраслей, работающих в разные периоды. Это касается и показателя экономической прибыли. «...Имеющиеся по компаниям с развитых рынков капитала результаты

<sup>18</sup> Маршалл А. Основы экономической науки. М.: Эксмо, 2007. С. 122.

<sup>19</sup> Под заемным капиталом (долгом) (debt, D), в соответствии с российской аналитической практикой, понимается сумма долгосрочных обязательств и краткосрочных кредитов и займов, отраженных в балансе. Кредиторская задолженность в понятие «заемный капитал» не входит. Однако в ситуации, когда кредиторская задолженность перед поставщиками рассматривается компанией как источник постоянного финансирования, можно трактовать этот беспроцентный (бесплатный) элемент обязательств компании в качестве элемента заемного капитала с нулевой стоимостью. См.: Теплова Т.В. Указ. соч. С. 122–123.

<sup>20</sup> Выявлению влияния структуры капитала на стоимость бизнеса и выяснению механизма этого влияния посвящена работа Ибрагимов Р.Г. Подробнее см.: Ибрагимов Р.Г. Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы. М.: Издательство Юрайт, 2017.

неоднозначны и свидетельствуют не только в поддержку, но и против экономической прибыли как показателя, объясняющего изменения рыночной стоимости компании в противовес традиционным бухгалтерским измерителям результатов деятельности»<sup>21</sup>.

Но это говорит только о том, что мы должны сосредоточить собственные усилия на построении сбалансированных систем показателей для конкретных компаний, в которых нефинансовые индикаторы выступали бы в качестве драйверов достижения финансовых показателей. И если в долгосрочном периоде в качестве целевой функции компании признается максимизация стоимости бизнеса для собственников, то в конкретные периоды у разных компаний могут быть разные ключевые цели и, соответственно, разные финансовые и нефинансовые показатели измерения результатов деятельности, а также гибкие системы материального стимулирования менеджеров. Очевидно, что в изменяющейся среде формулировать целевую функцию компании в терминах «максимизации стоимости» возможно не совсем корректно. Речь может идти о приросте стоимости бизнеса для владельцев бизнеса темпами выше, чем у прямых конкурентов, или о приемлемых темпах роста бизнеса для собственников.

Возникает вопрос, какая из моделей — стоимостная или бухгалтерская — в большей степени ориентирована на создание стоимости для акционеров (владельцев бизнеса)? Перечислим ключевые недостатки бухгалтерской прибыли, не позволяющие использовать ее в качестве основы формирования стоимости (основы управления, ориентированного на создание стоимости для собственников)<sup>22</sup>:

1) Бухгалтерская прибыль не равна денежному потоку. Бесспорно, осуществив соответствующие корректировки данных бухгалтерской отчетности, можно получить величину денежного потока. Но проблема в том, что отчетная бухгалтерская прибыль не отражает реальные денежные средства, имеющиеся в наличии у компании, которые как раз и являются основой для создания акционерной стоимости (стоимости для владельцев бизнеса).

2) Отчетная бухгалтерская прибыль не учитывает риск получения данной прибыли. Иными словами, бухгалтерская прибыль отражает то, «что произошло», а не

---

<sup>21</sup> *Ивашковская И.В.* Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стэйкхолдерский подход: Монография. М.: ИНФРА-М, 2016. С. 88.

<sup>22</sup> *Мартин Джон Д., Петти Вильям Дж.* Указ. соч. С. 36–39; *Пурлик В.М.* Альтернативные системы оценки корпоративной эффективности. // Вестн. Моск. Ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2007. № 3. С. 42–60.

то, «что могло произойти». Риск, с точки зрения финансиста, «означает вероятность того, что доход на сделанную инвестицию будет отличаться от ожидаемого уровня. При таком подходе риск включает в себя не только неблагоприятные (доходы ниже ожидаемых), но и благоприятные (выше ожидаемых) исходы<sup>23</sup>. Но в отчетной прибыли информация о риске, присущем деятельности компании, отсутствует. Однако он (риск) является важнейшим фактором, определяющим стоимость собственного капитала компании, и «данное упущение является критическим»<sup>24</sup>.

3) При расчете бухгалтерской прибыли не учитывается альтернативная стоимость собственного капитала. Это означает, что в расчет не принимается требуемая рентабельность (доходность) собственного капитала. Не принимается во внимание и альтернативная стоимость инвестированного капитала. В связи с тем, что традиционный расчет бухгалтерской прибыли не включает в себя альтернативной стоимости, связанной с вложениями владельцев капитала в компанию, это приводит к преувеличению стоимости, созданной за период деятельности компании.

4) Методы ведения бухгалтерского учета в различных компаниях могут отличаться. Учетная политика оказывает существенное влияние на отчетную прибыль компании, так как компании имеют право выбирать методы начисления амортизации, способы оценки совокупных запасов и пр. С учетом того, что даже в международных стандартах финансовой отчетности предусматривается еще несколько способов измерения прибыли, три наиболее важных показателя — прибыль, амортизация и запасы — приводят к несопоставимости компаний даже в рамках одной отрасли, а тем более при межотраслевых сравнениях. Все это существенно затрудняет понимание процесса создания стоимости.

