

## СОВРЕМЕННЫЕ УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ТЕХНОЛОГИИ

**О.И. Наумов**

### ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ КОНЦЕПЦИИ «УПРАВЛЕНИЕ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ» В КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

В статье представлен обзор проблематики управления на основе стоимости и приводятся результаты исследования, проведенного среди топ-менеджеров российских компаний, по концепции «управление на основе стоимости» и ее влияние на стратегию компании.

**Ключевые слова.** Стоимость компании, управление на основе стоимости, корпоративная стратегия, топ-менеджмент крупнейших компаний России.

The paper gives an overview of value-based management concept and presents the results of survey among top managers of largest Russian companies. The survey shows how top managers understand VBM and its dependence with corporate strategy.

**Key words.** Company's value, value-based management, corporate strategy, top management of largest Russian companies.

В последние годы методология управления на основе стоимости<sup>1</sup> (VBM – value-based management) привлекает все большее внимание как теоретиков, так и практиков управления. Как утверждают многочисленные отечественные и зарубежные авторы, применение данной концепции позволяет компаниям добиваться существенных конкурентных преимуществ<sup>2</sup>.

---

*Наумов Олег Игоревич* – аспирант кафедры теории и технологий управления факультета государственного управления Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова, e-mail: oinaumov@gmail.com

<sup>1</sup> В литературе можно встретить различные эквиваленты VBM: «ценностно-ориентированный менеджмент», «управление по стоимости», «управление стоимостью», «управление на основе роста стоимости» и др. Несмотря на позицию ряда авторов, которые считают перевод «управление на основе стоимости» неудачным, мы будем использовать именно его, поскольку он кажется наиболее подходящим с точки зрения русского языка.

<sup>2</sup> См.: Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 2. С. 3–42; Иващковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4. С. 113–132; Она же. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М., 2009;

Концепция управления на основе стоимости возникла в последней четверти XX в. и за двадцать лет динамичного развития и активного применения на практике не только получила широкое распространение, но и претерпела значимые качественные изменения.

Концепция управления стоимостью основана на хорошо известном из классической политэкономии «экономическом взгляде» на бизнес. Тем не менее ее теоретическое формирование и начало активного использования в практике бизнеса относятся к рубежу 80–90-х гг. XX в. VBM зарождался с эпизодического использования показателей остаточного дохода (*residual income*), учитывающих «плату» за весь привлеченный компанией капитал.

Сегодня концепция управления на основе стоимости базируется на системном и стоимостном подходах к управлению. Составными частями стоимостного подхода являются идеология, принципы и процессы. Идеология делает управление осознанным и задает направление движения: задача максимизации стоимости компании выступает в качестве генеральной корпоративной цели. Принципы дают базу для обоснованного оценивания альтернатив: стоимостный анализ, интегрированный в процесс выработки управленческих решений, дает понимание фундаментальной взаимосвязи между стратегией, операциями и финансовыми результатами. Наконец, отлаженность процессов определяет эффективность организации в реализации стратегии и достижении поставленных целей<sup>3</sup>.

Составной частью концепции управления на основе стоимости является стоимостное мышление. Такой тип мышления подразумевает, что весь процесс управления компанией подчинен единой цели — максимизации ценности капитала, принадлежащего собственникам предприятия, иными словами, максимизации ценности собственного капитала.

Успешное внедрение стоимостного мышления, мышления владельца, в сознание менеджера невозможно без системы оценки его деятельности и вознаграждения, основанной на тех же самых методах, что и у акционеров. То есть внутренняя система оценки должна соответствовать внешней системе. Большинство крупных компаний уже достаточно давно используют следующие приемы достижения этого соответствия: наделение работников небольшим пакетом акций компании и вознаграждение сотрудников по

---

Кочкин А.С., Чепыук О.Р. Разработка стратегии развития компании на базе концепции управления стоимостью // *Финансы и кредит*. 2007. № 11. С. 3–10; Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний. Оценка & управление. М., 2008; Rappaport A. *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. N.Y., 1986.

