

КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний

Емельянов А.М.⁴⁰, Шакина Е.А.⁴¹

В настоящее время практически всеми финансовыми аналитиками и менеджерами признана концепция управления стоимостью (VBM), как наиболее правильная система целеполагания в компании, которая позволяет учесть интересы всех ключевых стейкхолдеров. При этом на практике распространено множество подходов к реализации процесса оценки и управления стоимостью компании. Задачей статьи является обзор и анализ ключевых этапов эволюции концепции VBM. Однако акцент анализа смещен в сторону выявления предпосылок возникновения каждого из подходов, а также выстраивания внутренней специфической логики используемых в каждом из подходов методов управления. Таким образом, особое внимание уделено концепции VBM на основе модели акционерной добавленной стоимости (SVA) А. Рапппорта, экономической добавленной стоимости (EVA) Стерна — Стюарда, экономической прибыли Коупленда — Колера — Муррина и добавленной денежной стоимости (CVA) немецкого исследователя Левиса.

Подход управления компанией на основе акционерной добавленной стоимости опирается на выделение ее ключевых факторов. Так, автор концепции утверждает, что в каждой из трех основных сфер деятельности — операционной, инвестиционной и финансовой — необходимо выделить показатели, которые в первую очередь обосновывают создаваемую компанией выгоду для акционеров, в том числе операционную рентабельность, инвестиции в основной и оборотный капитал, стоимость задействованного капитала и т.д. Ключевой особенностью модели экономической добавленной стоимости является наличие четкого инструмента трансформации учетных показателей деятельности компании, отраженной в ее бухгалтерской отчетности, в финансовых показателях. Авторы модели предлагают ряд корректировок, которые позволяют оценить величину и рентабельность инвестированного капитала, а также стоимость его финансирования. Параллельно с концепцией EVA появился схожий по содержанию, но получивший в дальнейшем иное развитие, подход Коупленда — Колера — Муррина по определению экономической прибыли. Данная модель в качестве основной цели преследует внедрение стоимостного мышления в компании, а также учет всех нематериальных активов в оценке ее стоимости. При этом концепция экономической прибыли в большей степени направлена на разработку эффективных управленческих инструментов реализации стратегии управления стоимостью в компании. Отличительной особенностью модели добавленной денежной стоимости является то, что она концентрируется на денежных потоках компании, учитывая при этом интересы всех ключевых стейкхолдеров.

Очевидно, что на описанных выше концепциях эволюция системы управления стоимостью компаний не остановилась. Более того, с течением времени — в связи с усложнением процессов функционирования финансового рынка и рынка корпоративного контроля — применение подходов к оценке и управлению стоимостью становится все

⁴⁰ Заведующий научно-учебной лабораторией инвестиционного анализа ПФ ГУ ВШЭ, канд.эконом.наук.

⁴¹ Научный сотрудник научно-учебной лаборатории инвестиционного анализа ПФ ГУ ВШЭ, канд. эконом. наук.

более актуальным. При этом можно отметить, что во всех, даже самых новых, публикациях аналитики ссылаются в своих обзорах и исследованиях лишь на описанные выше модели. Скорее всего, это связано с тем, что появившиеся позже концепции не внесли кардинальных изменения в разработанные подходы, но при этом уточнили и усовершенствовали узкие задачи их применения. Так, среди последних появились: подход FEVA, задачей которого является объединение финансовой и экономической моделей добавленной стоимости; подход RAVE, в основе которого лежит идея применения сущности показателя EVA к нефинансовым аспектам деятельности компании: управлению персоналом, работе с контрагентами и т.д. На сегодняшний день можно утверждать, что среди описанных выше общепризнанных концепций особое место занимают модель ключевых факторов стоимости, предложенная А. Раппапортом, и метод экономической добавленной стоимости (EVA) в подходе Стерна — Стюарда. Данные модели получили максимально широкое распространение как в практике финансовых аналитиков и менеджеров, так и в теории финансовой науки. При этом очевидно стремление заинтересованных в развитии концепций лиц к стандартизации и унификации применяемых методов, в связи с чем можно предполагать, что дальнейшее распространение моделей управления стоимостью будет связано с совершенствованием применения показателя EVA и связанной с ним методологии.