5) Бухгалтерская прибыль характеризует деятельность компании за прошедший период, в то время как стоимость компании в основном зависит от наличия у бизнеса потенциала роста.

6) Бухгалтерская прибыль не принимает во внимание временную стоимость денег. В свою очередь, экономическая стоимость, лежащая в основе стоимостной модели компании, учитывает временной фактор, сумму и риски будущих денежных

---

<sup>23</sup> Савчук В. Риск-менеджмент: базовые принципы и современные технологии. Киев: Companion Group, 2014. С. 21–22.

<sup>24</sup> Мартин Джон Д., Петти Вильям Дж. VBM – управление, основанное на стоимости. Днепропетровск. «Баланс Бизнес Букс», 2006. С. 36.

потоков. Экономическая стоимость равна текущей стоимости будущих денежных потоков, дисконтированных по ставке, отражающей риски их получения. В связи с тем, что при расчете бухгалтерской прибыли не учитывается временная стоимость денег, полученные данные не являются достоверными для менеджера, ориентированного на рост стоимости бизнеса для собственников.

Для внедрения в компании стоимостной модели управления необходимо решить следующие управленческие задачи:

1) увязать интересы (и цели) ключевых акционеров (собственников) между собой и с интересами (и целями) других основных стэйкхолдеров, способных оказывать наибольшее влияние на организацию. Необходимо постоянно мониторить существующие противоречия между целями ключевых стэйкхолдеров и пытаться их устранить;

2) разработать корпоративную стратегию<sup>25</sup>, бизнес-стратегию и бизнес-модель и увязать их между собой<sup>26</sup>. Прежде чем разработать стратегию, вырабатываются стратегические инициативы (альтернативы), которые согласуются по срокам, используемым ресурсам, системе мероприятий и ответственности. И лучшая из стратегических альтернатив превращается в формализованную стратегию. Корпоративная стратегия должна быть нацелена на прирост стоимости бизнеса для собственников, и годовые задания по приращению стоимости должны быть доведены до отдельных бизнес-единиц. Показатели (финансовые и нефинансовые) оценки деятельности бизнес-единицы должны коррелировать с приростом стоимости бизнеса;

3) разработать функциональные стратегии (маркетинговую, продаж, логистическую, финансовую и т.д.), которые должны быть взаимосвязаны между собой на основе критерия экономической прибыли или другого показателя;

---

<sup>25</sup> При разработке корпоративной стратегии необходимо учитывать и социальную ответственность бизнеса. Более подробно см.: *Петрунин Ю.Ю., Пурлик В.М.* Доминирующая логика современного этапа эволюции корпоративной социальной ответственности. // Вестн. Моск. Ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2016. № 2. С. 10–23; *Петрунин Ю.Ю., Пурлик В.М.* Корпоративная социальная ответственность и ее отражение в современных управленческих концепциях. // Вестн. Моск. Ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2012. № 4. С. 19–33.

<sup>26</sup> Подробнее см.: *Гребиньяк Лоуренс Дж.* Как заставить работать вашу стратегию: Эффективная реализация стратегии и внедрения перемен. Днепропетровск. Баланс Бизнес Букс, 2006; *Гасман О., Франкенбергер К., Шик М.* Бизнес-модели: 55 лучших шаблонов. М.: Альпина Паблишер, 2016.

4) использовать в оперативном планировании и бюджетировании (на коротких временных интервалах для управленческих звеньев низшего и среднего уровня) стоимостные показатели, учитывающие специфику бизнеса;

5) внести изменения в управленческий учет (и отчетность)<sup>27</sup>, для того чтобы он позволял идентифицировать стоимость (при принятии стратегических и оперативных решений) по бизнес-единицам, продуктам, клиентам;

б) мониторить, анализировать и контролировать факторы создания стоимости по уровням управления и выявлять взаимосвязь центров ответственности (прибыли, доходов, затрат) с созданием стоимости;

7) осуществить привязку мотивации и вознаграждения управленческого персонала к выполнению задания по приращению стоимости в их зоне ответственности или в зависимости от уровня достижения иного показателя;

8) создать эффективную систему коммуникаций с инвесторами (нынешними и потенциальными) и другими заинтересованными лицами.

