

Євдокимов В. В.

д.е.н., професор, ректор,

Житомирський державний технологічний університет, Україна;

e-mail: rector@ztu.edu.ua; ORCID ID: 0000-0002-3577-081X

Валінкевич Н. В.

д.е.н., доцент, завідувач кафедри економіки та підприємництва

Житомирського державного технологічного університету, Україна;

e-mail: natali1573@ukr.net; ORCID ID: 0000-0001-8804-868X

Завалій Т. О.

аспірант кафедри економіки та підприємництва

Житомирського державного технологічного університету, Україна;

e-mail: ek_zto@ztu.edu.ua; ORCID ID: 0000-0002-6315-5646

ЕВОЛЮЦІЯ БАЗОВИХ КОНЦЕПЦІЙ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ

Анотація. Представлено історичні аспекти розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління. За допомогою онлайн-сервісу «Google Books Ngram Viewer» визначено, що першим роком згадки словосполучення «Value Based Management» слід вважати 1975 рік, натомість словосполучення «Value-Based Management» з 1984-го. Основні етапи розвитку концепції вартісно-орієнтованого управління визначені в такій послідовності: створення моделі «Shareholder Value Added» (SVA); створення моделей «Economic Value Added» (EVA), «Market Value Added» (MVA), «Cash Flow Return on Investment» (CFROI), «Cash Value Added» (CVA); адаптація консалтингових продуктів основних учасників ринку стратегічного консультування до нових ідей і посилення конкурентної боротьби за право управляти інвестиційною вартістю капіталу; поширення підходів вартісно-орієнтованого управління на діяльність фінансових аналітиків та їхню практику. Основний наголос зроблено на тому, що головну роль у виникненні концепції вартісно-орієнтованого управління відіграли провідні у світі консалтингові компанії, у практиці яких консалтинг у сфері управління вартістю компаній — один з основних напрямів діяльності. Виокремлено два основні підходи в еволюції досліджуваної концепції. Першим у ході становлення вартісно-орієнтованого управління слід вважати підхід, що дістав назву управління акціонерною вартістю» (Shareholder Value Management). Основним аргументом противників цього підходу стало твердження, що абсолютна концентрація на зростанні акціонерної вартості не вирішує таких нагальних питань, як проблеми зайнятості, навколишнього середовища, етики в бізнесі. Той факт, що вартість компанії формується не тільки завдяки акціонерам і їхнього капіталу, а й завдяки іншим стейкхолдерам сприяв появі другого підходу — управління стейкхолдерською вартістю (Stakeholder-Based Management), що має за мету гармонізувати інтереси різних груп стейкхолдерів.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, консалтингова компанія, управління акціонерною вартістю, управління стейкхолдерською вартістю.

Формул: 0; рис.: 2; табл.: 1; бібл.: 15.

Ievdokymov V. V.

Doctor of Economics, Professor,

Rector of Zhytomyr State Technological University, Ukraine;

e-mail: rector@ztu.edu.ua; ORCID ID: 0000-0002-3577-081X

Valinkevich N. V.

Doctor of Economics, Associate Professor,

Head of the Department of Economics and Entrepreneurship

Zhytomyr State Technological University, Ukraine;

e-mail: natali1573@ukr.net; ORCID ID: 0000-0001-8804-868X

Zavalii T. O.

*Post-graduate Student of the Department of Economics and Entrepreneurship
Zhytomyr State Technological University, Ukraine;
e-mail: ek_zto@ztu.edu.ua; ORCID ID: 0000-0002-6315-5646*

EVOLUTION OF BASIC VALUE-BASED MANAGEMENT CONCEPTS

Abstract. Historical aspects of the development of the concept Value-Based Management has been presented. It has been established with the help of the program The Google Ngram Viewer that the first mention of the term «Value-Based Management» was in 1984 and the first mention of the term «Value Based Management» was in 1975. The basic stages of the development of the concept Value-Based Management has been determined (creating the model Shareholder Value Added(SVA); creating models such as Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Cash Flow Return on Investment (CFROI), Cash Value Added (CVA); adaptation the consulting products of the main participants of strategic consulting to the new ideas and to the competition for the right to manage the investment capital; the spread of approaches of Value-Based Management to the activities of financial analysts and their practices, aimed at increasing the value of companies through the effective management of customer capital). The authors have argued that the main role in the emergence and development of the concept Value-Based Management has been played by the world's leading consulting companies such as «McKinsey & Co», «Boston Consulting Group», «Marakon Associates», «Alcar Group Inc.», «Stern Stewart & Co», «L.E.K. Consulting», «HOLT Value Associates». Value-based management consulting is one of the main activities of these companies. Two approaches in the evolution of the value-based management have been defined such as basic. The main argument of the this approach opponents was the statement that the absolute concentration on the growth of share value does not solve such urgent issues as problems of employment, the environment, ethics in business. The fact that the value of the company is formed not only thanks to shareholders and their capital, but also due to other stakeholders was facilitated by the second approach — Stakeholder-Based Management, which aims to harmonize the interests of different groups of stakeholders.

Keywords: value-based management, consulting company, shareholder-based management, stakeholder-based management.

GEL Classification: G32, M21

Formulas: 0; fig.: 2; tabl.: 1; bibl.: 15.