<sup>3</sup> См.: Ибрагимов Р.Г. Управление по стоимости как система менеджмента // *Менеджмент в России и за рубежом*. 2004. № 4.

результатам деятельности компании в целом или отдельного подразделения.

Все перечисленные преимущества технологии управления на основе стоимости не оставляют сомнений, что управление на основе стоимости является прогрессивным подходом к управлению компанией, сочетающей в себе мобилизацию всей компании на развитие самых выгодных для всех стейкхолдеров<sup>4</sup> направлениях деятельности и правильную мотивацию для менеджмента.

Общепринятая на Западе концепция управления на основе стоимости достаточно бурно развивается и в России. Многие крупнейшие коммерческие компании России декларируют приверженность принципам управления на основе стоимости. Однако соответствуют ли заявленные утверждения реальности? Как именно российские компании добиваются поставленной цели? Практика менеджмента показывает, что наибольшие проблемы возникают не на этапе декларирования или задания стратегических приоритетов, а на этапе их исполнения. Примером этому может служить исследование, проведенное в Великобритании в 1997 г., 80% директоров крупнейших компаний сказали, что их стратегия верна, и только 14% думают, что они исполняют ее правильным образом. Несмотря на то что 97% компаний заявили о наличии стратегического видения, только 37% из них заявили, что добились значительного успеха в исполнении стратегии<sup>5</sup>. Таким образом, с точки зрения ценности для компании практический способ реализации принятой концепции становится более важным, чем содержание этих планов.

Соответственно для мониторинга эффективного развития концепции управления на основе стоимости в России требуется система мониторинга качества реализации этой концепции. На данный момент в России не было проведено ни одного исследования, посвященного оценке действий компании на предмет соответствия действий менеджмента и реализации концепции управления на основе стоимости.

В связи с этим в феврале—марте 2010 г. автор провел исследование среди топ-менеджеров крупнейших компаний России, чтобы понять особенности применения концепции управления на основе стоимости. В ходе исследования были опрошены генеральные и финансовые директора крупнейших компаний России методом анкетирования. Каждому участнику высылался конверт с анкетой, также предусматривался вариант участия посредством онлайн-анкеты. В ходе исследования

<sup>4</sup> См.: Александров Ю.М. Идентификация стейкхолдеров для целей управления стоимостью компании // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании / Под ред. Т.В. Тепловой. М., 2006.

<sup>5</sup> Why do only one third of UK organizations achieve strategic success? 2GC Working Paper. URL: <http://www.2gc.co.uk/pdf/2GC-WP-UKCoStratSuc-090311.pdf>

было отправлено 554 анкеты генеральным и финансовым директорам из 391 компании. Уровень отклика составил 10,8% от общего числа компаний, участвующих в исследовании, и 7,8% от общего числа всех разосланных писем.

В качестве тестируемых гипотез и вопросов для исследований были приняты следующие позиции:

- Как связана концепция управления на основе стоимости со стратегией компании. Является ли основной долгосрочной целью корпоративной стратегии максимизация стоимости компании?

- Принята ли в крупнейших компаниях России долгосрочная стратегия развития?

- Осведомлены ли компании о концепции value-based management?

- Какие есть отраслевые закономерности по этим вопросам?

- Какие инструменты для достижения максимизации стоимости используются в компании?

- Какие инструменты стратегического анализа используются в компании?

- Используется ли в качестве основного принципа при выборе дальнейших направлений деятельности и инвестиционных проектов принцип превышения показателя ROIC над WACC?<sup>6</sup>

- Насколько эффективно, по мнению топ-менеджеров, фондовый рынок отражает стоимость компаний?

- Осведомлены ли топ-менеджеры крупнейших компаний России о концепции управления на основе ожиданий?

В результате исследования были получены следующие результаты:

- 88% респондентов ответили, что в их компании принята долгосрочная стратегия развития на 5–7 лет вперед. И только 31% респондентов привлекали к разработке стратегии западных стратегических консультантов (рис. 1 и 2).

- Большинство респондентов четко понимают и соглашались с мыслью о том, что увеличение стоимости компании является генеральной целью ее корпоративной стратегии (рис. 3).