JEL: G30

Ключевые слова: концепция управления стоимостью компании, экономическая добавленная стоимость, концепция экономической прибыли, оценка стоимости, ключевые факторы стоимости.

Смена ориентиров в сфере оценки эффективности деятельности компании предполагает соответствующее изменение принципов управления, стоящих на обеспечении своевременного информирования инвесторов о долгосрочной рентабельности компании, создаваемой или разрушаемой ею стоимости. При этом информация, создаваемая в рамках бухгалтерских моделей, дает возможность оценивать в лучшем случае краткосрочные приоритеты деятельности. В настоящее время общепризнанной концепцией, ориентированной на актуализацию будущей стоимости компании в процессе принятия текущих операционных и стратегических решений, является ценностно-ориентированное управление (VBM)⁴². С момента признания ценностно-ориентированного управления, как наиболее правильной модели целеполагания, возникло множество подходов и методов оценки и управления стоимостью компаний. Для того чтобы понять предпосылки возникновения известных в настоящее время подходов, а также их внутреннюю логику, необходимо проследить основные этапы эволюции концепций управления стоимостью.

Прежде чем начинать описывать ключевые этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний, необходимо отметить, что они являются весьма специфичными. И в первую очередь данная специфика связана с тем, что классическое представление о процессе эволюции опирается на то, что более новые подходы являются более совершенными и актуальными, тогда как в рассматриваемом нами случае данное условие не всегда выполняется. Более того, в настоящее время ранние концепции управления стоимостью имеют большую сферу распространения по сравнению с новыми. Также необходимо отметить наличие так называемого теоретического этапа развития концепций управления стоимостью и возникновение как результата развития теории практического этапа. Так, впервые предпосылки развития теоретических подходов возникли в теории А.Маршала, И. Фишера, а также легли в основу моделей Модельяни — Миллера. Исследования

⁴² Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж.. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. / Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.

приведенных выше авторов были посвящены оценке стоимости компании через анализ создаваемого ею денежного потока и стоимости инвестированного в деятельность капитала; при этом инвестиционные решения компании с положительной чистой текущей стоимостью являются ключевым фактором роста стоимости компании и стоимости ее акций. Данный подход получил широкое распространение в теоретических подходах финансовой науки и практической деятельности оценщиков и аналитиков.

Однако большинство современных исследователей и аналитиков-практиков опираются в своей деятельности на более поздние работы, которые условно можно отнести к этапу практического развития концепций управления стоимостью.

Итак, начальный этап развития практических подходов к менеджменту, основанному на максимизации стоимости компании, связывают с появлением концепции Альфреда Раппапорта. Впервые автор опубликовал статью с основными положениями разработанной модели в середине 1980-х годов. Именно на данном этапе развития финансовых рынков в США и Западной Европе стал актуальным вопрос взаимосвязи фундаментальной стоимости корпораций и их рыночной капитализации, так как именно на соотношении этих категорий строились инвестиционные стратегии участников рынка. В связи с этим особенно полезной в данной ситуации могла стать модель оценки и анализа стоимости компаний, которая являлась бы универсальной для внешних и внутренних заинтересованных лиц. Попытку предложить такой подход осуществил упомянутый выше автор. В связи с тем, что в 1980-е годы наиболее актуальные вопросы развития рынков были так или иначе связаны с проблемами корпоративного контроля, концепция А. Раппапорта базировалась в первую очередь на интересах акционеров и в меньшей степени учитывала мнения других стейкхолдеров компаний. При этом ключевой идеей подхода являлась оценка эффективности инвестиционной и финансовой стратегии корпораций на основе ее способности создавать акционерную стоимость. Последняя выражалась через разницу между величиной текущей стоимости будущих денежных потоков и рыночной стоимостью долга компании. Подобная суть акционерной стоимости была известна ранее, однако впервые был предложен подход к оценке денежного потока компании на основе ключевых факторов стоимости: операционной марже или рентабельности деятельности компании, темпов роста, стоимости задействованного капитала, а также склонности к инвестированию в основной и оборотный капитал. А. Раппапорт вводит понятие добавленной акционерной стоимости SVA^{43} , которая определяется как разница между оценкой стоимости в случае внедрения анализируемой стратегии развития компании и базовой величиной стоимости, которая, в свою очередь, учитывает текущую рыночную оценку акций компании. Предложенная модель, безусловно, стала своеобразным прорывом в развитии теории управления стоимостью компании, так как систематизировала все основные достижения науки и практики в данном направлении, а также предоставила конкретный инструментарий оценки стоимости, доступный практически для всех аналитиков как внутри компании, так и за ее пределами. Для внутреннего анализа наиболее полезной стала созданная автором система взаимосвязанных факторов стоимости, выявленных практически во всех сферах деятельности компании: операционной, инвестиционной и финансовой. Данная система успешно применяется при разработке карты сбалансированных показателей, подходов к мотивации топ-менеджеров и управленцев среднего звена и т.д. Однако, несмотря на очевидные преимущества использования предложенной А. Раппапортом модели, она исходит из ряда предпосылок, которые затрудняют ее использование для получения в достаточной мере точных оценок стоимости. Так, вплоть до настоящего времени не разработаны эффективные методы оценки рентабельности операционной деятельности, темпов роста компании, определения времени доходности вложенного капитала, учета нематериальных активов. При этом очевидным является факт высокой чувствительности величины акционерной стоимости к изменению данных факторов. Тем не менее на