Следует заметить, что управление, ориентированное на рост стоимости бизнеса в качестве целевой функции, актуально для любых компаний, которые способны создавать денежные потоки для собственников. А не только для тех организаций, акции которых котируются на фондовой бирже. В то же время создание и рост стоимости компании для собственников в качестве основополагающей цели становятся реально актуальными только на определенной стадии развития (жизненного цикла) компании и при определенных условиях развития среды<sup>28</sup>. По мере роста бизнеса (увеличения его капиталоемкости) увеличивается потребность в учете долгосрочных перспектив (тенденций) в развитии бизнеса. Это связано с тем, что возрастает риск потери капитала в результате принятия решений, не учитывающих перспективы изменения отраслей и пр. С ростом бизнеса (увеличения его капиталоемкости) последовательно изменяются и финансовые цели (выживание, самокупаемость, самофинансирование, устойчивый рост, создание стоимости, устойчивые темпы роста стоимости). Иными словами, основными факторами, влияющими на изменение финансовых целей (переход

---

<sup>27</sup> В последние годы происходят серьезные изменения в методах предоставления и отражения информации о деятельности экономических субъектов. В значительной степени этому способствует внедрение интегрированной отчетности. Более подробно см.: *Агеев А.И., Галушкина М.В., Копкова Е.В., Смирнова В.А., Штукельбергер К.* Интегрированная отчетность: вызов менеджменту. М.: Институт экономических стратегий, Национальный центр научно-технической информации, 2016.

<sup>28</sup> См.: *Волков Д.Л.* Указ. соч. С. 207.

к финансовым целям более высокого уровня), являются рост капиталоемкости бизнеса и усиление необходимости учитывать долгосрочные перспективы развития бизнеса<sup>29</sup>. Следует заметить, что переход компании от одной финансовой цели к другой является детерминированным (при устойчивом развитии экономики). Но в условиях рыночной нестабильности одна и та же финансовая цель (например, выживание) может стоять перед компанией на разных стадиях ее жизненного цикла. Другими словами, достигнутая ранее на предыдущей стадии финансовая цель более низкого уровня (например, самокупаемость) может опять стать актуальной уже на другой стадии. Очевидно, что выживание и самокупаемость являются базовыми (исходными, первичными) финансовыми целями при выходе организации на рынок. Вполне вероятно, что некоторые компании могут очень долгое время (или всегда) преследовать одну и ту же финансовую цель более низкого порядка (например, самофинансирование). Однако именно рост благосостояния собственников компании, который обеспечивается текущими доходами и ростом капитализации организации, является определяющей целью существования компании. Есть устойчивый консенсус «среди финансовых экономистов о том, что максимизация стоимости акционеров имеет важные преимущества перед предложением следовать другим целям»<sup>30</sup>.

#### ***Способы измерения стоимости для акционеров (собственников)***

Первоначально измерители, использующиеся для измерения стоимости, базировались на технике дисконтированного денежного потока (DCF) и до сих пор применяются при оценке эффективности отдельных проектов. Первым шагом в измерении стоимости, создаваемой инвестиционным проектом, является расчет чистой приведенной стоимости (net present value, NPV). Чистая приведенная стоимость (NPV) представляет собой приведенную стоимость будущих денежных потоков, уменьшенную на величину первоначальной стоимости инвестиций. В том случае если величина NPV оказывается положительной, то это означает, что доходность инвестиций превышает стоимость капитала и стоимость компании может возрасти на величину созданной стоимости (при прочих равных условиях). Если же NPV окажется отрицательной, то теоретически стоимость компании должна снизиться. Однако в реальности множество различных факторов усложняют осуществление подобного

---

<sup>29</sup> См.: Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Указ. соч. С. 120–124; Волков Д.Л. Указ. Соч. С. 208–209.

<sup>30</sup> Тироль Жан. Теория корпоративных финансов: в 2 кн. Книга 1. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2017. С. 88.

простого сценария. Очевидно также, что не всегда инвесторы могут осуществить углубленный анализ результатов конкретных проектов. Но у них есть возможность ознакомиться с отчетами компаний, для того чтобы понять, увеличилась или уменьшилась их стоимость в результате реализации проектов. Инвесторы могут также осуществить прогноз развития компаний, чтобы определить как будет меняться в будущем их стоимость, для того чтобы принимать более обоснованные инвестиционные решения. Но в целом компании могут добиться максимизации стоимости для акционеров только за счет следующих факторов:

- 1) максимизации будущих денежных потоков;
- 2) минимизации стоимости привлечения капитала.

В связи с тем, что оказать существенное влияние на стоимость привлечения капитала практически очень трудно, остается все внимание направить на максимизацию денежных потоков.