Евдокимов В. В.

*д.э.н., профессор, ректор,
Житомирский государственный технологический университет, Украина;
e-mail: rector@ztu.edu.ua; ORCID ID: 0000-0002-3577-081X*

Валинкевич Н. В.

*д.э.н., доцент, заведующая кафедрой экономики и предпринимательства
Житомирского государственного технологического университета, Украина;
e-mail: natali1573@ukr.net; ORCID ID: 0000-0001-8804-868X*

Завалий Т. А.

*аспирант кафедры экономики и предпринимательства
Житомирского государственного технологического университета, Украина;
e-mail: ek_zto@ztu.edu.ua; ORCID ID: 0000-0002-6315-5646*

ЭВОЛЮЦИЯ БАЗОВЫХ КОНЦЕПЦИЙ СТОИМОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО УПРАВЛЕНИЯ

Аннотация. Представлены исторические аспекты развития концепции стоимостно-ориентированного управления (первое упоминание терминов «Value-Based Management», «Value Based Management», предпосылки возникновения, основные этапы развития концепции). Основное ударение поставлено на том, что главную роль в возникновении концепции стоимостно-ориентированного управления сыграли ведущие в мире

консалтинговые компании. Выделены два основных подхода в эволюции исследуемой концепции, а именно управление акционерной стоимостью (Shareholder Value Management) и управление стейкхолдерской стоимостью (Stakeholder-Based Management).

Ключевые слова: стоимостно-ориентированное управление, консалтинговая компания, управление акционерной стоимостью, управление стейкхолдерской стоимостью.

Формул: 0; рис.: 2; табл.: 1; библи.: 15.

Вступ. На шляху до становлення власних ефективних економічних механізмів України необхідно пройти ще не один бар'єр, тому досвід провідних країн як на макроекономічному рівні, так і на рівні окремого підприємства, є незамінним матеріалом для того, щоб набути переваг, закріпити регулювання та оминати можливих кризових явищ. В умовах жорсткої конкуренції пошук та використання більш сучасних методів управління посилює конкурентні позиції підприємства. Концепція «Value-Based Management» (VBM) або концепція вартісно-орієнтованого управління, становлення якої відбувалося в 1980—1990-х роках завдяки практиці провідних світових консалтингових компаній, з'явилася в умовах необхідності розробки стратегії, яка б забезпечувала видимість корпоративних конкурентних потужностей, прозоро демонструвала результати відповідних заходів та надавала необхідну інформацію для прийняття ефективних рішень. Становлення даної концепції відбувалося переважно в США, тому дослідження історичних аспектів її розвитку дозволить проаналізувати хід подій та особливості становлення концепції VBM як сучасної практики управління.

Аналіз досліджень та постановка завдання. У витоків зародження концепції вартісно-орієнтованого управління стоять такі дослідники як Т. Коллер, П. В. Контес, Дж. М. Мак Таггарт, Д. Д. Мартін, М. М. Менкінс, Дж. В. Петті, А. Раппапорт, Б. Стюарт, Дж. Штернта інші. На пострадянських теренах відповідні питання досліджували такі вчені як Д. Л. Волков, О. О. Захаркін, І. В. Івашковська, М. В. Корягін, О. А. Лаговська, К. А. Мамонов, О. Г. Мендрул, О. Б. Мних, Т. В. Момот, В. А. Панков, А. І. Шигаєв, І. Й. Яремко та інші. Основним завданням нашого дослідження виступають розуміння передумов зародження і особливостей розвитку концепції VBM в зарубіжних країнах.

Результати дослідження. Історичний екскурс щодо виникнення терміну «Value-Based Management» (або «Value Based Management») представлено на рис. 1 за допомогою онлайн-сервісу «Google Books Ngram Viewer», що дозволяє визначити частоту використання слів або словосполучень на базі величезної кількості відсканованих друкованих джерел до 2008 року включно.