⁴³ Rappaport A. Corporate performance standards and shareholder value // Journal of Business Strategy. 1986.

сегодняшний день можно утверждать, что предложенный автором подход имеет самое широкое распространение в теории и практике финансового менеджмента.

В начале 1990-х годов финансовые аналитики и менеджмент компаний столкнулись с одной из важнейших проблем проведения оценок стоимости, связанной с тем, что единственной достоверной информацией, которой они располагают, является бухгалтерская отчетность компаний, которая должна быть трансформирована из учетных в финансовые показатели. Так, в данный период времени была опубликована модель Стерна — Стюарда, посвященная показателю экономической добавленной стоимости EVA⁴⁴.

Однако при этом EVA — далеко не новый подход. Бухгалтерский показатель эффективности деятельности компании — остаточный доход — был впервые упомянут еще А. Маршаллом в 1890 году и определялся как операционная прибыль, уменьшенная на величину платы за капитал. В этой концепции утверждается, что компания действительно получила экономическую прибыль только тогда, когда ее доходы достаточны для того, чтобы покрыть операционные издержки и стоимость капитала. Несмотря на возникновение теоретического обоснования данной категории еще в конце XIX века, до недавнего времени, понятие экономического дохода в большинстве случаев игнорировалось. В действительности понятие экономической прибыли вошло в практическую деятельность корпораций лишь с появлением четкого подхода к ее расчету.

Таким образом, EVA — это своеобразная вариация остаточного дохода с поправкой на способ расчета дохода и капитала. Названная издательством Fortune настоящим ключом создания стоимости и самым актуальным финансовым продуктом, сегодня EVA представляет интерес для исследователей во всем мире. EVA основана на типичных бухгалтерских категориях, таких как процентный долг, собственный капитал, чистая операционная прибыль. Главная идея EVA заключается в следующем: инвестор должен зарабатывать отдачу, которая бы компенсировала принятый им риск, отраженным в стоимости задействованного капитала. Иными словами, вложенный в компанию капитал должен зарабатывать, по крайней мере, ту же отдачу, которую зарабатывают инвестиции со схожим риском. Если этого не происходит, то нельзя говорить о реальной прибыли, компания фактически убыточна с точки зрения стратегических инвесторов. С другой стороны, если показатель EVA равен нулю, это должно быть расценено как своего рода достижение, поскольку акционеры заработали отдачу, покрывающую риск.