Существует множество способов измерения стоимости для акционеров. В связи с переориентацией компаний на рост стоимости бизнеса возникли новые виды профессиональной деятельности, связанные с предоставлением услуг по разработке и внедрению в организациях стоимостной модели управления. Причем каждый из участников рынка стремится к тому, чтобы добиться дифференциации своего предложения. Поэтому сегодня на рынке наряду с классической моделью дисконтированного денежного потока (discounted cash flow, DCF) представлен довольно обширный перечень новых показателей. В числе наиболее популярных индикаторов обычно перечисляют следующие: TSR — total shareholder return (суммарная доходность акционеров), TBR — total business return (суммарная доходность бизнеса (компания)), EP — economic profit (экономическая прибыль), или EVA<sup>®</sup> — economic value added (экономическая добавленная стоимость)<sup>31</sup>, SVA — shareholder value analysis (анализ ценности для акционеров), CVA — cash value added (модель добавленной стоимости потока денежных средств)<sup>32</sup>, CFROI — cash flow return on investment (доходность денежного потока на единицу инвестиций) и некоторые другие. По изменению этих экономических показателей можно судить об успехе или

---

<sup>31</sup> Данная модель была разработана американскими консультантами Дж. Стерном и Б. Стюартом в 1982 году и успешно продвигается созданной ими компанией по всему миру.

<sup>32</sup> Эта модель была разработана шведскими финансовыми консультантами Е. Оттосоном и Ф. Вайсенридером в 1996 году.



неудаче компании (создает она стоимость или уничтожает). Следует сразу же подчеркнуть, что, несмотря на публикации о достоинствах и недостатках каждого из новых показателей, все они базируются на одной и той же методологической базе: новая стоимость может создаваться лишь в том случае, если отдача на капитал, предоставленный инвесторами, превышает ожидаемую ими доходность (от вложений с аналогичными рисками). Поэтому и результат с использованием любой методики для стоимостной оценки должен быть одним и тем же (при условии, если расчеты были осуществлены корректно и допущения согласованы). При этом в качестве концептуальной основы любой самой продвинутой методики «управление стоимостью» выступает базовый принцип корпоративный финансов: стоимость компании определяется будущими денежными потоками (которые она сможет генерировать), дисконтированными по ожидаемой доходности для собственников или по средневзвешенной стоимости капитала. Это зависит от того, какие денежные потоки принимаются во внимание — только для собственников или для всех владельцев капитала.

Среди представленных выше одним из важнейших измерителей созданной стоимости (с точки зрения инвестора) является суммарная доходность акционеров (TSR). Этот показатель рассчитывается как сумма прироста цены акции за отчетный период и дивиденда на акцию по отношению к цене акции на начало отчетного периода. Фактически этот показатель можно назвать рентабельностью акционеров, так как он показывает отдачу от первоначальных инвестиций. Первоначально данная модель оценки эффективности работы компании с точки зрения инвестора была разработана и использовалась для организаций, чьи акции котируются на фондовом рынке. Очевидно, что данную модель можно использовать не только для открытых компаний, но и закрытых (чьих акций нет в свободном обращении). В этом случае вместо цен на акции следует использовать фундаментальную стоимость бизнеса, а вместо классических дивидендов принимать во внимание все выгоды, извлеченные инвестором из компании, за отчетный период. Одним словом, оценка эффективности работы компании будет осуществляться на основе измерения денежного дохода, который реально получил инвестор за период (в виде дивидендов), и того денежного потока, который потенциально доступен к получению (при продаже акций по более высокой цене).

Необходимо также иметь в виду, что суммарную доходность акционеров нецелесообразно использовать для оценки топ-менеджеров компании<sup>33</sup>. Это связано с тем, что модель управления TSR является моделью управления ожиданиями инвесторов, которые по своей природе субъективны и формируются под влиянием большого количества внешних и внутренних факторов (некоторые из них могут быть разовыми и случайными). Иными словами, стоимость бизнеса предопределяется ожиданиями эффекта инвесторами, который они намерены получить в будущем от использования активов. Очевидно, что нести ответственность за ожидания инвесторов топ-менеджеры не могут, поэтому использовать концепцию TSR в качестве инструмента измерения эффективности деятельности и мотивации руководителей является неправомерным.

Внедрение стоимостного подхода свидетельствует о качественном скачке в идеологии оценки и принятия стратегических решений. Это означает, что традиционный анализ финансовых результатов деятельности компании за текущий период и их сопоставление с аналогичными индикаторами за прошлый период сменился на долгосрочный прогноз денежных потоков и непрерывное отслеживание опережающих нефинансовых показателей. Это необходимо для максимизации стоимости компании в долгосрочном периоде. Все это свидетельствует о том, что управление стоимостью есть не что иное, как управление будущим компании. Очевидно, что не существует способов, позволяющих менеджерам управлять стоимостью компании непосредственно. Поэтому они вынуждены концентрировать собственные усилия на снижении затрат, оптимизации запасов, сокращении сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, увеличении объемов продаж и т.д. Одним словом, стоимость следует рассматривать как результат воздействия перечисленных выше факторов. Необходимо понимать, какие именно параметры оказывают самое большое влияние на стоимость бизнеса и какими из них менеджеры могут воспользоваться для обеспечения ее роста. Можно сказать, что величина стоимости является результатом, возникающим в процессе деятельности, величину которой определили факторы этой деятельности. Таким образом, управление результатом в любой деятельности осуществляется через факторы, которые называются

---

<sup>33</sup> Более подробно см.: Карлик М.А. О возможностях использования концепции TSR для оценки топ-менеджеров компании // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2013. № 4 (82). С. 52–55.