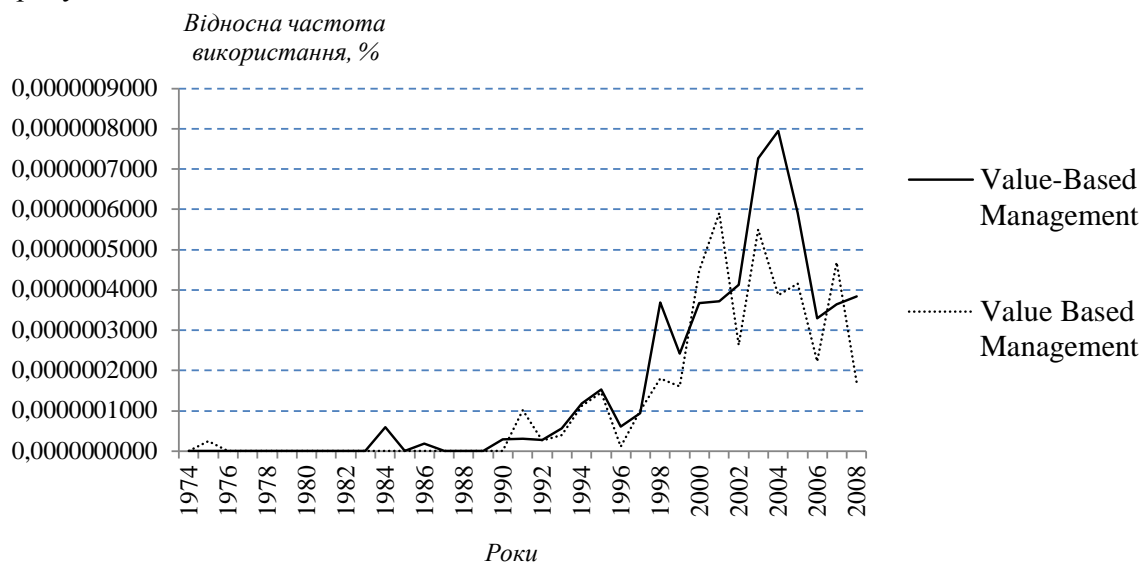


Рис. 1. Динаміка використання словосполучень «Value-Based Management» і «ValueBasedManagement» в англійських джерелах

Джерело: [1]

Першим роком згадки словосполучення «Value Based Management» слід вважати 1975 рік, натомість словосполучення «Value-Based Management» починає зустрічатися з 1984 року. Так, в 1984 році К.А. Мортон у своїй праці «Управління операціями в нових компаніях» вже використовував термін «Value-Based Management» як концепцію управління, яку розвинули «Marakon Associates» — консалтингова фірма з міжнародною репутацією [2, с. 42]. Зі свого боку Д. А. Пьєнта і Р. Ф. Оніл в 1989 році зазначали, що «Value-Based Management» — це концепція, що використовується в літературі стратегічного управління та спрямовується на створення вартості для акціонерів [3, с. 94]. Виникненню концепції VBM передували певні події, що спричинили необхідність кардинальних змін у сфері методів управління компаніями. Наприклад, Дж. Д. Мартін і Дж. В. Петті пов'язують дані перетворення з відродженням повноважень акціонерів і відповідною концентрацією зусиль на створенні акціонерної вартості [4, с. 12]. «Революцію акціонерів» автори демонструють за допомогою ринку корпоративного контролю Сполучених Штатів у 1980-ті роки, на якому відбувся бум придбань з використанням позикових коштів. Компанії, що займалися такою діяльністю, як, наприклад, «Kohlberg Kravis Roberts» (KKR), купували акції в необмеженій кількості, потім продавали частини корпорацій, звільняли співробітників, після чого за рахунок первинної публічної пропозиції створювали невеликі та низькоприбуткові (більш конкурентоздатні) компанії. Поглинання, що відбулися, виступили серйозним попередженням для генеральних директорів навіть найбільших компаній. Їм довелося замислитися щодо спрямування процесів управління в бік реалізації заходів, спрямованих на підвищення курсу акцій для уникнення перспективи ворожого поглинання. В результаті активізація ринку корпоративного контролю 1980-х років стала безпрецедентним фактором забезпечення дисципліни корпоративних менеджерів. Появі VBM необхідно завдячувати становленню і розвитку корпоративного управління американських компаній разом з усіма супровідними процесами: концепція підвищення добробуту акціонерів через створення доданої акціонерної вартості з'явилася як відповідь на швидке зростання ринку корпоративного контролю та неякісне корпоративне управління, пов'язане зі змінами менеджерів (їх команд).

На думку А. Грінспена, колишнього голови Федеральної резервної системи США, різні шахрайства в сфері бухгалтерського обліку зумовлюють той факт, що істотна частина корпоративної звітності будується на широких припущеннях і нерідко виступає об'єктом зловживань [5, с. 407-408]. І прийняття Закону Сарбейнса-Окслі стало відповіддю на обурення, що виникло після скандалів з компаніями «Enron» і «WorldCom». Одним з нововведень даного закону виступило те, що генеральний директор офіційно має підтверджувати достовірність відображення вартості компанії в корпоративній звітності. Тобто, наділення генерального директора законним правом обирати систему обліку і відповідальністю за отримані результати найкращим чином слугує інтересам акціонерів.

У період, що передує широкому застосуванню VBM-підходу, основна увага фінансових менеджерів була зосереджена на управлінні процесом формування операційного прибутку (ЕВІТ — Earnings Before Interest and Taxes) і мінімізації витрат на виробництво продукції. Для аналізу цього процесу застосовувалися показники, що розраховуються на основі бухгалтерської звітності — ROE, ROA, ROIC, ЕВІТ, ЕВІТДА. Важливість даних показників, зумовлюється тим, що вони демонструють здатність компанії отримувати прибуток, хоча і не відображають процес створення вартості для акціонерів, адже не враховують тенденції оцінки компанії фондовим ринком, орієнтуються на минулі звітні періоди, оминають вартість грошей в часі, можуть виступати об'єктами маніпулювання з боку бухгалтерів компанії, не зважають на вимоги інвесторів тощо. Тому перехід від традиційних облікових показників до модифікованих (наприклад, скориговані на інфляцію грошові притоки, чисті активи в оцінці за первісною вартістю тощо) мав за мету створити можливість для якісно іншого управління компаній, що б забезпечувало формування доданої вартості для акціонерів з урахуванням перспектив різних видів діяльності.

