

## ПРАКТИКА МЕНЕДЖМЕНТА

### УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ: ВЫЗОВЫ РОССИЙСКОМУ МЕНЕДЖМЕНТУ

*И. В. ИВАШКОВСКАЯ*

Государственный университет — Высшая школа экономики

Статья нацелена на выявление принципиальных отличий предлагаемых в концепции управления стоимостью подходов к анализу компании и движения ее капитала, позволяющих рассматривать ее как управленческую инновацию, и связанных с этим задач для менеджмента российских компаний. Управление стоимостью рассматривается как система, включающая пять слагаемых, цикл управления стоимостью, основные финансовые аналитические модели и этапы развития консалтинговых продуктов. В статье ставится проблема новых требований, предъявляемых управлением стоимостью, к стратегическому процессу компании, видения нового качества ее роста — многомерного роста, анализа его финансовых измерений. Предложена авторская позиция о необходимости разграничения бухгалтерской и финансовой моделей анализа деятельности компании, о настоятельной необходимости смены парадигмы анализа в российских компаниях и авторская трактовка вытекающих из управления стоимостью новых задач для российских компаний.

В течение 1990-х и начале 2000-х гг. принципы и методы управления стоимостью компании (value based management, VBM) стали широко распространенными подходами в менеджменте. Появившись в американской управленческой культуре, сфокусированной на мнении Wall Street, эти идеи используются в настоящее время западноевропейскими (континентальными и британскими), канадскими, австралийскими, японскими компаниями и, наконец, постепенно закрепляются в необычной среде — в странах с развивающимся рынком капитала — в практике ряда латиноамериканских, южноазиатских, ту-

рецких компаний. Рост интереса к новому подходу к деятельности команды менеджеров совпал с растущей в мире волной внимания к корпоративному управлению (corporate governance), роли советов директоров, независимо от типа самой системы корпоративного управления, механизмов и структур деятельности советов. В чем состоят причины этой заинтересованности? Почему две мировые волны — управление стоимостью и корпоративное управление — поднялись практически одновременно? Почему в последние 1,5–2 года возникла пока еще не волна, но всплеск интереса к тематике VBM в юной

российской управленческой среде, которая только освобождается от оков административных рычагов управления? Есть ли магия в управлении стоимостью?

## КОНЦЕПЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ КАК УПРАВЛЕНЧЕСКАЯ ИННОВАЦИЯ

### Управление стоимостью: смена аналитической парадигмы

Управление стоимостью охватывает разные ветви менеджмента, и каждая функциональная ветвь фокусирует внимание на собственных узких задачах на пути к росту стоимости компании. Финансовую составляющую системы управления стоимостью компании невозможно рассматривать только с позиций функциональной ветви менеджмента. Имея дело с количественными оценками динамики компании, она играет более значительную роль, чем простое измерение и отслеживание движения капитала и потоков доходов. Прежде всего, вводятся новые стартовые, промежуточные и конечные точки отсчета этого движения, поскольку оно рассматривается через призму инвестиционной стоимости капитала. Но главное заключается в том, что внедряется новое *видение* результатов, новая *культура анализа*.

В решении конкретных оперативных и ключевых специфических проблем компании, которые предстоит практически осуществлять менеджменту, следует разграничить и выделить две модели анализа деятельности компании. Каждой модели свойственны свои принципы, именно с их помощью объясняется деятельность компании, а также логически вытекающие из них показатели для измерения ее результатов. Первая модель может быть с некоторой долей условности названа *бухгалтерской*, и она построена на традицион-

ной для бухгалтерского учета трактовке капитала компании и результата его использования. Хотя эта модель не сводится к бухгалтерскому учету, как таковому, в ней выражена система принципов, формирующая определенный стиль анализа для специалистов в области управления, для всей управленческой команды. Вторая аналитическая модель может быть названа *финансовой*, и она выстраивается в соответствии с принципами корпоративных финансов.

Различия моделей анализа деятельности компании имеют принципиальный характер. Современная компания осуществляет свою деятельность в среде, которой свойственны по крайней мере три измерения: первое и основополагающее — риск и неопределенность; второе — «лестница доходности», соответствующей ступеням инвестиционного риска; третье — ликвидность, способность быстро трансформировать создаваемые продукты и результаты в самую удобную форму — в денежные потоки. Можно сказать, что эти три измерения формируют фундамент и каркас современного «аналитического здания» компании, особенно в ситуациях, которые требуют количественных оценок ее результатов. По всем трем измерениям бухгалтерская и финансовая модели расходятся. Расхождения начинаются с фундамента, или видения самого выигрыша компании. Бухгалтерское видение компании основано на *фактически* проводимых операциях, исключает из анализа альтернативность возможных действий и практически игнорирует варианты развития. Совершенно очевидно, что к издержкам компании за рассматриваемый период в рамках такого видения относят только *понесенные* расходы. Ограниченность этой модели заключается в том, что принцип «фактически проведенных операций и фактических расходов» доминирует не только на этапе сбора и обработки информации в самом учете, но и в логике последующего анализа дея-

тельности компании и принятия решений. Слабость бухгалтерской традиции анализа операций компании с точки зрения задач управления состоит в том, что в ней не предусмотрена культура оценки дополнительных альтернативных возможностей.

Успешный результат, по логике бухгалтерской модели, — это ситуация, в которой заработанная выручка покрывает понесенные фактические (явные) расходы.<sup>1</sup> Он не выражает основополагающей концепции современного экономического анализа создания *экономической прибыли*. Главный принцип анализа последней заключается в учете альтернативных вариантов вложения капитала с *определенным риском и соответствующим риску* экономическим эффектом, или в учете утраченного инвестиционного дохода. Подход с позиций экономической прибыли требует внимательного изучения риска инвестиций, поиска сопоставимых по риску альтернатив, анализа их результатов и, следовательно, кардинального перекраивания всего процесса выявления и оценки выигрыша. Анализ успеха или неудачи компании, проводимый по критериям экономической прибыли, несомненно, длиннее, явно более трудоемкий, далеко не однозначный и в этом смысле менее комфортный для аналитика и для менеджера. Не вдаваясь в детали, ограничим-

ся выводом. Следование принципу экономической прибыли — это признак правильно выбранной аналитической модели, которая нужна для обоснования задач, стоящих перед менеджментом современной компании.

Второе существенное ограничение бухгалтерской модели как аналитической основы для создания системы управления капиталом компании состоит в том, что эта модель не ориентирует анализ на проблему неопределенности ожидаемого результата, с которой как раз и сталкивается инвестор. На основе данных отчетности невозможно напрямую получить ставку доходности капитала, которая показывала бы альтернативные возможности инвестора, поскольку изучаемые альтернативы должны иметь сравнимый уровень риска. Оставаясь в рамках бухгалтерской модели, нельзя дать ответ на вопрос, сравнима ли бухгалтерская прибыль этой компании с ее инвестиционным риском, компенсирует ли она риск и в этом смысле достаточна ли она для инвестора. Иными словами, бухгалтерская прибыль даже при самом аккуратном способе ее расчета — это еще не показатель того, что компанией действительно получен удовлетворительный результат для ее инвестора. Отсюда следует, что в обосновании ключевых решений о капитале (об инвестициях, о выборе источников финансирования, о реструктуризации и присоединении) невозможно оперировать данными о рентабельности, рассчитанными на базе бухгалтерского стандарта. Каким бы совершенным он ни был, ни один показатель рентабельности или доходности (return on assets, ROA, или return on equity, ROE), полученный на основе данных финансовой отчетности компании, не увязан с риском и поэтому не может быть критерием для финансовых, а главное — для стратегических решений. Наконец, сложившаяся в бухгалтерском подходе аналитическая традиция сфокусирована на показателе

<sup>1</sup> В теории бухгалтерского учета, как такового, обсуждаются новые подходы к измерению прибыли на основе так называемых альтернативных способов учета, позволяющих точнее показать, создан ли прирост капитала по сравнению с уровнем, с которого собственник начал соответствующий период деятельности компании. Использование альтернативного способа — «цен замещения» позволяет в некоторой степени отразить капитал с учетом *текущих* цен на активы компании и определить, возрос ли он с точки зрения критерия воспроизведения *прежнего* уровня выпуска продукции в новой ценовой среде. Однако базовые принципы отражения только лишь факта совершения операций остаются неизменными.