- Исследование показывает, что среди инструментов мониторинга и управления, которые используются для достижения цели максимизации стоимости, наиболее распространенными являются регулярные встречи топ-менеджеров, на которых обсуждается процесс стратегического развития. Их применяет 88% компаний. 71% компаний использует систему ключевых показателей. И только 38% компаний признают, что стратегия – это общераспространенный документ, подробности которой известны не только топ-менеджменту (рис. 4).

---

<sup>6</sup> Подробнее см.: Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Указ. соч.

- Исследование показало, как распределены методы стратегического анализа в крупнейших компаниях России. 56% респондентов указали, что знают SWOT-анализ, и 49% его используют. 49% знакомы с матрицей BCG, но используют менее половины из них. 42% знают модель пяти конкурентных сил Портера, но используют лишь 9%. Таким образом, SWOT-анализ является самым популярным инструментом стратегического анализа среди менеджеров крупнейших компаний России (рис. 5).

- 90% респондентов утверждает, что знают понятие «value-based management». При этом среди тех, кто не знает этого понятия, относительно больше тех, у кого увеличение стоимости не является генеральной целью корпоративной стратегии (рис. 6).

- Тем, кто указал, что знает понятие «управление стоимостью компании», было предложено описать этот термин в нескольких словах. Респонденты больше других ассоциируют его со следующими понятиями: «решение», «управление», «действие», «рост», «увеличение», «максимизация стоимости». Таким образом, следует отметить, что в первую очередь топ-менеджмент российских компаний ориентирован на принятие решений и инициирование действий, связанных с управлением стоимостью компании. И поэтому очень важно понять, каким образом можно управлять стоимостью на операционном уровне, какие действия нужно предпринимать, какие шаги совершать.

- 75% респондентов заявили, что в их компаниях рассчитывается показатель ROIC. И только 70% знают его значение за последний отчетный период. При отборе проектов для финансирования 81% респондентов ответил, что учитывает показатели ROIC и WACC. Однако у почти 15% из них при этом генеральной целью корпоративной стратегии не является увеличение стоимости компании. В то же время 15% респондентов заявили, что не учитывают эти показатели при отборе инвестиционных проектов. При этом среди них для более 66% увеличение стоимости компании является генеральной целью корпоративной стратегии компании. Таким образом, налицо диспропорция у некоторых российских компаний. Несмотря на декларацию 79% респондентов стратегических намерений по увеличению стоимости компании, почти 13% из них не используют базового принципа, с помощью которого достигается эта цель (рис. 7 и 8).

- 46% респондентов отвергает идею, что российский фондовый рынок эффективно отражает капитализацию компаний. Таким образом, чуть менее половины респондентов, говоря о стоимости компании, не имеет в виду капитализацию компании. Естественно, необходимо делать скидку на то, что большинство опрошенных

компаний не имеет листинга на бирже, однако в этом случае респондентам предлагалось ориентироваться на любую российскую компанию (рис. 9).

- Около 40% респондентов обсуждали концепцию управления на основе стоимости в деловой среде за последние шесть месяцев, что говорит об интересе к предмету не только внутри компаний, но и в деловой среде в принципе. В процессе общения деловой мир обменивается опытом в попытке выработать, а затем использовать лучшие практики в этой сфере. Кроме того, 70% респондентов заявили, что знают случаи, когда другие российские компании применяют концепцию управления на основе стоимости (рис. 10 и 11).

- 86% респондентов согласны с основной гипотезой исследования о том, что учет принципов концепции управления на основе стоимости в стратегии компании является необходимым условием внедрения концепции управления на основе стоимости (рис. 12).

- 57% респондентов знакомы с концепцией управления на основе ожиданий (*expectations-based management*). Это намного ниже, чем 90%-й уровень знания для концепции *value-based management*, но тем не менее это высокий результат для концепции, впервые появившейся в 2005 г.<sup>7</sup> (рис. 13).