Важливу роль в становленні вартісно-орієнтованого управління відіграла практика консалтингових компаній, діяльність яких спрямовувалася на сприяння системам управління компаній в досягненні конкретних цілей. У витоків зародження даної концепції стоять провідні у світі консалтингові компанії, які розпочинали впроваджувати її в систему управління підприємств й на сьогодні розвивають та вдосконалюють вихідні положення вартісного підходу до управління.

Багатоманітність моделей і консалтингових підходів в рамках дослідження концепції VBM, на погляд С. В. Грібцова [6, с. 180—185], можна умовно поділити на етапи їх розвитку і становлення.

Перший етап пов'язується зі створенням і становленням такої консалтингової моделі як Shareholder Value Added (SVA), що перекладається як додана акціонерна вартість. Автор моделі А. Раппапортв якості аналітичного апарату використовує метод дисконтованих грошових потоків (DCF, Discounted Cash Flow) і розглядає зміни в інвестиційній вартості компанії на базі критичних точок рентабельності продажів (TSM, Threshold Margins), розрахованих з врахуванням бар'єрної доходності капіталу (HurdleRate) і індексу приросту вартості (ISHV, Index of Shareholder's Value). Як зазначають А.М. Ємельянов, Є.А. Шакіна [7, с. 82], в середині 1980-х рр. в США і Західній Європі набуло актуальності питання про взаємозв'язок фундаментальної вартості корпорацій і їх ринкової капіталізації, тому що саме на цьому співвідношенні будувалися інвестиційні стратегії учасників ринку. І запропонована А. Раппапортом модель стала першою спробою вирішення цього завдання, хоча в першу чергу була спрямована на інтереси акціонерів, адже базувалася на оцінці ефективності інвестиційної і фінансової стратегії корпорацій на основі її здатності створювати акціонерну вартість.

До *другого етапу* відносять створення моделей EVA (Economic Value Added, Додана економічна вартість) і MVA (Market Value Added, Додана ринкова вартість), розроблених компанією «Stern Stewart & Co», моделі CFROI (Cash Flow Return on Investment, Доходність інвестицій на основі грошового потоку), розроблену «HOLT Value Associates», моделі CVA (Cash Value Added, Додана грошова вартість), створену «Boston Consulting Group».

Третій етап пов'язується з адаптацією консалтингових продуктів основних учасників ринку стратегічного консультування до нових ідей та з посиленням конкурентної боротьби за право управляти інвестиційною вартістю капіталу. Цей період характеризувався розширенням галузевого розповсюдження концепції вартісно-орієнтованого управління та її інтеграцією зі стратегічним консалтингом, спрямованим на створення та впровадження систем аналізу та оцінки діяльності, що комбінують фінансові, нефінансові показники в системи ключових індикаторів діяльності (Key Performance Indicators, KPI).

Четвертий етап розвитку пов'язується з поширенням підходів вартісно-орієнтованого управління на діяльність фінансових аналітиків та їх практику, що спрямовувалася на збільшення вартості компаній через ефективне управління капіталом клієнтів.

В табл. 1 наведені консалтингові компанії, що відіграли значну роль у становленні досліджуваної концепції з зазначенням їх основного напрямку консультування.

Аналіз особливостей основних послуг провідних консалтингових компаній підтверджує, що консалтинг у сфері управління вартістю компаній — один з основних напрямів діяльності цих компаній. Умовно всі показники, що використовують консалтингові компанії в рамках концепції VBM, можна поділити на ті, що базуються на бухгалтерських показниках (EVA, MVA) та на ті, що базуються на грошових потоках компанії (CFROI, SVA, CVA). Можлива ситуація, коли в розрахунках використовуються обидва види показників. Кожна з консалтингових компаній намагається розробити власний підхід для того, щоб запропонувати на відповідному ринку свій унікальний продукт. Порівняння консалтингових компаній показує, що існують як схожі риси, так і відмінності як щодо використовуваних показників, рівнів їх застосування (корпоративний, рівень бізнес-одиноці тощо), моделей розрахунку, так і щодо базисів для створення вартості (стратегія, показники, структура).

Таблиця 1

Характеристика провідних консалтингових компаній, що відіграли важливу роль в становленні концепції VBM