Концепция EVA разъясняет принцип максимизации абсолютной доходности и превышения ее над стоимостью капитала и показывает роль этого принципа в создании стоимости. Таким образом, на основе данной концепции принимаются более качественные инвестиционные решения по сравнению с теми, основу которых составляют, например, критерии ROI, EPS и т.д. Понимание EVA позволяет отслеживать качество принимаемых инвестиционных решений как на уровне корпорации, так и на уровне работников. Возможно, самое большое преимущество данного подхода заключается в том, что работники и менеджеры начинают думать, как акционеры. EVA поощряет долгосрочное мышление менеджеров и работников организации и подчеркивает, что для оценки инвестиций в долгосрочном периоде они должны получить по крайней мере такую отдачу, которая бы покрыла стоимость капитала. В другом случае инвесторам бы следовало найти другую альтернативу вложения денег. Этот подход подразумевает, что компания не должна всеми силами стремиться наращивать капитал сверх необходимых размеров, но должна понимать, что конечная цель ее деятельности — это создание стоимости путем увеличения положительного спреда, умноженного на инвестированный капитал. Данный подход делает новый акцент на минимизацию величины капитала, задействованного в операционном процессе. При этом актуальность именно такого подхода обосновывается тем, что компании, уже осознавшие необходимость снижения издержек, до сих пор уделяют мало внимания

⁴⁴ Stewart G. B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Harper Business. N. Y., 1991.

уменьшению излишков капитала.

Главной причиной роста популярности EVA стала политика дерегулирования рынка капитала. Сокращение контроля над капиталом, рост ликвидности рынка валюты и ценных бумаг, совершенствование информационных технологий и растущая важность институциональных инвесторов – все эти факторы сыграли в конце XX века свою роль в создании крупного пула инвестиционного капитала, который способен перемещаться с одного рынка на другой практически немедленно. Те компании, которые не были способны убедить инвесторов в своей возможности приносить соответствующую отдачу, не имели конкурентного преимущества в борьбе за глобальные капитальные ресурсы. EVA, вероятнее всего, является одним из самых важных инструментов, используемых менеджерами, которые вынуждены иметь дело со значительными изменениями, происходящими в корпоративной и финансовой среде, особенно в настоящее время.

Возвращаясь непосредственно к самой концепции Стерна — Стюарда, в основе которой лежит широко распространенный на сегодняшний день показатель EVA, необходимо отметить, что она базировалась в первую очередь на критике существовавших ранее систем управления корпоративными финансами, которые характеризовались отсутствием адекватных финансовых показателей, эффективных методов решения агентского конфликта, субъективизмом при составлении финансовых планов, низкой степенью взаимосвязи стратегии и тактики. В связи с этим ключевой идеей подхода является создание эффективной системы финансового менеджмента, главная цель которого — максимизация благосостояния акционеров. При этом предлагается инструментарий трансформации учетных показателей в финансовые EVA и MVA. Важным шагом на пути к пониманию логики EVA является рассмотрение концепции рыночной добавленной стоимости MVA. MVA представляет собой разницу между общей стоимостью компании и общей суммой задействованного капитала (включая собственный капитал и долг).

Таким образом, согласно логике создания стоимости, цель менеджеров компании состоит в максимизации показателя рыночной добавленной стоимости. При этом необходимо заметить, что целью является не максимизация стоимости компании, поскольку для выполнения данной цели достаточно просто увеличить объем инвестиций в капитал. Например, если компания увеличивает свой капитал на 20 млн долл. и инвестирует этот капитал в проекты, то она ожидает, что проекты заработают достаточно для покрытия стоимости капитала; при этом общая стоимость и общий капитал увеличатся на 20 млн долл. и MVA не изменится. MVA увеличится только в том случае, когда инвестированный капитал имеет норму доходности выше, чем стоимость капитала. Когда вновь привлеченный капитал инвестируется в создающие стоимость проекты (то есть те, которые имеют положительную чистую приведенную стоимость), MVA увеличивается. Когда вновь привлеченный капитал инвестируется в разрушающие стоимость проекты (то есть те, которые имеют отрицательную чистую приведенную стоимость), MVA уменьшается.

Таким образом, согласно концепции Стерна — Стюарда, MVA показывает, что сам по себе рост компании не способен создавать стоимость. Рост создает стоимость только тогда, когда стратегия роста ведет к превышению роста стоимости над ростом инвестированного капитала. Другими словами, чистая текущая стоимость стратегии должна быть положительной, иначе стоимость будет разрушаться. Данная дискуссия подтверждает самые важные уроки финансового менеджмента: менеджеры создают стоимость путем инвестирования в капитальные проекты с положительной чистой приведенной стоимостью. При этом авторы концепции показывают связь разработанного подхода с общеизвестными категориями финансовой науки и систематизируют существовавшие ранее методы оценки эффективности инвестиций.