начисленной прибыли как инструменте выражения результата деятельности, достигнутого компанией за данный период. Однако для решения задач управления необходима картина ликвидности, поэтому современная финансовая модель оперирует показателями *потоков свободных денежных средств (free cash flows, FCF)*.<sup>2</sup>

Чтобы завершить сравнение двух моделей, необходимо учесть еще два различия. Четвертый принцип бухгалтерской модели связан с *номинальной* трактовкой результата, выраженного в денежных измерителях. Здесь отсутствует *инвестиционная* трактовка результата. Не выясняя величины «пожертвованного» дохода, эта модель не ставит под сомнение и величину результата, который ожидается в будущем. Прибыли и денежные потоки, нынешние и прогнозируемые, рассматриваются прямолинейно, *без скидок* на доходы, утрачиваемые из-за невозможности получения денежного потока сейчас и его немедленного инвестирования. Следовательно, бухгалтерская модель, даже в случае последовательного применения принципа консерватизма, необходимого для подготовки отчетных данных, не создает основы для подлинно жесткой и сдержанной аналитической оценки операций компании.

Ключ к финансовой модели компании — использование экономической прибыли для обоснования решений и для анализа результатов деятельности (рис. 1). Экономическая прибыль — итоговый показатель, который количественно оцени-

вает, достаточны ли создаваемые потоки денежных средств для обеспечения нормального уровня доходности, или так называемой *барьерной доходности* капитала собственника компании. Что в данном случае представляет собой «норма»? Где та планка, достигнув которую, владелец капитала может считать, что он получил нормальную прибыль? Прежде всего, критерий «нормальности» надо искать, естественно, не в области эмоций, а в сфере анализа риска. Понадобится провести анализ требований инвесторов — владельцев компании к ее доходности, оценить, во что обходится капитал, внесенный владельцами, и определить, каковы те потенциальные ставки доходности, которых они ждут. С точки зрения инвестора, «нормальная» ставка показывает величину фактической доходности вложений в данную компанию, ниже которой у него пропадает стимул и мотив продолжать инвестировать капитал в данную компанию. Если же на «нормальную» ставку смотреть глазами менеджера, то она представляет собой *затраты на привлечение собственного капитала (cost of equity, COE)* или минимальную доходность инвестиций, которую должна обеспечивать команда менеджеров компании. Технологии определения такой ставки уходят корнями в корпоративные финансы и непременно связаны с изучением ставок, складывающихся на рынке капитала.

Наконец, именно бухгалтерская модель приучила менеджеров применять показатели прибыли не только для оперативного управления, но и, главное, для выработки стратегических решений, для количественной характеристики цели развития компании и ее подразделений. Но эти показатели вызывают сомнения с точки зрения их пригодности для полноценного финансового анализа перспектив и для оценки стратегической эффективности компании. Постановка цели и задач управления в параметрах, вырванных из контек-

<sup>2</sup> Поток свободных денежных средств — финансовое понятие, введенное в научный оборот М. Дженсенем и означающее поток денежных средств, свободный для изъятия инвесторами после того, как в нем учтены не только операционные результаты, но и инвестиции в эффективные (с положительной чистой приведенной стоимостью) проекты. Рассчитывается как сумма чистой прибыли и амортизации за вычетом инвестиций в оборотный и долгосрочный капиталы.

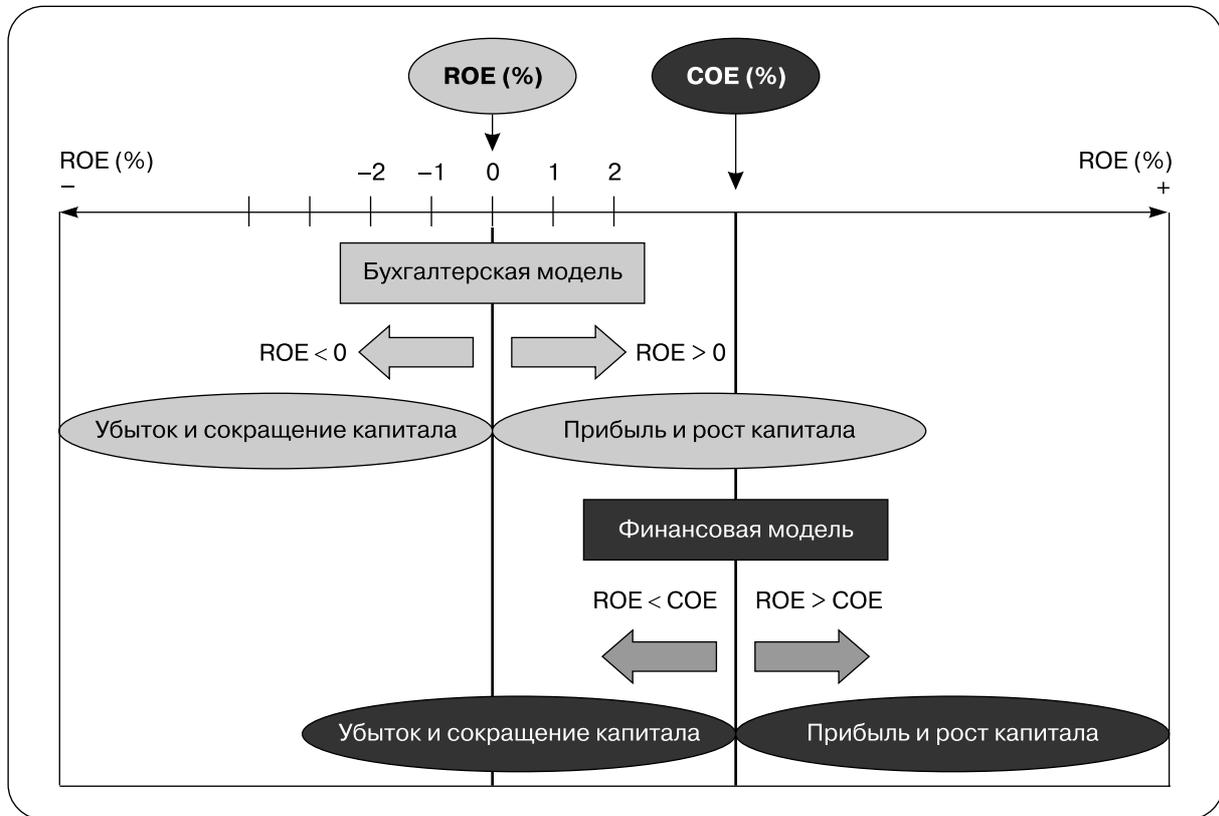


Рис. 1. Бухгалтерская и финансовая модели анализа деятельности компании

ста риска и требований инвесторов к доходности, не может удовлетворять прежде всего самого собственника компании. Управление принадлежащими и подконтрольными ему активами в отрыве от шкалы рисков и необходимой с точки зрения этих рисков «лестницы доходов», которые должна зарабатывать для него команда менеджеров, неприемлемо для современных рыночных условий, не отвечает ни задачам финансового менеджмента, ни задачам стратегического управления, где речь идет о размещении капитала, выборе его оптимальной структуры, где решения менеджера должны быть увязаны с показателями риска компании. Поэтому в финансовой модели анализа деятельности компании принято количественно выражать цель ее развития в виде инвестиционной стоимости капитала вла-

дельцев компании, в которой суммированы потоки свободных денежных средств (FCF) с учетом барьерной планки доходности. Принципы анализа инвестиционной стоимости, факторов, влияющих на ее формирование и на ее динамику, — все это объединяет современная финансовая модель анализа работы компании.