Компанія, рік і місце заснування	Засновники	Основний напрям консультування
1	2	3
«McKinsey & Co» (1926, Чикаго)	Дж.О. МакКінсі, Е.Т. Кінрі	Управлінський консалтинг (розробка стратегій, підвищення ефективності діяльності, оптимізація організаційної структури тощо)
«Boston Consulting Group» (BCG) (1963, Бостон)	Б. Гендерсон	Управлінський консалтинг з питань розробки, впровадження та підтримки найкращої стратегії для довгострокового створення вартості (управління портфелем, управління вартістю, злиття та поглинання, інтеграція після злиття)
«Marakon Associates» (1978, Сан-Франциско)	Дж. МакГаггарт, Дж. МакГрат, П. Контес, В. Албертс	Управлінський консалтинг (визначення бізнес-портфелів, створення і розвиток стратегії, створення управлінських можливостей). Запровадили комплексний інструмент «чотири в одному» (four-in-one), а саме організацію, аналіз, управління і стратегію віддачі акціонерної вартості. Наразі придбана «CRA International» (з 09.06.2009 року)
«Alcar Group Inc.» (1979, Скокі, передмістя Чикаго)	А. Рапппорт, К.М. Нобл	Консалтинг в області управління і програмного забезпечення (підхід VBM, побудований на дисконтованих грошових потоках (DCF), модель акціонерної доданої вартості (SVA)). Наразі інтегрована в «L.E.K. Consulting»
«Stern Stewart & Co» (1982, Нью-Йорк)	Дж. Штерн Б. Стюарт	Стратегічний консалтинг щодо питань створення і реалізації стратегій, вирішення завдань в сфері корпоративних фінансів та управління ефективністю компаній
«L.E.K. Consulting» (1983, Лондон)	Дж. Лоуренс, А. Еванс, Р. Кох	Управлінський консалтинг (бізнес стратегія, управління акціонерною вартістю, злиття та поглинання, операції та організація, маркетинг і продажі, активація стратегії, розширена аналітика)
«HOLT Value Associates» (1985, Чикаго)	Б. Хендрікс, Е. Олсен, М. Липсон, Р. Томас	Управлінський консалтинг (допомога щодо підвищення корпоративної ефективності, генерація нових і значущих інвестиційних ідей, оцінка портфелю компанії, визначення сфери надмірного ризику). У 2002 році «HOLT» викуплений «CSFB», що в 2006 році став «Credit Suisse»
«Price-waterhouse-Coopers» (PwC) (1998, Лондон)	С.Л. Прайс, Е. Вотерхаус, В.Х. Холіленд (PriceWaterhouse, 1849), В. Купер (Coopers&Lybrand, 1854)	Консультаційні, аудиторські, юридичні та інші послуги (підвищення ефективності бізнесу, вихід на міжнародні ринки капіталу, корпоративне навчання, супровід угод, розслідування економічних злочинів)

За словами Т. Коупленда та А. Долгоффа, останні декілька десятиліть практично кожна консалтингова фірма надає високооплачувані рекомендації з приводу того, як створити вартість для акціонерів. В компанії «Stern Stewart» можна почути про EVA, в «HOLT» (яка зараз належить «Credit Suisse Boston», а раніше входила в склад «Boston Consulting Group») — про CFROI, тоді як «Marakon», «McKinsey», «Booz Allen» і «Bain» проповідують більш традиційні системи показників ефективності. Кожний консультант з питань бізнесу вважає, що його підхід найефективніший. Деякі з представників консалтингових компаній видали книги, що популяризують їх погляди [8, с. 46]. Наразі міжнародні консалтингові компанії працюють і на вітчизняному ринку («Mc Kinsey», «BCG», «Pw C», «Deloitte», «EY» (Ernst & Young), «KPMG» та інші), що уможливує

практику вартісно-орієнтованого управління для українських компаній з боку досвідчених консультантів.

Концепція VBM в ході свого становлення і розвитку постійно оновлювалася та доповнювалася різними моделями. Але в узагальненому погляді в рамках досліджуваної концепції виокремлюють два основні підходи — управління акціонерною вартістю (Shareholder Value Management) і управління стейкхолдерською вартістю (Stakeholder Value Management) (рис. 2).

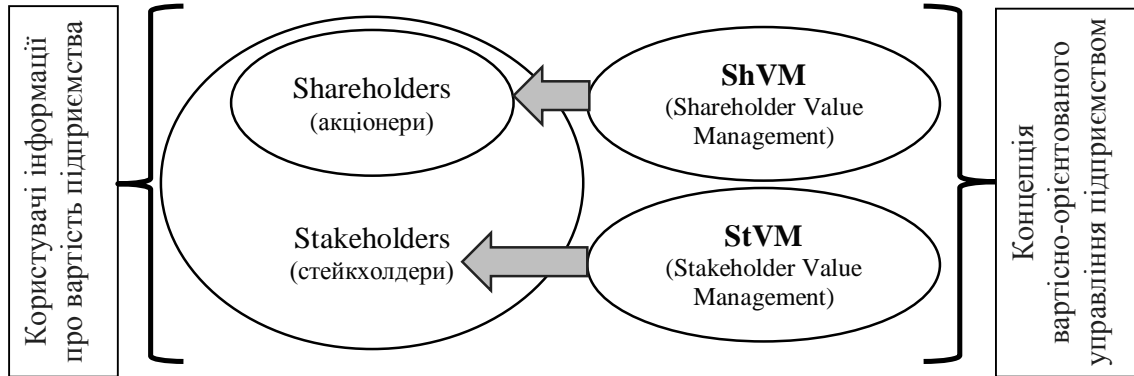


Рис. 2. Основні підходи до вартісно-орієнтованого управління

I. Управління акціонерною вартістю. Розвитку концепції максимізації акціонерної вартості, на думку відомого вченого-економіста П. Козловскі, сприяли три основні чинники, а саме:

- глобалізація і значне підвищення конкуренції щодо капіталу;
- посилення контролю в самих компаніях та зростання кількості поглинань, що впливало на рішення менеджменту щодо створення акціонерної вартості;
- підсилення тиску з боку акціонерів на менеджмент, орієнтований на досягнення вищого рівня конкурентоспроможності [9].

Першопрохідцем теоретичних основ підходу управління акціонерною вартістю (як і концепції VBMв цілому) вважають А. Раппапорта, праця якого «Створення акціонерної вартості: новий стандарт для ефективності бізнесу» («Creating Shareholder Value : The New Standart For Business Performance») побачила світ в 1986 році та розвинула ідею максимізації акціонерної вартості як «глобального стандарту» оцінки бізнесу.