Параллельно с концепцией Стерна — Стюарда появился схожий по содержанию, но получивший в дальнейшем иное развитие подход Коупленда — Коллера — Муррина⁴⁵.

⁴⁵ Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation: measuring and managing the value of companies / N. Y.: Wiley. 2000.

Предпосылкой возникновения концепции явилась необходимость внедрения менеджмента, ориентированного на стоимость и формирование стоимостного мышления у всех стейкхолдеров компании. В основе подхода лежит идея оценки и контроля экономической прибыли, при этом акцент смещен в сторону интерпретации показателя экономической прибыли, а не на его расчет. В концепции формирования стоимостного мышления в компании определяются ключевые факторы, которые влияют непосредственно на процесс создания стоимости, в том числе внедрение системы целеполагания и мотивации, системы ключевых показателей деятельности, адаптация организационной культуры предприятия и т.д. Также отличительной особенностью концепции Коупленда — Коллера — Муррина является расширенное представление о показателе «задействованный капитал». В то время как в подходе Стерна — Стюарда инвестированный капитал оценивается на основе внесения ряда корректировок в учетные величины капитала, концепция экономической прибыли предлагает оценивать в стоимостном выражении все элементы материальных и нематериальных активов, в том числе не отраженных в балансе компании. Таким образом, можно заключить, что в целом описанные выше концепции дополняют друг друга в части оценки величины экономической прибыли или добавленной стоимости; но концепция Коупленда — Коллера — Муррина определяет помимо прочего конкретные управленческие инструменты реализации стратегии компании, а также позволяет учитывать нематериальные активы, не отраженные в балансе, которые на современном этапе приобретают особое значение в деятельности компаний.

Несмотря на очевидное сходство концепции стоимостного мышления и концепции Стерна — Стюарда, последняя получила значительно более широкое распространение в практической деятельности финансовых аналитиков и менеджеров компаний. Данное обстоятельство объясняется в первую очередь тем, что практическая реализация методологии EVA обеспечивается конкретным механизмом трансформации финансовой отчетности компаний. При этом многие аналитики отмечают, что оценки экономической прибыли, полученные в рамках более гибкого с аналитической точки зрения подхода Коупленда — Коллера — Муррина, дают менее смещенные оценки эффективности инвестиций.

Дальнейшее развитие концепции управления стоимостью компаний было связано со снижением степени влияния уже осуществленных инвестиций на будущую эффективность стратегии развития, а также с учетом при анализе стратегий интересов всех стейкхолдеров компании. Данные факты часто рассматривали в рамках критики концепций Стерна — Стюарда и Коупленда — Коллера — Муррина. Так, в 1995 году была опубликована статья немецкого исследователя Левиса, в которой была изложена концепция добавленной денежной стоимости CVA. Основной идеей концепции является утверждение о том, что от повышения стоимости компании должны выигрывать не только акционеры, но и другие стейкхолдеры. При этом, в отличие от EVA, добавленная денежная стоимость, как мера оценки создания акционерной стоимости за определенный период, в большей степени полагается на денежные потоки, генерируемые операционной деятельностью компании, нежели на рентабельность прошлых инвестиций ROI. Таким образом, CVA обычно не подвержена тем недостаткам, связанным с применением бухгалтерского учета по методу начисления и свойственным в некоторой степени экономической добавленной стоимости EVA. Это связано с тем, что методологической основой добавленной денежной стоимости является показатель внутренней нормы доходности инвестиции CFROI, разработанный в консалтинговой группе HOLT Value Associates.