Концепция управления стоимостью компании основана на смене *парадигмы анализа* компании, выстраивании его на принципах финансовой модели, превращении этой модели в фундамент обоснования ключевых решений, на *отказе* от половинчатости, двойственности и непоследовательности его применения на практике. На наш взгляд, в этом кроется первая причина, позволяющая считать VBM инновацией в менеджменте. Такая смена парадигмы происходит в высокоразвитой

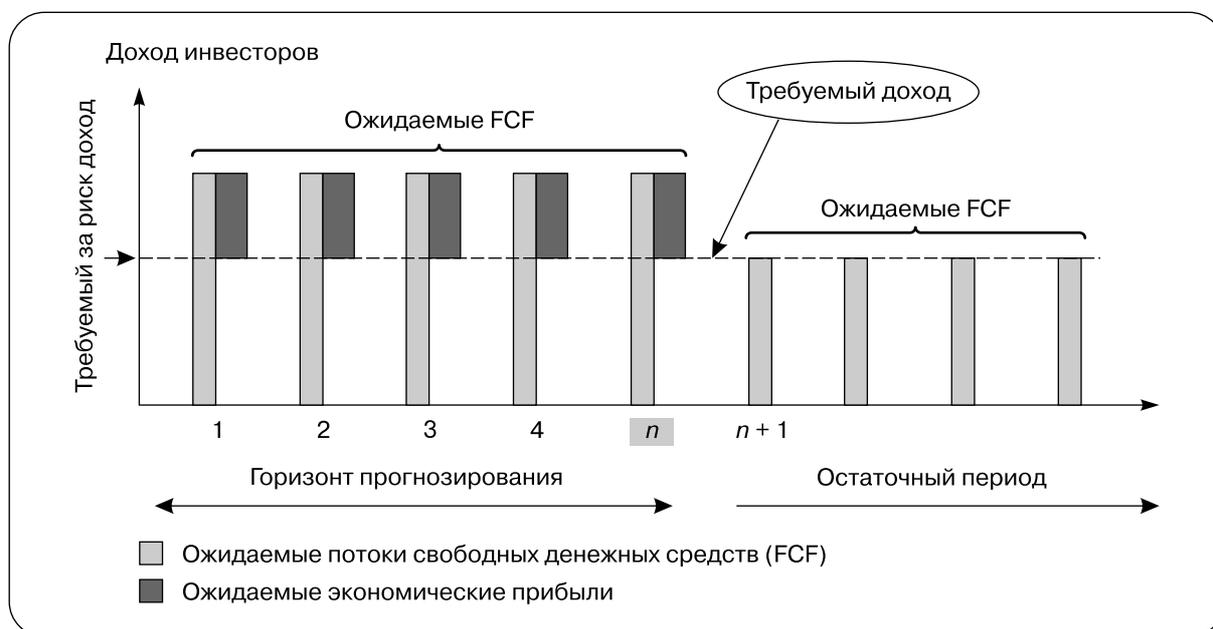


Рис. 2. Инвестиционная стоимость компании как поток экономической прибыли

западной деловой и управленческой среде, когда компании приступают к внедрению данной концепции. Но, что очень важно, такая смена парадигмы более всего нужна некорпоративному пока по своей организационно-правовой почве российскому бизнесу, который сейчас имеет своего рода формальные основания не оглядываться на курсы акций. Настоятельная потребность в освоении нового аналитического аппарата диктуется, на наш взгляд, дополнительной, *специфической* национальной причиной. Российский бизнес, а вместе с ним и менеджмент выросли на почве административной экономики и безальтернативного управленческого мышления и представляют управленческую традицию, в которой реально действующие команды не имеют навыка анализа барьерной планки доходности, не понимают противоречивости оценок решений на базе бухгалтерской традиции, но стремятся взять высокий темп и сделать прорыв в будущее. В этом естественном стремлении следует прервать инерцию

анализа, не отвечающего сути требований конкуренции за капитал инвесторов.

### Слагаемые и цикл управления стоимостью

Переход к финансовой аналитической модели ведет к фокусированию на задаче *долгосрочного роста инвестиционной стоимости капитала владельцев компании*. Эта задача решается, если в компании систематически создается экономическая прибыль или получается доход, который является более привлекательным, чем в альтернативных вариантах вложения капитала с таким же инвестиционным риском (рис. 2). С точки зрения финансовой модели в операциях компании должен генерироваться поток свободных денежных средств, достаточный для решения ее стратегических задач и компенсации инвестиционного риска инвесторов. Управление стоимостью — это *целенаправленный процесс достижения устойчивого положительного потока свободных денеж-*



Рис. 3. Слагаемые управления стоимостью компании

ных средств, превышающего требуемый за инвестиционный риск доход на протяжении периода горизонта прогнозирования. Согласно финансовой модели горизонт прогнозирования — это понятие, имеющее два измерения: стратегическую основу и финансовое выражение. С точки зрения первого измерения — это период, в течение которого компания обладает ключевыми конкурентными компетенциями (core competencies). С точки зрения второго — это период, в течение которого компания потенциально способна создавать положительную экономическую прибыль. Как показано на рис. 2, начиная с года  $n + 1$  возможности получения положительной величины экономической прибыли исчезают, происходит перелом в ее динамике и в этом остаточном периоде экономическая прибыль равна нулю. Но тем не менее компания продолжает генерировать положительные потоки сво-

бодных денежных средств, однако их величина теперь достаточна лишь для компенсации инвестиционного риска. Таким образом, управление стоимостью — это концепция, нацеленная на превращение потенциальных возможностей извлечения экономической прибыли для собственника компании в реальность.

Этот процесс, на наш взгляд, включает пять ключевых слагаемых, которые отражены на рис. 3. Во-первых, это стратегическое планирование с использованием инвестиционной стоимости капитала в обосновании принципиальных решений о перспективных направлениях развития компании [Reimann, 1989]. Эффективность рыночной стратегии компании и целесообразность ее реализации ставятся в зависимость от приращения инвестиционной стоимости капитала ее владельцев. Второе слагаемое предполагает оперативное планирование создания стоимости,

т. е. разработку и внедрение комплекса *специальных показателей*, отражающих экономическую прибыль, для оперативного мониторинга результатов компании в ходе реализации ее рыночной стратегии. Эти показатели привязаны к инвестиционной стоимости капитала владельцев и представляют собой систему, доведенную до разбивки задачи приращения инвестиционной стоимости капитала на компоненты и превращения их в прямые адресные показатели оперативной деятельности компании, характерные для данного бизнеса. Новые показатели призваны очерчивать траекторию движения стоимости капитала и вклад всех структурных единиц компании в движение по заданной траектории. Третье слагаемое, мониторинг ведущих факторов стоимости и управление ими, представляет собой *систему программ* для воздействия на ведущие, ключевые факторы, определяющие инвестиционную стоимость. Рассматриваются как позитивно действующие, так и негативные факторы стоимости. Подобные программы целесообразно разрабатывать одновременно с самой программой реализации рыночной стратегии, и они должны находиться под постоянным наблюдением менеджеров разного уровня, в зависимости от типа самих факторов. Четвертое слагаемое, система мотивации и вознаграждения, обеспечивает увязку систем вознаграждения, прежде всего управленческого персонала, с выбранными показателями экономической прибыли, адекватными конкретному уровню управленческой иерархии. Наконец, пятое слагаемое, система коммуникаций с инвесторами, предполагает особое внимание управленческой команды к созданию *стратегической публичной отчетности*. Опыт внедрения VBM показывает, что компании разрабатывают дополнительные отчеты, так называемые «Отчеты о стоимости» или «Отчеты об управлении стоимо-

стью».<sup>3</sup> Такие разделы годовых отчетов отражают серию дополнительной финансовой (количественной) и нефинансовой (качественной) информации [Дипиаза, Эклз, 2003, с. 29–55, 105–129]. Например, в годовой отчет могут вноситься такие данные, как затраты на капитал (барьерная ставка доходности); программы риск-менеджмента и их роль в контроле инвестиционных рисков компании; описание ведущих финансовых факторов стоимости компании и мер, принятых для достижения позитивного воздействия на инвестиционную стоимость; роль маркетинговой политики компании в усилении ключевых факторов стоимости; динамика приращения инвестиционной стоимости, рассчитанной на основе соответствующей модели VBM по компании в целом или по сегментам бизнеса; данные о том компоненте вознаграждения высших менеджеров, который увязывает приращение инвестиционной стоимости с совокупной оплатой их труда.