Проведенное исследование позволяет яснее понять, как именно топ-менеджеры крупнейших российских компаний решают проблему максимизации стоимости. Исследование показало, что максимизация стоимости — основная цель деятельности большинства крупнейших компаний. При этом абсолютное большинство из них согласно с гипотезой о том, что стратегия играет основополагающую роль в максимизации стоимости компании. Однако далеко не все понимают, как именно нужно применять эти принципы. Слабо освоены основные методики и инструменты достижения этих целей, которые проработаны в западных странах. Это говорит о невысоком уровне общей компетенции менеджмента в вопросах управления стоимостью и стратегического планирования. В связи с этим для достижения декларируемых компаниями целей необходимо повышать общий уровень топ-менеджмента в этих вопросах с помощью перенимания успешного зарубежного опыта, получения консультаций, обучения.

---

<sup>7</sup> *Copeland T., Dolgoff A.* Outperform with expectations-based management: a state of the art approach to creating and enhancing shareholder value. N.Y., 2005.

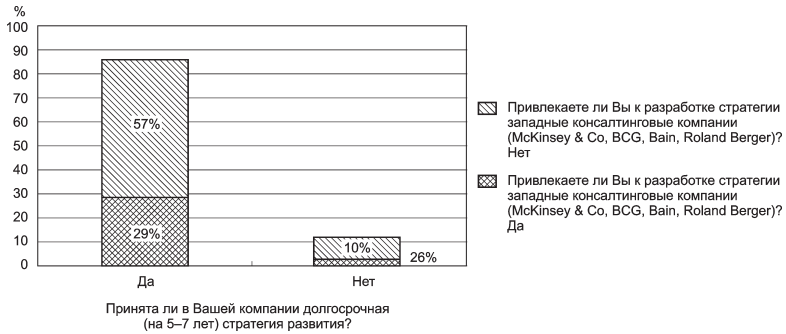


Рис. 1. Распределение компаний в зависимости от наличия долгосрочной стратегии и привлечения к ее разработке западных консультантов

Привлекаете ли Вы к разработке стратегии западные консалтинговые компании (McKinsey & Co, BCG, Bain, Roland Berger)?

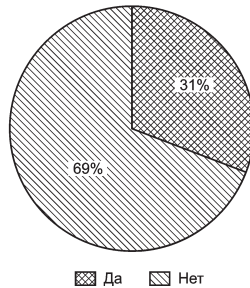


Рис. 2. Распределение компаний в зависимости от привлечения к разработке стратегий западных консалтинговых компаний

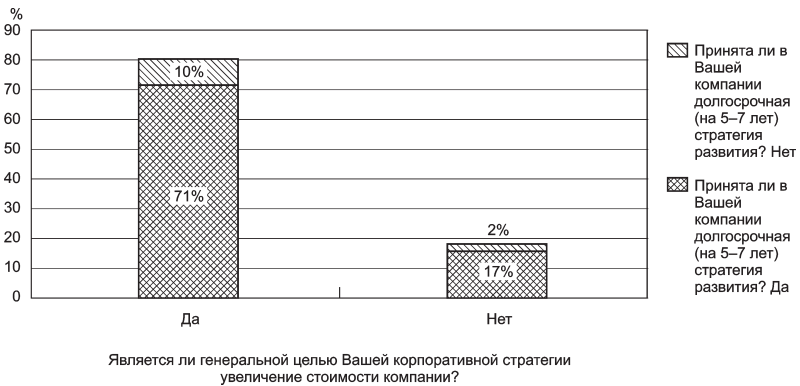


Рис. 3. Распределение компаний в зависимости от генеральной цели корпоративной стратегии

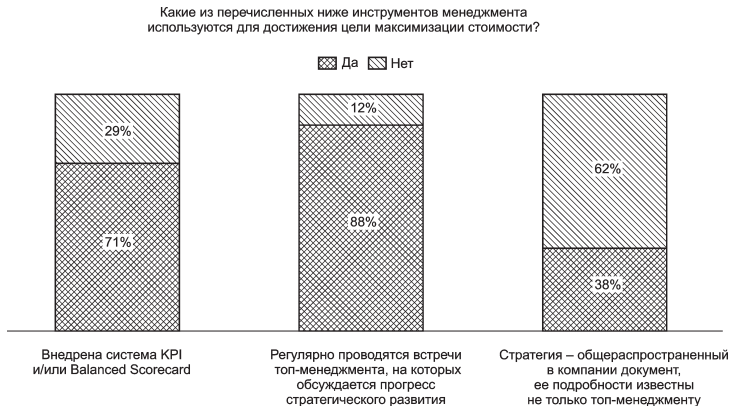


Рис. 4. Уровень использования некоторых инструментов менеджмента для целей максимизации стоимости