драйверами (от английского driver — управляющий чем-либо). Потому что они способны воздействовать на результат, иными словами, управлять его значением (величиной результата). Значит, драйвер — это фактор деятельности системы (в нашем случае — компании), который управляет величиной результата, создаваемого в процессе данной деятельности, благодаря наличию причинно-следственной зависимости.

Например, стоимость компании как результат операционной деятельности зависит от размера инвестированного капитала, рентабельности инвестированного капитала, коэффициента реинвестирования и стоимости привлеченного капитала. Получается, что рентабельность инвестированного капитала является одним из драйверов, влияющих на свободный денежный поток, который, в свою очередь, воздействует на величину стоимости компании. Сама же рентабельность инвестированного капитала, в свою очередь, имеет свои драйверы (факторы), определяющие ее уровень. Это рентабельность продаж и оборачиваемость капитала. Что касается рентабельности продаж, то она зависит в том числе и от операционной прибыли (прибыли от продаж). В свою очередь, прибыль от продаж зависит также и от затрат по хранению товара на арендуемом складе. Иными словами, затраты по хранению выступают в качестве одного из драйверов, определяющих величину совокупных затрат, которые, в свою очередь, оказывают влияние на размер прибыли от продаж. В свою очередь, затраты по хранению зависят от площади арендуемого склада и арендной ставки за единицу площади, которые выступают в качестве драйверов. Свои драйверы может иметь и площадь склада. Например, в качестве факторов, определяющих размер площади склада, необходимой компании, могут быть габариты хранимого товара и его количество. Все это свидетельствует о том, что драйверы (факторы) могут измеряться как в денежном, так и натуральном выражении. Причем результат (например, рентабельность инвестированного капитала), уровень которого определили его драйверы (рентабельность продаж и оборачиваемость капитала), в свою очередь, может выступить в качестве одного из драйверов для результата более высокого уровня (например, для свободного денежного потока).

Необходимо также иметь в виду, что причинно-следственные цепочки в одних случаях могут отражать математическую логику (формула Du Pont, система

показателей ROI, EVA). В других случаях (например, в карте ССП)<sup>34</sup> между показателями не существует строгой математической зависимости (или отсутствует возможность ее точно установить). В этом случае говорят, что индикаторы увязаны между собой логически-каузально. Поэтому при изменении целевого значения конкретного показателя, как правило, очень сложно предсказать, как изменится значение другого индикатора в системе целей. В данной ситуации можно говорить лишь о вероятностном влиянии драйвера на результат (в том числе и потому, что на результат могут оказать воздействие и другие факторы, которые мы или не учитывали в своей модели, или влияние которых пока не выявлено).

### ***Возражения против концепции заинтересованных сторон***

Уже много лет активно продвигается в академическом сообществе концепция заинтересованных сторон и необходимость перехода от VBM с акцентом на интересы акционеров к модели управления стоимостью стэйкхолдеров (данный переход пока не подтвержден практическими примерами)<sup>35</sup>. Это связано с тем, что компания создается собственниками при участии других заинтересованных сторон, без учета интересов которых невозможно успешное развитие бизнеса. Поэтому компания в процессе своего функционирования создает стоимость для всех заинтересованных сторон (но учитывает их интересы в разной степени), что позволяет ей наращивать благосостояние собственников. Иными словами, учет интересов различных заинтересованных сторон осуществляется в той мере, в какой это способствует росту стоимости бизнеса для собственников (при этом стоимость бизнеса для всех заинтересованных сторон тоже растет). В расширенной концепции максимизации стоимости М. Дженсена учет интересов стэйкхолдеров рассматривается в качестве условия, обеспечивающего достижение максимизации стоимости акционерного капитала в долгосрочном периоде<sup>36</sup>. Но в этом случае (при учете интересов всех стэйкхолдеров) целевая функция становится многокритериальной и ее невозможно четко описать количественно. Стэйкхолдерская стоимость (stakeholder value, STV) представляет собой стоимость выгод финансовых и нефинансовых групп (стейкхолдеров), заинтересованных в

---

<sup>34</sup> См.: Каплан Роберт С., Нортон Дэвид П. Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2013.

<sup>35</sup> Теплова Т.В. Указ. соч. С. 141.

<sup>36</sup> Jensen M. Value Maximization, Stakeholders Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. 2001. Vol. 14. No. 3. P. 8–21.

деятельности компании. Стейкхолдерская стоимость как расчетная величина также является обоснованной (справедливой) рыночной стоимостью компании.

Существуют убедительные возражения против концепции стэйкхолдеров (против структуры управления, основанной на понятии сообщество стэйкхолдеров)<sup>37</sup>.