Воплощение всего комплекса слагаемых VBM требует перестройки многих управленческих процессов, и в этом смысле необходимо говорить о *цикле управления стоимостью компании*, или организации самого процесса перехода к этой концепции (рис. 4). Изменения в самом аналитическом аппарате, которые составляют стержень управленческих инноваций, означают разработку корпоративной финансовой модели для анализа инвестиционной стоимости компании и проектирования ее изменений в соответствии с разными стратегическими сценариями развития. Этот этап определяет видение перспектив компании, а их оперативная проработка — это следующее звено цикла, где необходимо внести соответствующие задачам управления стоимостью компа-

<sup>3</sup> Разработчиком модели отчетности об инвестиционной стоимости является PricewaterhouseCoopers.

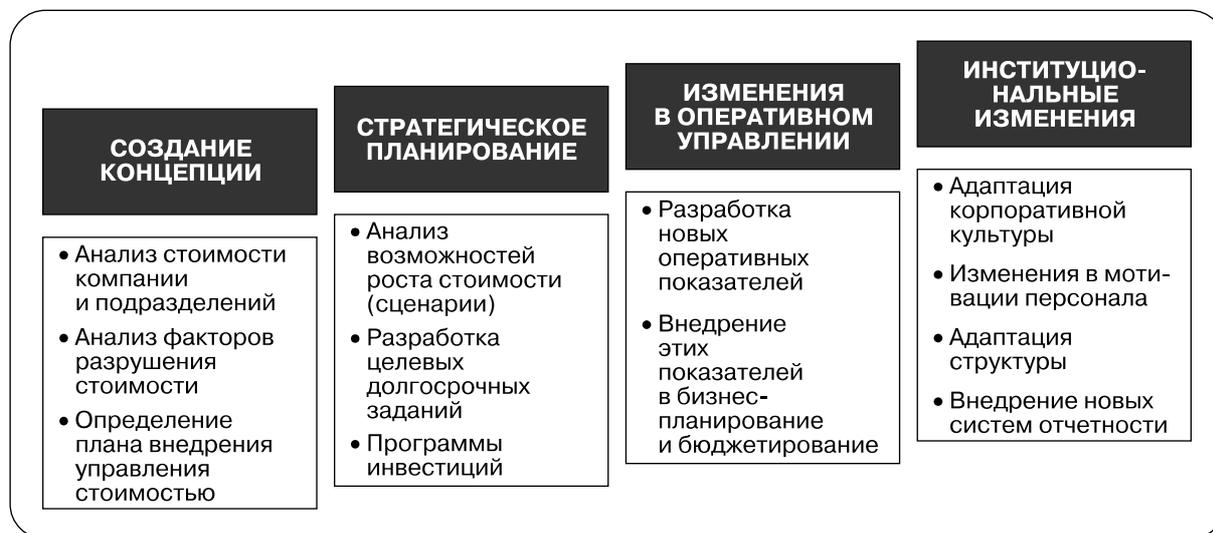


Рис. 4. Цикл управления стоимостью компании

нии изменения в процедуры внутрифирменного учета и планирования. Как показывает реальный опыт внедрения управления стоимостью, наиболее успешные на этом пути компании изменяют подходы к управленческому учету, переходя на системы учета «по функциям и видам деятельности» (activity based costing, ABC), которые позволяют, по сути, выделять факторы стоимости компании на каждом этапе ее цепочки создания ценности и распределять накладные расходы в соответствии со вкладом конкретного фактора в создание стоимости. Такой подход дает возможность точнее отслеживать причины изменений в уровне затрат, контролировать затраты и в конечном счете более эффективно управлять ими. Кроме того, опыт преуспевающих в управлении стоимостью компаний говорит о существенных переменах в отношениях центра и подразделений при составлении и исполнении бюджетов капиталовложений в компании, о достижении ими нового качества финансирования инвестиционных программ, которое состоит в отказе от подхода «под проект» и в переходе к концепции и технологии финансирования

«под эффективную стратегию». Институциональная перестройка как завершающее звено цикла требует изменений в нескольких ракурсах. Во-первых, тщательной проработки потенциальных противоречий, анализа возможной «несовместимости» новой концепции и существующих корпоративных традиций. Как показывает фактический опыт внедрения VBM, провалы и неудачи часто связаны с игнорированием такой диагностики. Во-вторых, понадобится определенная реорганизация структуры центров финансовой ответственности в компании, создание «центров стоимости» (центров капитализации), тщательное распределение полномочий в области инвестиционных решений, проработка системы соподчиненных показателей, увязанных с целевыми корпоративными заданиями по инвестиционной стоимости или экономической прибыли для всех уровней финансовой ответственности. Без определения оптимальной структуры таких уровней и выделения «центров стоимости» не будут эффективными программы вознаграждения персонала, основанные на вкладе в инвестиционную стоимость или экономическую прибыль.

### Аналитические вызовы VBM: акционеры или заинтересованные лица?

Финансовая модель анализа компании предполагает, что для полноценной оценки ситуации необходимо учитывать *мотивы* участников. Традиционный подход вычленяет отношения *агента* и *владельцев* бизнеса. Расхождение интересов агента и владельца может базироваться, например, на конфликте горизонтов: менеджменту, как правило, свойственен краткосрочный горизонт, собственнику необходим долгосрочный. Менеджмент может быть заинтересован в росте масштабов, который дает ему рост персональных полномочий. Владельцу нужен не просто рост масштабов, а рост стоимости бизнеса. Зон конфликтности может быть достаточно много, и этот срез анализа совершенно необходим сегодня. В соответствии с принципами корпоративных финансов, конфликт интересов «агент–владелец» приводит к утрате части инвестиционной стоимости бизнеса. Значит, современный анализ компании должен вводить приемы и технологии, позволяющие учитывать подобные конфликты.

Концепция управления стоимостью как управленческая инновация сфокусирована на долгосрочных интересах собственников компании (shareholder's value, SHV) и учитывает ось конфликтов «агент–собственник». Однако возникает вопрос: не противоречит ли эта управленческая инновация интересам остальных *заинтересованных групп*<sup>4</sup> (stakeholders)? Существующие неоднозначные мнения можно разделить, на наш взгляд, на следующие типы точек зрения. Первый тип — радикальный негативный — отвергает возможность отсут-

ствия конфликта между интересами владельцев компании и остальных заинтересованных групп при внедрении концепции VBM. В соответствии с этой точкой зрения, управление стоимостью компании противоречит требованиям остальных заинтересованных групп [Arnold, 2000]. Между тем в современном обществе необходимо достигать максимизации благосостояния всех заинтересованных групп, а не только владельцев бизнеса [Cooper, 2000].

Второй тип — радикальный позитивный — поддерживает аргументацию сторонников *контрактной* теории фирмы, и применительно к рассматриваемому вопросу его можно обобщить в виде следующей цепочки рассуждений. Все участники бизнеса имеют с организацией соответствующие их интересам контракты, в которых установлены требования к организации и адекватные уровни приемлемого для каждого типа участников риска. Поэтому они не претендуют на дополнительную компенсацию, их требования к компании по сравнению с требованиями ее собственников имеют приоритетный характер. Учитывая остаточный характер требований самого собственника и более высокий риск, на который ему приходится идти по сравнению с остальными заинтересованными группами, необходимо признать за ним право на дополнительную компенсацию после удовлетворения требований остальных заинтересованных групп. Поэтому фокус на стоимости акционерного капитала оправдан.

Третий тип — компромиссный — предполагает конструктивную интеграцию подхода с позиций заинтересованных лиц в концепцию управления стоимостью компании, однако и в его рамках есть различные направления. Сторонники теории «*корпоративной социальной ответственности*» (corporate social responsibility, CSR) выдвигают и тестируют гипотезу, в соответствии с которой качество отношений с заинтересованными группами —

<sup>4</sup> В соответствии с общепринятым определением, к ним относят «заинтересованные группы или лица, которые могут влиять на достижение компанией ее целей или сами находятся под воздействием этого процесса» [Freeman, 1984].