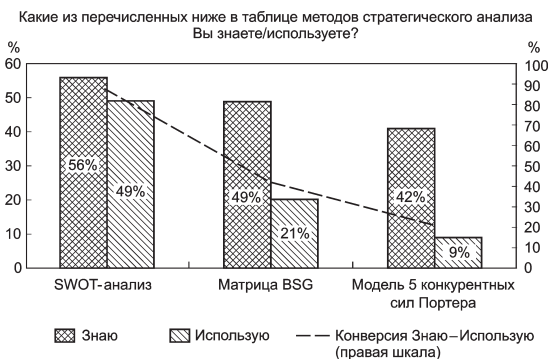


Рис. 5. Знание некоторых методов стратегического анализа среди респондентов и их использование

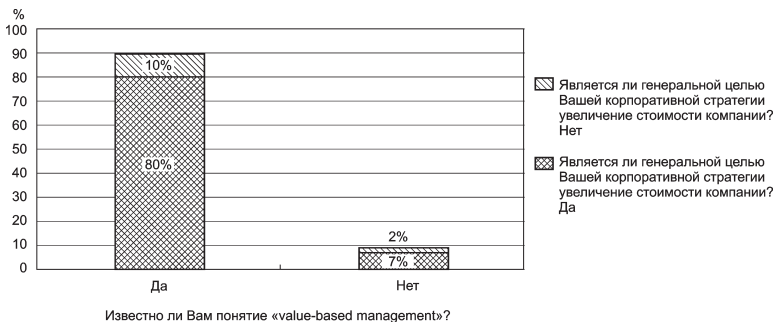


Рис. 6. Распределение респондентов в зависимости от знания понятия



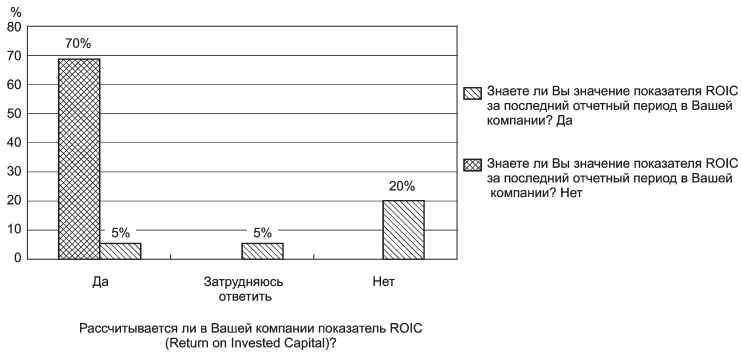


Рис. 7. Использование показателя ROIC респондентами

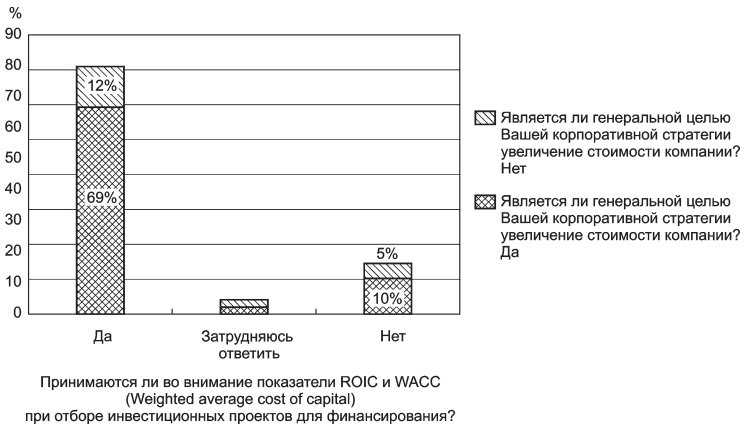


Рис. 8. Использование показателей ROIC и WACC при отборе инвестиционных проектов

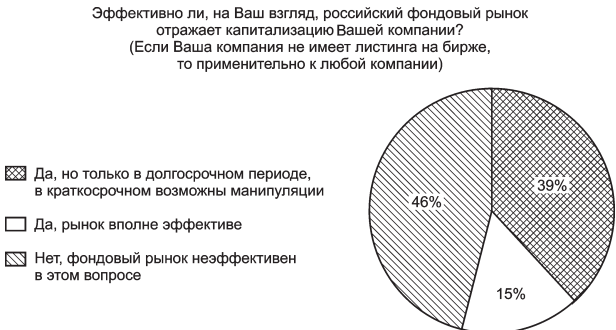


Рис. 9. Оценка уровня эффективности российского фондового рынка с точки зрения адекватности отражения капитализации компании

Обсуждали ли Вы за последние 6 месяцев концепцию управления на основе стоимости в деловой среде (вне Вашей компании)

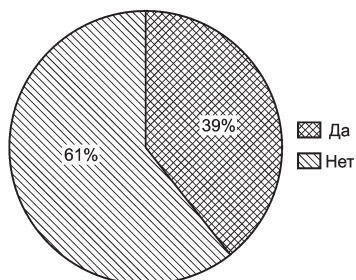


Рис. 10. Оценка уровня актуальности концепции управления на основе стоимости в деловой среде

Знаете ли Вы случаи, когда другие российские компании применяли бы концепцию управления на основе стоимости?

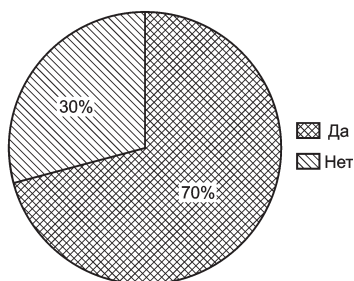


Рис. 11. Оценка уровня знания применения концепции управления на основе стоимости в других российских компаниях

Согласны ли Вы с той точкой зрения, что учет принципов концепции «управление на основе стоимости» в стратегии компании является необходимым условием ее внедрения?

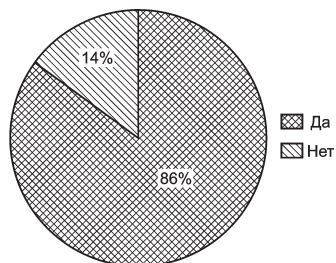