Суть первого возражения состоит в том, что при передаче прав контроля не инвесторам возникнут, в первую очередь, препятствия с финансированием бизнеса. Предположим, что у значительной части нефинансовых стэйкхолдеров есть право голоса в структуре управления, но нет собственных денег для инвестиций. Очевидно, что инвесторов в этом случае будет волновать вопрос, смогут ли они получить приемлемую отдачу на свои инвестиции, если будут делить контроль над компанией с нефинансовыми стэйкхолдерами. И захотят ли инвесторы вообще финансировать бизнес? Возможно, в этой ситуации нефинансовые инвесторы захотят передать права контроля самим инвесторам, даже если это приведет к уменьшению их дохода.

Сущность второго возражения также связана со структурой управления. При этом проблема распределения прав контроля между финансовыми и нефинансовыми инвесторами сводится не только к тому, что совместный контроль приводит к меньшему генерируемому доходу и вследствие этого более низкому уровню финансирования. Проблема глубже. При совместном контроле по многим вопросам цели финансовых и нефинансовых стэйкхолдеров вступают в конфликт друг с другом. Это может привести к принятию неэффективных решений, или стороны не смогут принять решение, взаимоприемлемое для них. При реализации стэйкхолдерской модели менеджеры почти всегда смогут объяснить любое свое решение (в том числе и невыгодное для инвесторов) необходимостью учета интересов некоторого конкретного стэйкхолдера.

Чтобы осуществить реализацию идеи стэйкхолдеров, необходимо спроектировать такую систему стимулирования, в которой вознаграждение менеджеров будет увязано с суммарным выигрышем всех стэйкхолдеров, а не только одних акционеров. Для того чтобы добиться заинтересованности менеджеров в повышении стоимости для всех стэйкхолдеров, следует вознаграждать их на основе некоторого показателя совокупного благосостояния стэйкхолдеров (включающего и акционеров). Очевидно, значительно труднее измерить вклад компании в благосостояние поставщиков, потребителей продукции или своих работников, чем рассчитать

---

<sup>37</sup> *Тироль Жан*. Указ. соч. С. 86–103.

прибыльность компании. Бухгалтерского показателя, позволяющего измерить совокупное благосостояние, не существует. Но главное, «не существует рыночной оценки воздействия прошлых и текущих решений менеджеров на будущее благосостояние стэйкхолдеров; т.е. не существует аналога фондового индекса, измеряющего рыночную стоимость имеющихся активов, поскольку занятость, предложение или иные взаимосвязи с фирмой не торгуются на ликвидных рынках в отличие от долей акционеров. (Кроме того, если бы показатель влияния решений менеджеров на благосостояние стэйкхолдеров нашелся (что я думаю невозможно), тогда не было бы возражений и против показателя стоимости акционеров, поскольку компания была бы вынуждена учитывать экстерналии на основе контрактов, в которых указывалось бы, что фирма компенсирует стэйкхолдерам издержки, связанные с экстерналиями!)»<sup>38</sup>.

Суть третьего возражения связана с подконтрольностью менеджеров. Если в качестве целевой функции признается максимизация стоимости для акционеров, то перед менеджером стоит относительно четкая задача, потому что он понимает, какие показатели следует достичь при решении этой задачи. Если же перед менеджерами стоят многочисленные задачи с трудно определяемыми результатами, то это приведет к тому, что они смогут оправдать любое своекорыстное поведение и это уменьшит их подконтрольность. В том случае, когда менеджеры нацелены на решение многоцелевой задачи, это приводит к размытости целей, менеджеры плохо представляют, по каким показателям их будут оценивать, и в этом случае ослабляются их стимулы.

Сущность четвертого возражения связана с тем, что расширение круга стэйкхолдеров, чьи интересы следует учитывать, увеличит социальную нагрузку на корпорации и де факто приведет к снижению эффективности бизнеса.

Несмотря на перечисленные выше возражения против стэйкхолдерской модели, здравый смысл подсказывает, что при переходе к инновационной экономике потребность в максимизации благосостояния *ключевых групп стэйкхолдеров* (а не только владельцев бизнеса) будет только возрастать. И будет постепенно формироваться такая система «управления, ориентированного на рост стоимости компании, в которой бы интегрировались интересы финансовых и стратегических нефинансовых стэйкхолдеров»<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Там же. С. 88.

<sup>39</sup> См.: *Ивашковская И.В.* Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стэйкхолдерский подход: Монография. М.: ИНФРА-М, 2016. С. 211.