существенный фактор для объяснения финансовых результатов. Эмпирические исследования этой гипотезы подтверждают наличие значимой корреляции между параметрами, измеряющими качество социальной ответственности, и доходностью капитала [Collins, Porras, 1995; Waddock, Graves, 1997; Berman et al., 1999; Roman, Nayibor, Agle, 1999]. Поэтому удовлетворение требований заинтересованных групп — это неотъемлемая компетентность управленческой команды, без которой финансовый успех компании невозможен. Похожие заключения делают и сторонники *ресурсной* теории фирмы, главный вывод из которой заключается в том, что качество отношений с заинтересованными сторонами прямо связано со способностью организации получить ценные ресурсы и рассматривается как индикатор этой способности [Svendsen et al., 2001].

Обобщая позитивные взгляды на соотношение интересов акционеров и остальных заинтересованных групп компании, следует отметить появление нового направления, которое может стать инструментом достижения компромисса между сторонниками и противниками VBM. Ряд университетских ученых выступил с инициативой разработки и продвижения принципа своего рода «*всеобъемлющей стоимости бизнеса*» (total value creation) [Svendsen et al., 2001]. В рамках такого рода разработок обсуждается модель оценки вклада отношений компании с заинтересованными группами в создание стоимости бизнеса (business value of stakeholder's relationships), а также способы оценки и системы отражения этой информации в корпоративных отчетах.

Таким образом, появление концепции управления стоимостью компании, как и положено инновации, создает стимулы к более глубокому осмыслению устоявшихся управленческих и финансовых, прежде всего оценочных, концепций.

### **Аналитические вызовы VBM: финансовый капитал против стратегического**

Рассматриваемая концепция заостряет и проблему *дополнительной оценки* капитала, расширения традиционных границ этого понятия, обычно замыкающихся на характеристиках финансового капитала (заемного и собственного) и включения в орбиту анализа других частей капитала, например интеллектуального (человеческого, клиентского, организационного). Существующие стандарты отражения капитала, включая международный стандарт финансовой отчетности, создают для финансового и стратегического аналитика проблему *занижения стоимости активов, капитала и прибыли*, поскольку упускают интеллектуальную составляющую капитала. Несмотря на все изменения в области развития этих стандартов, вопрос остается открытым. Не имея возможности в рамках данной статьи подробно рассмотреть этот аспект, отметим, что применительно к «невидимому капиталу» концепция управления стоимостью предлагает определенные решения, направленные на фокусирование анализа на *стратегическом* подходе к капиталу.

### **Модели VBM и консалтинговые инновации**

В русле нового подхода к управлению сложились консалтинговые школы, специализирующиеся на конкретных моделях анализа экономической прибыли компании. Развитие многообразия моделей и консалтинговых подходов, на наш взгляд, следует разделить на пять этапов. Исторически и логически первой консалтинговой моделью стала система «*добавленной стоимости акционерного капитала*» (Shareholder's Value Added, SVA) американского профессора Альфреда Рапппорта [Rappaport, 1979; 1986], непосредственно

использующая в качестве аналитического аппарата метод дисконтируемого потока денежных средств (discounted cash flow, DCF) и рассматривающая изменения в инвестиционной стоимости компании на основе так называемых *критических точек рентабельности продаж* (threshold margin, TSM), рассчитанных финансовым способом с учетом барьерной доходности капитала (hurdle rate), и *индекса приращения стоимости* (index of shareholder's value, ISHV). Экономическая прибыль в этой модели — результирующий показатель, производный от систематического «пересчета» инвестиционной стоимости компании с учетом горизонта прогнозирования. Модель предлагает увязать критическую рентабельность с количеством периодов, в которых управленческой команде удастся достигать положительного *спреда рентабельности*, или превышения фактической рентабельности продаж над критической планкой (TSM) в каждом году. Положительный спред рентабельности продаж становится индикатором роста инвестиционной стоимости, поскольку означает, что в компании создан поток денежных средств, достаточный для решения текущих операционных задач (покрытия текущих операционных затрат), перспективных инвестиционных задач в годовом разрезе (для осуществления инвестиций в эффективные проекты и программы), а также для покрытия затрат на капитал или, иными словами, для компенсации требований инвесторов к минимальной доходности их капитала. Подход А. Раппапорта заложил ключевые принципы приложения знаний об инвестиционной стоимости капитала к стратегическому анализу и оперативному управлению, которые получили развитие на следующих этапах формирования этого нового направления.

Вторая веха на пути возникновения и развития специфического консалтинга — модель «экономической добавленной сто-

*имости»* (economic value added, EVA<sup>®</sup>), введенная американской компанией Stern Stewart & Co., названной именами основателей модели — американцев Джоела Стерна и Беннета Стюарта. Эта модель внесла новое веяние в разработку технологии анализа экономической прибыли, поскольку поставила вопрос не только об измерении годового спреда доходности, но и об измерении *приращения невидимого капитала* компании за год, названного авторами «эквивалентами собственного капитала» (equity equivalents), имеющего стратегическую роль в современной конкуренции [Stewart, 1991; Ehrbar, 1998]. Именно этот аспект позволил авторам зарегистрировать консалтинговую идею и технологию в качестве торговой марки. В отличие от модели А. Раппапорта, в EVA<sup>®</sup> крен сделан в сторону своего рода «примирения» бухгалтерского и финансового аналитических подходов: авторы поставили задачу переоценки инвестированного в компанию капитала (capital employed, CE) за счет внесения в данные финансовой отчетности «эквивалентов собственного капитала» и отражения изменений этой «невидимой» части капитала в результатах года, т. е. в чистой прибыли (net operating profit after tax, NOPAT). Таким образом, бухгалтерская прибыль подверглась первому изменению: часть расходов, которые традиция финансового учета заставляет списывать на затраты текущего периода, в концепции EVA<sup>®</sup>, напротив, капитализируется, выводится из состава расходов и превращается в активы. Поэтому инвестированный капитал (CE) по новой оценке ближе к его рыночной стоимости, а бухгалтерская прибыль в чистом виде исчезла, вместо нее появилась новая величина, отражающая изменения не учтенного бухгалтером капитала, точнее говоря, изменения *эквивалентов собственного капитала* в течение года. Рассчитанный с помощью существенно обновленных величин NOPAT и

CE показатель доходности инвестированного капитала (return on capital employed, ROCE) позволяет определить спред доходности капитала: ROCE сопоставляется с затратами на капитал или с барьерной доходностью. Спред доходности — это и есть экономическая прибыль в относительном выражении, а EVA<sup>®</sup> — созданная абсолютная величина экономической прибыли за год. Итак, если спред и EVA<sup>®</sup> выше нуля, задача управления компанией как с точки зрения стратегической, так и с точки зрения оперативного контроля выполнена. При внедрении модели EVA<sup>®</sup> в компанию аналитикам необходимо «приземлить» расчеты и учесть специфику отрасли, «этажа» управления, ответственности и полномочий менеджеров.

Близкие, но тем не менее отличающиеся подходы свойственны компании HOLT Value Associates, разработавшей модель «внутренней нормы доходности капитала компании» (cash flow return on investment, CFROI<sup>®</sup>), или финансовой ставки окупаемости компании. В этой модели также применяются специфические приемы *дополнительного* измерения инвестированного в компанию капитала, перевода его в форму движения притоков и оттоков денежных средств в реальном исчислении (скорректированных с учетом инфляции) и предлагается оригинальный подход к определению специфического периода устойчивости конкурентных преимуществ компании, названного «*периодом угасания*» (fade period): с позиций комбинации, с одной стороны, стратегической и отраслевой аналитики и, с другой стороны — анализа спреда доходности или соответствия фактической доходности капитала требуемой барьерной доходности [Madden, 1999]. Акцент на необходимости выразить изменения инвестиционной стоимости капитала через специальным образом скорректированные притоки и оттоки денежных средств для более полного измерения капитала сделан и в модели «до-

*бавленного потока денежных средств»* (cash value added, CVA), которая принадлежит старейшему стратегическому консультанту Boston Consulting Group [Shareholder Value Metrics..., 1996].