Рис. 12. Взаимосвязь между стратегией компании и концепцией «управление на основе стоимости»

Знакома ли Вам модель управления  
на основе ожиданий  
(expectations-based management)?

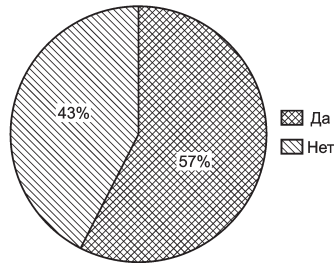


Рис. 13. Знание модели управления на основе ожиданий  
(expectations-based management)

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

*Александров Ю.М.* Идентификация стейкхолдеров для целей управления стоимостью компании // Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: Сб. статей участников Третьей Междунар. конф. молодых ученых / Под ред. Т.В. Тепловой. М., 2006.

*Волков Д.Л.* Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 2.

*Ибрагимов Р.Г.* Управление по стоимости как система менеджмента // Менеджмент в России и за рубежом. 2004. № 4.

*Ивашковская И.В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4.

*Ивашковская И.В.* Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М., 2009.

*Кокин А.С., Чельюк О.Р.* Разработка стратегии развития компании на базе концепции управления стоимостью // Финансы и кредит. 2007. № 11.

*Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний. Оценка & управление. М., 2008.

*Copeland T., Dolgoff A.* Outperform with expectations-based management: a state of the art approach to creating and enhancing shareholder value. N.Y., 2005.

*Rappaport A.* Creating shareholder value: the new standard for business performance. N.Y., 1986.