В рамках даного підходу центральним показником оцінки ефективності компанії виступила додана акціонерна вартість (SVA), що є капіталізованою зміною поточної вартості операційного грошового потоку, скориговану на поточну вартість інвестицій в необоротний та оборотний капітал, що викликав дану зміну. Даний показник використовують для оцінки вартості компанії, для оцінки ефективності інвестиційних проектів, для оцінки стратегій (розрахунок очікуваного ефекту від запровадження нової стратегії), для визначення винагород для менеджерів шляхом прив'язки їх винагород до конкретних результатів реалізації відповідної стратегії. Недоліками показника SVA є трудомісткість розрахунків і труднощі, пов'язані з виділенням грошових потоків в компанії.

Оцінка акціонерної вартості (Shareholder Value, SV), за словами А. Раппапорта, це економічна вартість власного капіталу компанії, що базується на прогнозних даних. Під оцінкою доданої акціонерної вартості розуміється сумарна вартість, створена відповідно прогнозного сценарію. Якщо акціонерна вартість характеризує абсолютну економічну вартість, що впливає з прогнозного сценарію, то SVA розглядає зміну вартості протягом прогнозного періоду. Автор зазначає, що створення вартості відбувається внаслідок перевищення ставок корпоративних інвестицій над ставкою витрат на капітал, необхідною на ринку капіталу [10, с. 49].

Управління акціонерною вартістю — це підхід до управління підприємством, що вимагає зміни в способі прийняття рішень на відміну від того, як вони зазвичай

приймаються. Саме тому він був визначений як запрограмована ініціатива змін, не тому, що це спосіб управління змінами, а скоріше тому, що це спосіб керування бізнесом, що призводить до змін. Цей підхід базується на тій підставі, що всі дії в рамках компанії повинні бути зроблені на основі бажання максимізувати акціонерну цінність. Таким чином, це вимагає застосування відповідних заходів оцінки, щоб забезпечити перспективу росту акціонерної вартості для всіх ключових внутрішніх систем планування та контролю процесів стратегічного прийняття рішень, розподілу ресурсів, вимірювання та контролю ефективності, а також компенсації менеджерам [11, с. 27].

Всі відносини з іншими заінтересованими групами (клієнтами, кредиторами тощо) відповідно до цієї моделі регулюються законами і не повинні бути включеними в сферу корпоративного управління. Акціонери — єдина заінтересована група, що несе ризик; а саме той ризик, що менеджери зловживають своїм посадовим положенням у власних інтересах, приймаючи рішення, які не збільшують біржовий курс [12, с. 46—47].

Концепція управління акціонерною вартістю, спрямована на задоволення інтересів акціонерів через максимізацію їх збагачення, має як прихильників, так і противників. Основним аргументом противників даного підходу стало твердження, що абсолютна концентрація на зростанні акціонерної вартості не вирішує таких нагальних питань як проблеми зайнятості, навколишнього середовища, етики в бізнесі тощо. Той факт, що вартість компанії формується не тільки завдяки акціонерам і їх капіталу, але й завдяки іншим стейкхолдерам сприяв появі необхідності в тому, щоб концепція VBM орієнтувалась не тільки на максимізацію акціонерної вартості, але й враховувала інтереси інших груп стейкхолдерів.

II. Управління стейкхолдерською вартістю або вартісно-орієнтоване управління на основі взаємодії зі стейкхолдерами. Даний підхід до управління вартістю компанії не тільки прагне створити вартість для компанії, але й врахувати при цьому інтереси всіх груп стейкхолдерів. Тому виникає необхідність досліджувати та збалансовувати інтереси різних груп стейкхолдерів, перед якими компанія має етичну відповідальність.

Побудовані певним чином взаємовідносини зі стейкхолдерами, за словами Н.П. Козлової, можна розглядати як джерело конкурентних переваг компанії. Очікування стейкхолдерів постійно змінюються, тому завдання щодо побудови відносин з ними постійно ускладнюються [13, с. 45].

Створення системи відносин зі стейкхолдерами передбачає їх ідентифікацію, групування за певними ознаками (наприклад, за важливістю або пріоритетністю), створення «мапи» стейкхолдерів, налагодження комунікаційних зав'язків зі стейкхолдерами та моніторинг за ефективністю цих відносин.

Ідентифікація стейкхолдерів і кола їх інтересів для менеджерів компанії в ході реалізації вартісного підходу до управління є першочерговим завданням, тому дуже важливим є їх класифікація за різними ознаками (за відношенням до компанії, за аспектом фінансування компанії, за характером відносин, за ступенем впливу на компанію, за типом впливу тощо).

Ідентифікація стейкхолдерів як процес їх вибору і систематизації пов'язана з певними труднощами (наприклад, з тим, що динамічність умов введення бізнесу зумовлює швидкість змін як інтересів стейкхолдерів, так і складу їх груп), тому питання вибору основних класифікаційних ознак відіграє вирішальну роль в процесах подальшої обробки інформації щодо стейкхолдерів компанії.