Третий период в развитии данной ветви консалтинга можно обозначить как этап адаптации консалтинговых продуктов основных игроков рынка стратегического консультирования к новым идеям, их активное включение в конкуренцию за программы наращивания инвестиционной стоимости капитала клиентов. Созданы пакеты технологий и собственных рекомендаций на основе активного применения идеи экономической добавленной стоимости (EVA) в упрощенном по сравнению с Stern Stewart & Co. виде такими компаниями, как McKinsey [Бугров, 2003; Коупленд, Коллер, Муррин, 2002], PricewaterhouseCoopers, KPMG [Value Based Management..., 1996; Value Based Management..., 1999], Accenture, Marakon [McTaggart, Kontes, Mankins, 1994], Deloitte Consulting/Braxton Associates [Financial Management Survey, 1996; The Fundamentals of Value..., 1991], ATKearney, JLG Research.<sup>5</sup> Адаптация стратегического консалтинга осуществлялась по двум направлениям. Во-первых, путем расширения отраслевого спектра распространения новой концепции, приспособления ее к специфике компаний финансового сектора, внедрения моделей экономической прибыли (прежде всего EVA) в программы работы с клиентами из среды коммерческих банков и инвестиционных фондов, разработки в дополнение к EVA специфических консалтинговых продуктов для компаний этого сектора, например, для страховых (embedded value, или вмененная стоимость). Во-вторых, интеграция концепции управления

<sup>5</sup> Менее представительным оказался список последователей модели CVA, эта концепция применяется, например, в консалтинговой компании Anelda.

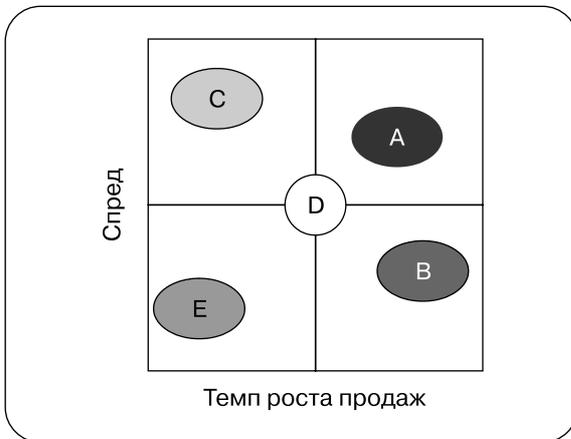


Рис. 5. Матрица привлекательности компаний (подразделений)

стоимостью со стратегическим консалтингом, направленным на создание и внедрение систем анализа и оценки деятельности, комбинирующих финансовые и нефинансовые показатели, в системы ключевых индикаторов деятельности (key performance indicators, KPI). Таким путем, в частности, была трансформирована «сбалансированная система показателей» (balanced scorecards) Нортон и Каплана, куда на более поздних этапах ее продвижения в раздел финансовых перспектив были внесены показатели экономической прибыли, прежде всего EVA.

Наконец, следует выделить четвертую веку. Она характеризуется распространением подходов VBM на деятельность финансовых аналитиков, оперирующих на рынке капитала, внедрением ими новых подходов к финансовому анализу компаний-эмитентов и новых показателей, отражающих динамику приращения инвестиционной стоимости капитала, в программы управления портфелем ценных бумаг, включая управление капиталом клиентов. Сегодня так работают, например, столь известные инвестиционные институты, как Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter, Credit Suisse First Boston, частные пенсионные фонды. Этому этапу свойственно крайне

интересное явление — вовлечение экономической прибыли в концепции ценообразования на финансовых рынках, начало разработки *модифицированных* моделей ценообразования на акции компаний на основе показателей экономической прибыли (modified capital asset pricing models, CAPM). Такие разработки, например, были сделаны Джеймсом Абатом, Фрэнком Фабочи и Джеймсом Грантом, которые предложили модель оценки риска акций на базе EVA (EVA risk scoring), а затем факторную модель оценки затрат на собственный капитал на базе отклонений EVA (среднего квадратичного), где результат, полученный на основе модели CAPM, является лишь одним из компонентов барьерной доходности на собственный капитал.

Таким образом, принцип экономической прибыли, который в практический менеджмент был впервые внедрен в 30-е гг. прошлого века во внутренних разработках компании General Electric, и оказался востребованным широким кругом компаний только в 1980-е гг., теперь прочно вошел в стратегические и финансовые разработки.

## УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ: СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ВЫЗОВЫ

Концепция управления стоимостью заставляет иначе взглянуть на классификации компаний и их структурных подразделений. В этом новом ракурсе иначе видится привлекательность компаний (подразделений), ведь изменяется критерий их успешности. Возникающие новые классификации компаний и их структурных подразделений можно обобщить в виде матрицы, в которой компании разделены на пять категорий (рис. 5). При построении матрицы использованы две оси: одна простая — в виде показателя среднего темпа роста продаж (рассчитанного как

средняя геометрическая величина на протяжении определенного периода), а вторая — сложная, в виде показателя экономической прибыли (например, в форме спреда) за тот же период. Спред — это разность доходности, которая фактически создается в компании, и требуемой инвестором доходности (его барьерной планки). Вычитание требуемой доходности, выражающей альтернативные издержки инвестора, позволяет отразить экономическую прибыль, т. е. прибыль, полученную от сопоставления выручки и всех — явных и неявных (альтернативных) издержек. Северо-восточная ячейка матрицы — это «новые звезды», или лучшие компании (подразделения) из лучших по критерию роста стоимости капитала. Им свойственен высокий темп роста выручки от продаж и высокая экономическая прибыль. В противоположной, юго-западной ячейке разместятся «новые собаки» или непривлекательные компании (подразделения), где оба параметра ниже, чем средние по выборке. Почему при наличии в матрице четырех зон можно, тем не менее, говорить о пяти типах компаний? Очевидный, на первый взгляд, ответ состоит в том, что существует группа компаний (D) на пересечении осей матрицы, которым присущи средние темпы роста и экономическая прибыль (спред) в которых неустойчива. Но это предварительный и далеко не полный ответ.

Ключ к ответу на вопрос — в проблеме *качества роста* (рис. 6). В ракурсе VBM возникает новое видение роста компании, которое можно обозначить, на наш взгляд, как «*многомерный рост*». Выше уже отмечалось, что владельцам компании нужен рост, ведущий к росту стоимости их «доли пирога». Иными словами, рост, который соответствует изменениям в ячейке Q1 (рис. 6).<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Оси этой матрицы — средние по отрасли или иной выборке компаний темпы роста, рас-

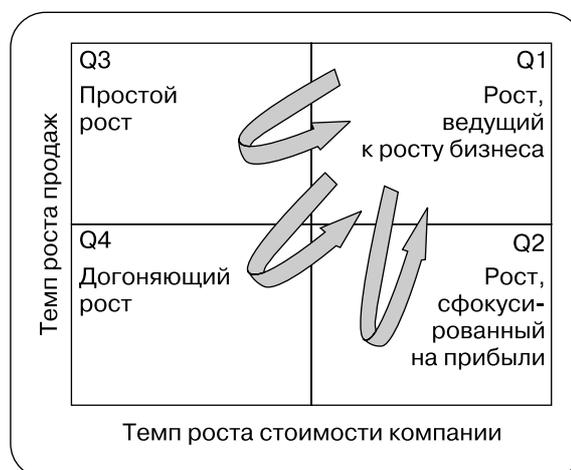


Рис. 6. Матрица качества роста

На первый взгляд, на ступеньку ниже находятся компании в ячейке Q2, им свойственен рост, сфокусированный на *росте прибыли*, ведь темп роста продаж у них ниже среднего в выборке. Компаниям из ячейки Q3, напротив, присущ рост, сфокусированный на агрессивной политике продаж, который с точки зрения критериев VBM выглядит как *простой* рост. Компании из ячейки Q4 — «*новые изгои*», им не удастся добиться успеха ни по одному измерению роста. Так выглядит логическая картина качества роста *в статике*. Но если учесть картину *в динамике*, то возникает вывод о том, что рост не может быть монотонным и линейным. Наблюдаемый в течение достаточно длительного периода на конкретной выборке, он похож на зигзаги, практически все компании перемещаются в другие типы роста. Например, по данным исследования ATKearney, если сфокусировать внимание только на компаниях, которые мигрировали из ячейки Q1, то факты говорят о том, что для возврата из Q2 в Q1 требовалось

считанные как средние геометрические, т. е. с учетом эффекта сложного процента. Для расчета темпа роста стоимости используется показатель капитализации собственного капитала.