### **Выводы**

Успешно развивающийся бизнес должен генерировать как бухгалтерскую прибыль, так и свободные денежные потоки. Направления развития бизнеса определяют стратегические решения<sup>40</sup>. Операционная эффективность отражает результативность продвижения компании в выбранном направлении. Для того чтобы обеспечить долгосрочный рост стоимости, компании необходимо учитывать интересы всех заинтересованных сторон (но в разной степени, о чем уже говорилось выше), способных прямо или косвенно оказывать воздействие на успешность ее продвижения по пути создания стоимости. Для этого компания должна иметь лояльных потребителей, отлаженные взаимоотношения с поставщиками сырья, доступ к капиталу, нормальные отношения с регулирующими органами. Использование прироста стоимости бизнеса в качестве интегрального критерия позволяет ранжировать в порядке значимости конкурирующие интересы (это связано с тем, что интересы ни одной из заинтересованных сторон невозможно удовлетворить в полной мере, если компания стремится максимизировать свою стоимость в долгосрочном периоде). Разумеется, что сам по себе принцип максимизации стоимости ничего не говорит нам о том, какое направление развития бизнеса является приоритетным и какую необходимо выбрать стратегию. Не отвечает данный принцип и на вопрос о том, где следует искать возможности роста стоимости бизнеса. Значимость данного принципа заключается в том, что он задает единую систему координат для управления как отдельными подразделениями организации, так и компанией в целом. Иными словами, благодаря принципу максимизации стоимости выстраивается единая система измерения результата при реализации стратегических решений. При этом максимизацию стоимости не следует рассматривать как разовую задачу. Это непрерывный и возобновляющийся цикл создания стоимости (в результате реализации, прежде всего, стратегических, а также оперативных решений), замыкающим звеном которого является система взаимосвязанных показателей и нормативов, используемых для оценки успешности реализации поставленных целей и выявления вклада различных подразделений в общий успех компании. При этом для движения по пути создания

---

<sup>40</sup> Лафли А., Мартин Р. Игра на победу. Как стратегия работает на самом деле. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014; Рейнор Майкл Е. Стратегический парадокс. М.: Издательство Юрайт, 2009; Алгоритм разработки прорывных стратегических решений в ситуации нарастания нестабильности внешних условий изложен в статье Паламарчука В.П. Подробнее см.: Паламарчук В.П. Разработка прорывных стратегических решений в условиях кризисных изменений внешней среды: логика и алгоритмы // Экономические стратегии, № 1, 2017. С. 174–183.

стоимости наиболее важным является наличие внутри компании стоимостного мышления и мотивации у сотрудников всех уровней искать возможности создания стоимости при движении в выбранном направлении. Задумываться же о том, где находится точка максимума и как выбрать наиболее оптимальную траекторию движения в эту точку, на наш взгляд не имеет смысла.

**Список литературы:**

1. *Агеев А.И., Галушкина М.В., Копкова Е.В., Смирнова В.А., Штукельбергер К.* Интегрированная отчетность: вызов менеджменту. М.: Институт экономических стратегий, Национальный центр научно-технической информации, 2016.
2. *Арнольд Г.* Великие инвесторы: Практические уроки. М.: АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР, 2014.
3. *Баффетт У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
4. *Битюцких В.Т.* Формула стоимости. М.: Издательство «Олимп-Бизнес», 2015.
5. *Бьюкенен М.* Прогноз. Как, наблюдая за погодой, научиться предсказывать экономические кризисы. М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2014.
6. *Ващенко Т.В., Восканян Р.О.* Управление стоимостью компании: учебно-методическое пособие. М.: Проспект, 2018.
7. *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом С.-Петербург. гос. ун-та, 2008.
8. *Гассман О., Франкенбергер К., Шик М.* Бизнес-модели: 55 лучших шаблонов. М.: Альпина Паблишер, 2016.
9. *Гребиньяк Лоуренс Дж.* Как заставить работать вашу стратегию: Эффективная реализация стратегии и внедрения перемен. Днепропетровск. Баланс Бизнес Букс, 2006.
10. *Грэм Б.* Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. М.: Альпина Паблишер, 2016.
11. *Гусев А.А.* Стоимость бизнеса в системе стратегических управленческих решений: Монография. М.: РИОР: ИНФРА-М, 2015.
12. *Ибрагимов Р.Г.* Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы. М.: Издательство Юрайт, 2017.



13. *Ивашковская И.В.* Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стэйкхолдерский подход: Монография. М.: ИНФРА-М, 2016.
14. *Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. М.; ИНФРА-М, 2009.
15. Вопросы стоимости. Овладевайте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании / Под ред. Э. Блэка. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009.
16. *Каплан Роберт С., Нортон Дэйвид П.* Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2013.
17. *Карлик М.А.* О возможностях использования концепции TSR для оценки топ-менеджеров компании // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2013. № 4 (82). С. 52–55.
18. *Касьяненко Т.Г.* Современные проблемы теории оценки бизнеса. М. Проспект, 2016.
19. *Когденко В.Г.* Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012.
20. Корпоративные финансы: учеб. пособие для академического бакалавриата / под общ. ред. Н.И. Берзона. М.: Издательство Юрайт, 2017.
21. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д.* Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.
22. *Кудина М.В.* Управление компанией: теория и практика. М.: Издательство Московского университета, 2013.
23. *Лафли А., Мартин Р.* Игра на победу. Как стратегия работает на самом деле. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014.
24. *Лобанова Е.Н., Лимитовский М.А., Миносян В.Б., Паламарчук В.П.* Учебн.-практич. пособие. М.: Издательство Юрайт, 2012.
25. *Макарова В.А., Крылов А.А.* Управление стоимостью промышленных предприятий: Учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2014.
26. *Мартин Джон Д., Петти Вильям Дж.* VBM — управление, основанное на стоимости. Днепропетровск. «Баланс Бизнес Букс», 2006.
27. *Маршалл А.* Основы экономической науки. М.: Эксмо, 2007.
28. Международные стандарты оценки. Восьмое издание. М.: Российское общество оценщиков, 2007.