Концепція управління вартістю фірми на основі взаємодії зі стейкхолдерами базується на таких положеннях:

- 1) Взаємовідносини зі стейкхолдерами безпосередньо впливають на вартість компанії, що потребує побудови системи управління з усіма стейкхолдерами компанії;
- 2) Ігнорування інтересів стейкхолдерів в стратегічних інвестиційних рішеннях, до яких відносяться угоди злиття і поглинання веде до того, що вартість компанії може бути під загрозою;

3) Корпоративна соціальна відповідальність бізнесу виступає інструментом, що сигналізує інвесторам про те, як менеджмент управляє стейкхолдерським ризиком [14, с. 8].

Так, Е. Емілс, В. Брючмен, Г. Шейперс наголошують на тому, що якщо процес вартісно-орієнтованого управління поєднано з «соціально відповідальною поведінкою бізнесу», то він не буде суперечити стейкхолдерському підходу [15, с. 11]. Підхід управління акціонерною вартістю виявився обмеженим з огляду на відкритість ринкового середовища та динамічність змін в ньому. Тому поява такого підходу до управління вартістю, що має за мету не тільки її створення, але й прагнення до балансу інтересів різних груп стейкхолдерів, фактично усунула недоліки «раппапортовського» підходу.

Розвиток концепції вартісно-орієнтованого управління продовжується і наразі, адже практика консалтингових компаній пропонує нові моделі, інструменти, підходи в рамках реалізації вартісного підходу до управління, а можливість кооперації з іншими концепціями («Stakeholder Theory», «Corporate Sustainability») розглядається як вирішальний фактор в процесі вибору основної концепції управлінської практики в компаніях.

Висновки. Важливість розуміння передумов зародження і особливостей розвитку концепції VBM в зарубіжних країнах пояснюється необхідністю не просто залучати такі управлінські практики, а саме реалізовувати їх з максимальною ефективністю в реаліях української економіки. Термін «Value-Based Management» почав використовуватися в англійських джерелах з 1984 року (а бездефісне написання — «Value Based Management» — ще з 1975 року). Зародженню концепції VBM передували конкретні події, що спричинили необхідність кардинальних змін в управлінні компаніями. Беззаперечно важливу роль в становленні концепції VBM відіграли провідні в світі консалтингові компанії («Mc Kinsey & Co», «Boston Consulting Group» (BCG), «Marakon Associates», «Alcar Group Inc.», «Stern Stewart & Co», «L.E.K. Consulting», «HOLT Value Associates», «Pricewaterhouse Coopers»), які власною практикою забезпечили розвиток вартісного підходу до управління. Розвиток концепції відбувався завдяки впровадженню різних моделей її реалізації (EVA, SVA, MVA, CFROI тощо). Концепція VBM еволюціонувала від управління акціонерною вартістю (Shareholder Value Management) до управління стейкхолдерською вартістю (Stakeholder Value Management) і продовжує розвиватися за допомогою кооперації з іншими концепціями, що виникають у відповідь на виклики сьогодення.

Література

1. Google Books Ngram Viewer : онлайн-сервіс (1974—2008) [Electronic resource]. — Available at: https://books.google.com/ngrams/graph?content=Value+Based+Management%2CValue+Based+Management&year_start=1974&year_end=2008&corpus=15&smoothing=0&share=&direct_url=t1%3B%2CValue%20Based%20Management%3B%2C0%3B.t1%3B%2CValue%20%20Based%20Management%3B%2C0 (дата звернення 25.10.2017).
2. Morton A. C. *Managing Operations in Emerging Companies* / A. C. Morton. — 1st edition. — Addison-Wesley Pub, 1984. — 169 p.
3. Pienta D. A. Value-Based Management : Can It Be Quantified? [Electronic resource] / D. A. Pienta, R. F. O'Neil // *International Journal of Value-Based Management*. — 1989. — Vol. 2. — Is. 1. — P. 93—102. — Available at : <https://doi.org/10.1007/BF01714973> (дата звернення 27.10.2017).
4. Мартин Д. Д. VBM — управление, основанное на стоимости: корпоративный ответ революции акционеров / Д. Д. Мартин, Дж. В. Петти ; пер. с англ. под ред. О. Б. Максимовой, И. Ю. Шараповой. — Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2006. — 272 с.
5. Гринспен А. Эпоха потрясений: проблемы и перспективы мировой финансовой системы : пер. с англ. / А. Гринспен. — 3-е изд. — Москва : Сколково, 2010. — 520 с.
6. Грибцов С. В. Повышение эффективности организационных изменений на промышленном предприятии : дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : [спец.] 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» / С. В. Грибцов ; Саратов. гос. соц.-экон. ун-т. — Саратов, 2009. — 218 с.
7. Емельянов А. М. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью компаний / А. М. Емельянов, Е. А. Шакина // *Корпоративные финансы*. — 2008. — № 4 (8). — С. 79—87.
8. Коупленд Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Т. Коупленд, А. Долгофф ; пер. с англ. Э. В. Кондуковой. — Москва : Эксмо, 2009. — 382 с.
9. Koslowski P. Shareholder Value und der Zweck des Unternehmens / P. Koslowski // *Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolges*. — Heidelberg : Physica Verlag, 1999. — P. 1—32.
10. Rappaport A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* / A. Rappaport. — 2nd ed. — New York : The Free Press, 1998. — 205 p.
11. Growther D. *Organisational Theory* / D. Growther, M. Green // *Chartered Institute of Personnel and Development, CIPD House, Camp Road*. — London, 2004.