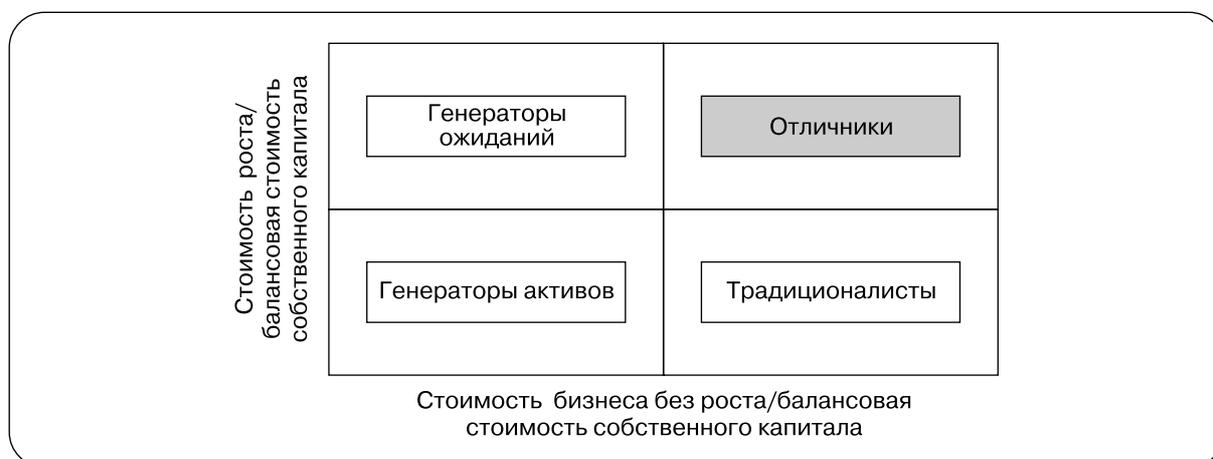


Рис. 7. Матрица финансовой эффективности роста

более трех лет, что вдвое больше, чем для возврата в Q1 из Q3 и даже из Q4 [McGrath et al., 2001]. Такая ситуация равнозначна попаданию в ловушку. «Ловушка прибыли», в которую попадают, переместившись в Q2, создает существенные сложности, если не барьеры, для взлета и перемещения в наиболее привлекательную группу, поскольку для достижения роста, сфокусированного именно на бухгалтерской прибыли, приходится снижать издержки и срезать инвестиционные программы, т. е. сужать базу будущего роста продаж. Это дает, на наш взгляд, основания для вывода о том, что особый «пятый элемент» — это тип компаний (рис. 5, компании В), которым удается выйти на высокие скорости роста продаж при отрицательной экономической прибыли (спреде) и *выдерживать их*. Устойчивость этих скоростей создает своего рода трамплин для рывка в сторону роста доходности и выхода на траекторию роста экономической прибыли. Поэтому характерная деталь классификации, приведенной в матрице на рис. 5, заключается в том, что потенциальным кандидатом на попадание в разряд самых привлекательных компаний становится именно тип В.

Еще один ракурс стратегического вызова и многомерности роста, который вно-

сит управление стоимостью компании, связан с оценкой «стоимости самого роста» (value of growth opportunities, VGO), вычленением *компонента роста* из стоимости собственного капитала и классификацией типов компаний по финансовой эффективности их стратегических возможностей роста (рис. 7 и 8).

На рис. 7 показан первый шаг такого сопоставления, оси матрицы представлены в виде коэффициентов: вертикальная ось выделяет вклад возможностей роста в стоимость бизнеса и представляет этот прирост стоимости в нормированной форме — на единицу балансовой стоимости собственного капитала, а горизонтальная ось, напротив, фиксирует в нормированной форме «остаток» стоимости бизнеса или разность стоимости бизнеса и вклада возможностей роста. Внутренние разграничительные линии фиксируют средние коэффициенты по выборке компаний. Северо-восточная ячейка матрицы охватывает компании, которым удается лидировать по двум компонентам одновременно, поэтому они добиваются наиболее качественного по критерию финансовой эффективности роста. В северо-западной ячейке матрицы находятся компании с существенными возможностями роста, опирающимися на интеллектуальные факторы, менеджменту которых

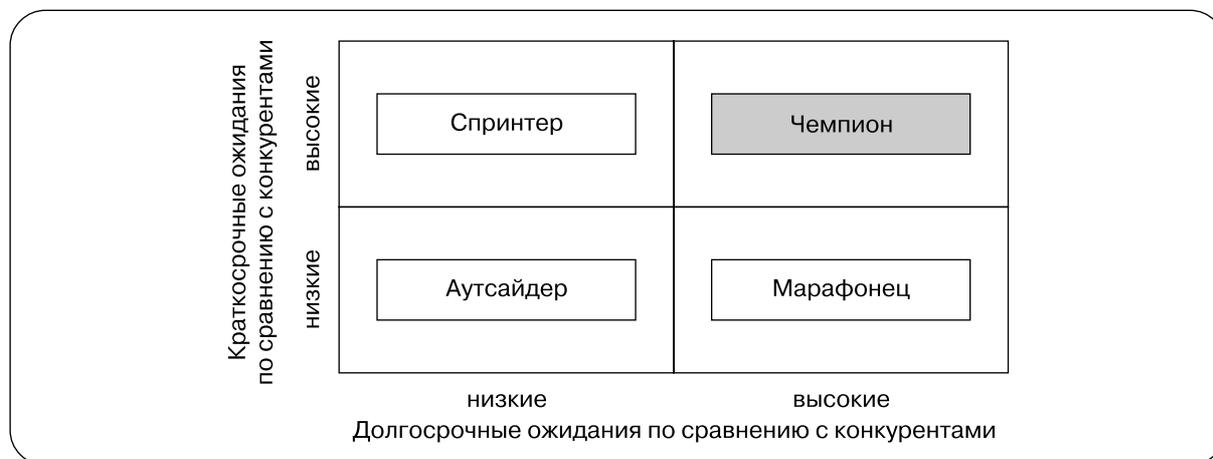


Рис. 8. Матрица стратегических вызовов в системе VBM

удается сформировать высокие ожидания у инвесторов. Юго-восточная ячейка включает компании, менеджеры которых подходят к стратегиям роста тривиально, строят бизнес-модели на традиционных факторах, преимущественно связанных с наращиванием материальных активов. А в матрице на рис. 8 анализ вклада роста в стоимость собственного капитала продолжен по линии горизонтов ожиданий инвесторов. Наиболее качественный рост демонстрирует тип из северо-восточной ячейки, где находятся компании, обладающие высокими возможностями роста в краткосрочном и долгосрочном планах. Оставляя в стороне технологические детали расчетов параметров этих матриц, отметим, что в соответствии с концепцией управления стоимостью далеко не всякая стратегия роста, приводящая к росту, видимому через традиционные измерители, становится ростом в координатах стоимости собственного капитала.

### ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ: УРОКИ ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Безусловно, особенности российской деловой среды не могут не создавать определенных трудностей для внедрения кон-

цепции управления стоимостью. Перечень препятствий, на наш взгляд, следует начинать именно с внутренних характеристик российских компаний, определяющих их подходы к построению бизнеса. Первая группа проблем связана со сложившимися традициями анализа и управления. К факторам этого рода надо отнести следующие: неразвитость систем финансового планирования и разработки прогнозных данных; слабую взаимосвязь между финансовым и маркетинговым планированием; неадекватность систем внутреннего управленческого учета, не позволяющих или затрудняющих выделение данных по сегментам бизнеса, по отдельным уровням управления и центрам ответственности, по отдельным функциям бизнеса; нехватку культуры анализа бизнес-процессов. Острой проблемой является сильная приверженность бухгалтерскому мышлению, рассуждения профессиональных менеджеров о будущем компании в терминах объемов продаж и бухгалтерских прибылей, отвечающих уровню оперативного управления, неразвитость привычки и вкуса к стратегическому управлению даже в традиционных его формах.

Вторая по значимости группа факторов уходит корнями в менталитет самих собственников. Слишком многим из них

свойствен наивный, поверхностный взгляд на стоимость бизнеса как на механическую сумму стоимости активов либо как на текущую рыночную капитализацию компании открытого типа, присуще неумение осознать и признать значимость инвестиционной стоимости и для компании закрытого типа, а также отсутствие «видения или чувства стоимости», что выражается в непонимании сочетания и взаимодействия факторов, влияющих на стоимость.

Наконец, нужно выделить и еще одну группу сложностей, которые имеют внешний для компании характер и связаны со спецификой российского рынка капитала. Внедрение концепции управления стоимостью требует другого уровня аналитики — выходящей за рамки бухгалтерских данных, и вынуждает активно использовать данные рынка капитала для выявления экономической прибыли и стоимости. Финансовые модели, применяемые с этой целью на развитом рынке, в наших условиях особым образом корректируются. Однако важно подчеркнуть, что, несмотря на определенные сложности такого анализа, уже сегодня экономическая прибыль рассчитывается во многих российских подразделениях западных промышленных и финансовых компаний (весьма характерный пример — Siemens), культура управления стоимостью привносится западным собственником вопреки неразвитости рынка капитала (характерный пример этого рода — Allianz, пришедший в РОСНО и стремительно внедривший EVA в российских условиях). Наконец, западные финансово-аналитические агентства и инвестиционные компании проводят анализ портфеля российских акций для своих клиентов, рассчитывая EVA и CFROI по российским компаниям. Яркий пример такого применения концепции управления стоимостью дает Credit Suisse First Boston, использующий CFROI по методике HOLT для анализа тенденций и разработки стратегии инвестирования в акции «Газпрома», «ЛУКОЙла», «Норильского никеля»,

«МТС», «Мосэнерго», «Сбербанка», «Северстали», «Сибнефти», «Сургутнефтегаза», «Вымпелкома», «Аэрофлота».

Таким образом, готовность к внедрению концепции управления стоимостью в российских условиях прежде всего зависит от подготовленности внутреннего климата компании, а не от внешнего окружения. Независимо от типа организации компании, внедрение принципов и инструментов управления стоимостью обеспечивает компании серьезные преимущества, а именно:

- более тщательный стратегический анализ и выбор рыночной стратегии всей структуры и отдельных подразделений;
- возможность планирования собственной инвестиционной привлекательности;
- гибкость и системность инвестиционных решений;
- постоянный контроль за ролью компании на рынке капитала и ее рыночной мощностью с точки зрения участников данного рынка;
- особая устойчивость компании в операциях слияний и поглощений.

Исследования результатов практического воплощения этих подходов на западном корпоративном материале [International Survey of Shareholder..., 1997; Value Based Management..., 1996; Value Based Management..., 1999; Grant, 2003] показывают, что у последователей этой концепции растет эффективность, снижаются затраты, увеличиваются показатели оборачиваемости по сравнению с контрольными выборками компаний, не использующих эти подходы. Новая концепция создает возможности для балансирования интересов менеджмента и собственника, примирения конфликтующих интересов мажоритарных и миноритарных собственников и может быть с успехом использована в деятельности советов директоров.

Проблема перехода к управлению стоимостью не должна рассматриваться российским бизнесом в ракурсе «слабый ры-

нок капитала — невозможность применения». Отсутствие стиля мышления, сфокусированного на экономической прибыли и инвестиционной стоимости компании создает дополнительный разрыв с современным миром управления и инвестиций, порождает недоверие инвесторов. Недоверие — это спутник повышенных рисков для инвесторов, что влечет за собой более высокие барьерные, пороговые ставки доходности, а они, в свою очередь, — более высокие затраты компании на привлекаемый для роста и развития капитал. Более того, без соответствующих изменений в финансовом мышлении и стратегических подходах построение «правильной», точнее, эффективной системы корпо-

ративного управления и процедур работы советов директоров вряд ли возможно. Отсутствие соответствующего стиля мышления в условиях глобализации резко снижает конкурентоспособность российских компаний и является серьезным барьером, сдерживающим экономический рост в стране.

Переход к стилю мышления, ориентированному на создание экономической прибыли и стоимости, представляет собой серьезный вызов российскому бизнес-сообществу в целом. Российские компании, которые примут этот вызов первыми и начнут развивать соответствующие подходы, получат серьезные конкурентные преимущества.

## ЛИТЕРАТУРА

- Бугров Д. 2003. Метрика эффективности. *Вестник McKinsey* (1): 77–89.
- Дипиаза С., Экклз Р. 2003. *Будущее корпоративной отчетности. Как вернуть доверие общества*. М.: Альпина Паблишер.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Т. 2002. *Стоимость компании: оценка и управление*. М.: Олимп-Бизнес.
- Arnold G. 2000. Tracing the development of value based management. In: Arnold G., Davies M. (eds). *Value Based Management. Context and Application*. John Wiley & Sons: N. Y.
- Berman S., Wicks A., Kotha S., Jones T. 1999. Does stakeholder orientation matter? The relationship between management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal* 42 (5): 488–506.
- Collins J., Porras J. 1995. *Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies*. Random House: London.
- Cooper S. Shareholder wealth or societal welfare: A stakeholder perspective. 2000. In: Arnold G., Davies M. (eds). *Value Based Management. Context and Application*. John Wiley & Sons: N. Y.
- Ehrbar A. 1998. *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. John Wiley & Sons: N. Y.
- Financial Management Survey. 1996. Deloitte&Touche.
- Freeman R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder's Approach*. Pittman: Boston.
- Grant J. 2003. *Foundations of Economic Value Added. The Frank Fabozzi Series*. 2nd ed. John Wiley & Sons: N. Y.
- International Survey of Shareholder Value Management Issues. 1997. Coopers & Lybrand.
- Madden B. J. 1999. *CFROI Valuation: A Total Systems Approach to Valuing the Firm*. Butterford-Heinemann: Oxford.
- McGrath J., Kroeger F., Traem M., Rockenhaeuser J. 2001. *The Value Growers: Achieving Competitive Advantage through Long-Term Growth and Profits*. McGraw-Hill: London.
- McTaggart J. M., Kontes P. W., Mankins M. C. 1994. *The Value Imperative*. Free Press: N. Y.
- Rappaport A. 1979. Strategic analysis for more profitable acquisitions. *Harvard Business Review* 57 (4): 99–110.
- Rappaport A. 1986. *Creating Shareholder Value*. Free Press: N. Y.

- Reimann B. 1989. *Managing for Value — A Guide to Value Based Strategic Management*. Basil Blackwell: Oxford.
- Roman R., Hayibor S., Agle B. The relationship between social and financial performance. *Business and Society* 38 (1): 109–125.
- Shareholder Value Metrics. 1996. *Shareholder Value Management Series. Booklet 2*. Boston Consulting Group.
- Stewart B. 1991. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Collins: N. Y.
- Svendsen A., Boutilier R., Abbott R., Wheeler D. 2001. *Measuring the Business Value of Stakeholder Relationships. Part 1*. The Center of Innovation in Management: Toronto.
- The Fundamentals of Value Creation. Insights: Braxton on Strategy*. 1991. Braxton Associates.
- Value Based Management: A Survey of European Industry*. 1996. KPMG.
- Value Based Management: The Growing Importance of Shareholder Value in Europe*. 1999. KPMG.
- Waddock S., Graves S. 1997. The corporate social performance — Financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4): 303–319.

Статья поступила в редакцию  
13 июля 2004 г.