29. *Маргарет М.* Трансформирование функций финансов. М.: ИНФРА-М, 2005.
30. *Огиер Т., Рагман Д., Спайсер Л.* Настоящая стоимость капитала: Практическое руководство по принятию финансовых решений. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007.
31. *Паламарчук В.П.* Разработка прорывных стратегических решений в условиях кризисных изменений внешней среды: логика и алгоритмы // Экономические стратегии, № 1, 2017. С. 174–183.
32. *Паламарчук В.П.* Оценка компании для обоснования стратегических решений. 2-е изд., перераб. М.: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2009.
33. *Петрунин Ю.Ю., Пурлик В.М.* Доминирующая логика современного этапа эволюции корпоративной социальной ответственности. // Вестн. Моск. Ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2016. № 2. С. 10–23.
34. *Петрунин Ю.Ю., Пурлик В.М.* Корпоративная социальная ответственность и ее отражение в современных управленческих концепциях. // Вестн. Моск. Ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2012. № 4. С. 19–33.
35. *Пратт Ш.* Стоимость капитала. Расчет и применение. М.: ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2006.
36. *Пурлик В.М.* Альтернативные системы оценки корпоративной эффективности. // Вестн. Моск. Ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2007. № 3. С. 42–60.
37. *Рейнор Майкл Е.* Стратегический парадокс. М.: Издательство Юрайт, 2009.
38. *Рош Дж.* Стоимость компании: От желаемого к действительному. Минск: Гревцов Паблицер, 2008.
39. *Рудык Н.Б.* Поведенческие финансы или между страхом и алчностью. М.: Дело, 2004.
40. *Савчук В.* Риск-менеджмент: базовые принципы и современные технологии. Киев: Companion Group, 2014.
41. *Теплова Т.В.* Корпоративные финансы. В 2 ч. Часть 1. М.: Издательство Юрайт, 2017.
42. *Тироль Жан.* Теория корпоративных финансов: в 2 кн. Книга 1. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2017.
43. *Хитчнер Джеймс.* Стоимость капитала. М.: Маросейка, 2008.

44. Чернозуб О. Жизнь после кризиса: Стоимостной подход к управлению частной компанией. М.: Альпина Паблишерз, 2009;
45. Экклз Роберт Дж., Герц Роберт Х., Киган Э. Мэри, Филлипс Дейвид М.Х. Революция в корпоративной отчетности: Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли. М.: «Олимп-Бизнес», 2002.
46. Эшуорт Г., Джеймс П. Менеджмент, основанный на ценности (Value-based management): Как обеспечить ценность для акционеров. М.: ИНФРА-М, 2006.
47. Jensen M. Value Maximization, Stakeholders Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. 2001. Vol. 14. No. 3. P. 8–21.
48. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York: Free Press, 1986.
49. The Society of Management Accountants of Canada. Redesigning the Finance Function. Montvale, NJ: Institute of Management Accountants, 1997.
50. Williams J. The Theory of Investment Value. Boston: Harvard Univers. Press, 1938.

*Purlik V.M.*

### **Corporate Management Focused on Business Value Growth**

*Vyacheslav M. Purlik* — PhD, Associate Professor, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, the Russian Federation.

E-mail: [Purlik@spa.msu.ru](mailto:Purlik@spa.msu.ru)

#### **Annotation**

The article presents the modern interpretation of the corporate management concept focused on business value growth (*i.e. value based management, VBM*). The hindsight analysis of the concept's background has been conducted. The article highlights and closely examines the key elements of the concept. The author depicts key failings of accounting profit indicator that prevent it from being used as the determinant of value based management practice. Managerial tasks have been stated that are to be addressed for value based model to be implemented in a company. The analysis of ways of business' valuation changes for shareholders has been conducted. It is shown that total shareholder return concept (TSR) can be applied neither to operating efficiency nor to senior executives' compensation assessment process. The author formulates the core arguments against stakeholder concept while still acknowledging the possibility that during the period of transition to innovation economics we will witness the constant growth in demand of key stakeholder groups welfare maximization (and not only that of shareholders). The conclusion acknowledges the importance of the value maximization principle which establishes a unified framework for managing both separate business units and the company as a whole.

#### **Key words**

Business value, business valuation, market value, intrinsic value, fundamental value, investment value.