Концепция Левиса, в основе которой лежат показатели CVA и CFROI, отталкивалась от утверждения, что наилучшим детерминантом будущей цены акций является способность менеджеров компании обеспечивать высокую денежную доходность. По мнению авторов и пользователей CFROI, данный показатель более тесно связан с акционерной нормой доходности, так как в центре его внимания находятся текущие и будущие денежные

потоки.⁴⁶

Как предполагает термин CFROI, данный показатель представляет собой норму доходности. Отличительной особенностью денежных потоков на инвестиции является то, что они рассчитываются, как внутренняя норма доходности, уравнивающая реальные денежные потоки с валовыми денежными инвестициями.⁴⁷ Авторы концепции добавленной денежной стоимости утверждают: благодаря тому, что в основу расчета показателя положены прогнозируемые денежные потоки, генерируемые операционной деятельностью компании, он обеспечивает более точную оценку экономической нормы доходности бизнеса. Вследствие чего применение CFROI в рамках модели CVA позволяет охватить не только фактическое состояние, но и ожидания относительно будущего положения компании в процессе оценки качества ее работы, чего не предполагает показатель EVA.

Кроме того, исходя из представленного определения CFROI, следует отметить, что добавленная денежная стоимость концентрируется на реальных величинах – денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, и первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах, учитывая, таким образом, фактор инфляции. В рамках концепции CVA для определения качества работы компании производится сопоставление рассчитываемой на ежегодной основе CFROI со скорректированными на инфляцию затратами на капитал. Логика применения показателя CVA аналогична логике EVA: если денежные потоки на инвестиции превосходят требуемый инвесторами уровень доходности, задаваемый пороговым значением цены задействованного капитала, то это означает, что компания создает стоимость и повышает благосостояние своих акционеров, а также преследует интересы остальных стейкхолдеров.

Концепция Левиса, несомненно, представляет собой определенный шаг вперед на пути создания показателя, более точно оценивающего изменение акционерной стоимости относительно разработанной ранее модели EVA. В то же время показатель CVA обладает рядом существенных недостатков, о которых нельзя не упомянуть. Критика добавленной денежной стоимости связана в первую очередь со сложностью определения отдельных компонентов для оценки CFROI и CVA.

При этом суть критики CFROI заключается в том, что данный показатель по ряду причин является субъективным. Одной из таких причин является высокая сложность осуществления на практике требуемых для расчетов преобразований финансовой отчетности. В отличие от модели EVA, которая оставляет значительную степень свободы в выборе применяемых корректировок, использование показателя CFROI подразумевает реализацию комплексного набора преобразований. На практике задача корректировки стоимости активов с учетом накопившейся инфляции может стать неосуществимой, поскольку предполагает выполнение ряда трудновыполнимых манипуляций, таких как оценка среднего возраста активов и соответствующего инфляционного множителя, что повышает степень субъективизма получаемых значений.⁴⁸

Кроме того, определение CFROI предполагает, что период времени, обозначаемый как экономический срок службы амортизируемых активов, признается сроком жизни бизнеса в целом, по окончании которого он ликвидируется, что также является субъективной предпосылкой. Другим недостатком данного подхода является сложность идентификации будущих денежных потоков. В результате чего делается предположение, что активы компании будут генерировать текущий уровень операционных денежных потоков в течение всего экономического срока жизни активов, что может вести к значительным искажениям действительности. Более того, данная предпосылка приводит к тому, что фактически

⁴⁶ Best practice technique: Focus on CFROI analysis to boost your firm's growth in 2004 / Anonymous // IOMA's Report on Financial Analysis. Planning & Reporting. Nov 2003. 03. 11.

⁴⁷ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

⁴⁸ Weissenrieder F. VALUE BASED MANAGEMENT: Economic Value Added or Cash Value Added? // Gothenburg Studies in Financial Economics. 1997.

показатель CFROI рассчитывается по прошлым данным и мало связан с ожиданиями инвесторов.⁴⁹

Существенным недостатком концепции CVA является то, что CFROI – это норма доходности за весь экономический срок жизни активов, бизнеса, что предполагает оценку затрат на капитал за этот же период времени. Однако обычно известны только альтернативные издержки текущего периода. В результате в рамках модели CVA происходит сопоставление показателей, относящихся к разным временным промежуткам.

Также некоторые исследователи утверждают, что показатель добавленной денежной стоимости может быть несостоятелен в качестве меры оценки создания акционерной стоимости, ввиду того что, как и EVA, подвержен манипуляциям со стороны менеджеров. Кроме того, высокая сложность расчета CFROI делает его непонятным для операционных менеджеров, что затрудняет применение показателя CVA на всех уровнях компании. В результате на практике компании, внедрившие систему оценки эффективности работы компании на базе добавленной денежной стоимости, стараются ограничить ее применение только корпоративным уровнем или уровнем крупных стратегических подразделений и для принятия решений только относительно планирования и распределения ресурсов.⁵⁰

Очевидно, что на описанных выше концепциях эволюция системы управления стоимостью компаний не остановилась. Более того, с течением времени в связи с усложнением процессов функционирования финансового рынка и рынка корпоративного контроля применение подходов к оценке и управлению стоимостью становится все более актуальным. При этом можно отметить, что во всех, даже самых новых, публикациях аналитики ссылаются в своих обзорах и исследованиях лишь на описанные выше модели. Скорее всего, это связано с тем, что появившиеся позже концепции не внесли кардинальных изменения в разработанные подходы, но при этом уточнили и усовершенствовали узкие задачи их применения. Так, среди последних появились подход FEVA⁵¹, задачей которого является объединение финансовой и экономической моделей добавленной стоимости через выявление соответствующих финансовых и экономических драйверов; и подход RAVE⁵², в основе которого лежит идея применения сущности показателя EVA к нефинансовым аспектам деятельности компании: управлению персоналом, работе с контрагентами. На сегодняшний день можно утверждать, что среди описанных выше общепризнанных концепций особое место занимают модель ключевых факторов стоимости, предложенная

А. Раппапортом, и метод экономической добавленной стоимости (EVA) в подходе Стерна — Стюарда. Данные модели получили максимально широкое распространение как в практике финансовых аналитиков и менеджеров, так и в теории финансовой науки. При этом очевидно стремление заинтересованных в развитии концепций лиц к стандартизации и унификации применяемых методов, в связи с чем можно предполагать, что дальнейшее распространение моделей управления стоимостью будет связано с совершенствованием применения показателя EVA и связанной с ним методологии.

Список литературы

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

⁴⁹ Young S.D. Economic Value Added: A Primer for European Managers // European Management Journal. Vol. 15. No. 4. 1997.P. 335—343.

⁵⁰ Young S.D. EVA & Value-Based Management : A Practical Guide to Implementation. Blacklick, OH, USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 2000.

⁵¹ Xavier Adsera, Pere Vinolas/ FEVA: A Financial and Economic Approach to Valuation // Financial Analysts Journal. March/April. 2003. Vol. 59, No. 2.

⁵² Strack R., Villis U. RAVE: Indegrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital // European Management Journal. 2002. Vol. 20. No. 2. P. 147—158.

2. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: Вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. - № 4. - С. 113–132.
3. Shareholder Value Metrics (1996) / Boston Consulting Group. Shareholder Value Management Series. Booklet 2. 1996. P. 39– 41.
4. Girotra A., Yadav S.S. (2001), Economic Value Added (EVA): A New Flexible Tool for Measuring Corporate Performance / Global Journal of Flexible Systems Management. Jan-Mar. 2001.
5. Rappaport A. Corporate performance standards and shareholder value / Journal of Business Strategy. 1986.
6. Stern J., Stewart G. and Chew D. The EVA Financial Management System / Journal of Applied Corporate Finance. 1995. P 32-46.
7. Stewart, G. B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business, New York: 1991.
8. Tracey W., Worthington, A. The information content of EVA: A comparative analysis with earnings, cash flow and residual income / Journal of finance. 2000.
9. Yook K. Estimating EVA using Compustat PC Plus / Financial Practice and Education Fall-Winter.1999. P. 33–37.
10. Young S.D. Economic Value Added: A Primer for European Managers / European Management Journal. 1997. Vol. 15. No. 4. P. 335—343.
11. Young S.D. EVA & Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation / Blacklick, OH. USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 2000.
12. Adsera X., Vinolas P. FEVA: A Financial and Economic Approach to Valuation / Financial Analysts Journal. March/April 2003. Vol. 59. No. 2.
13. Strack R., Villis U. RAVE: Indegrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital / European Management Journal. 2002.Vol. 20. No. 2. P. 147—158.