12. Witt P. Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze / P. Witt // *Corporate Governance : Herausforderungen und Lösungsansätze*. — Heidelberg : Physica-Verl, 2002. — P. 41—72.

13. Козлова Н. П. Особенности формирования деловой репутации современной компании : монография / Н. П. Козлова. — Москва : Дашков и К°, 2014. — 375 с.

14. Вашакмадзе Т. Т. Управление стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения на основе взаимодействия со стейкхолдерами : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : [спец.] 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством (менеджмент)» / Т. Т. Вашакмадзе ; Рос. акад. нар. хоз-ва и гос. службы при Президенте РФ. — Москва, 2013. — 25 с.

15. Ameels A. Value-Based Management Control Processes to Create Value through Integration a Literature Review [Electronic resource] / A. Ameels, W. Bruggeman, G. Scheipers ; Vlerick Leuven Gent management school. — Vlerick, 2002. — Available at : <https://public.vlerick.com/Publications/7478d569-69a9-e011-8a89-005056a635ed.pdf> (дата звернения 30.10.2017).

Статья рекомендована до друку 10.09.2018

© Евдокимов В. В., Валінкевич Н. В.,
Завалий Т. О.

References

1. Google Books Ngram Viewer [online] (1974—2008). Retrieved from [https://books.google.com/ngrams/graph?content=Value+Based+Management%2CValue-Based+Management&year_start=1974&year_end=2008&corpus=15&smoothing=0&share=&direct_url=t1%3B%2CValue%20Based%20Management%3B%2Cc0%3B.t1%3B%2CValue%20%20Based%20Management%3B%2Cc0](https://books.google.com/ngrams/graph?content=Value+Based+Management%2CValue-Based+Management&year_start=1974&year_end=2008&corpus=15&smoothing=0&share=&direct_url=t1%3B%2CValue%20Based%20Management%3B%2C0%3B.t1%3B%2CValue%20%20Based%20Management%3B%2Cc0).
2. Morton, A. C. (1984). *Managing Operations in Emerging Companies*. The 1st edition. Addison-Wesley Pub.
3. Pienta, D. A. & O'Neil, R. F. (1989). Value-Based Management : Can It Be Quantified? *International Journal of Value-Based Management*, 2(1), 93—102. [online]. Retrieved from <https://doi.org/10.1007/BF01714973>.
4. Martin, D. D. & Petty, J. W. (2006). *VBM — управление, основанное на стоимости: корпоративный ответ революции акционеров [VBM — Management Based on Value: A Corporate Response to the Shareholders' Revolution]*. Dnepropetrovsk [in Russian].
5. Greenspan, A. (2010). *Epokha potryaseniy: Problemy i perspektivy mirovoy finansovoy sistemy [The Age of Shocks: Problems and Perspectives of the World Financial System]*. 3rd edition. Moscow [in Russian].
6. Grybcov, S. V. (2009). Povyshenie effektivnosti organizatsionnykh izmeneniy na promyshlennom predpriyatii [Improvement of organizational changes in the industrial enterprise]. *Candidate's thesis*. Saratov [in Russian].
7. Emelyanov, A. M. & Shakina, E. A. (2008). Osnovnye etapy evolyutsii kontseptsii upravleniya stoimost'yu kompaniy [The main stages in the evolution of the concept of Value-Based Management]. *Korporativnye finansy — Corporate Finance*, 4 (8), 79—87 [in Russian].
8. Kouplend, T. (2009). *Expectations-Based Management. Kak dostich' prevoskhodstva v upravlenii stoimost'yu kompanii [Expectations-Based Management. How to achieve excellence in managing the company's value]*. (Eh. V. Kondukovoj, Trans). Moskva: Ehksmo [in Russian].
9. Koslowski, P. (1999). Shareholder Value und der Zweck des Unternehmens. Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolges. *Heidelberg: Physica Verlag*, 1—32 [in Deutch].
10. Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. 2nd ed. The Free Press.
11. Growther, D. & Green, M. (2004). *Organisational Theory*. Chartered Institute of Personnel and Development. London.
12. Witt, P. (2002). Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze. *Corporate Governance: Herausforderungen und Lösungsansätze*. Heidelberg: Physica-Verl.
13. Kozlova, N. P. (2014). *Osobennosti formirovaniya delovoy reputatsii sovremennoy kompanii [Features of forming a business reputation of a modern company]*. Moscow [in Russian].
14. Vashakmadze, T. T. (2013). Upravlenie stoimost'yu firmy v protsesse sliyaniya i pogloshcheniya na osnove vzaimodeystviya so steykholderami [Management of firm value in the process of merger and acquisition based on interaction with stakeholders]. *Extended abstract of candidate's thesis*. Moscow [in Russian].
15. Ameels, A., Bruggeman, W. & Scheipers, G. (2002). *Value-Based Management Control Processes to Create Value through Integration a Literature Review*. Vlerick. Retrieved from <https://public.vlerick.com/Publications/7478d569-69a9-e011-8a89-005056a635ed.pdf>.

The article is recommended for printing 10.09.2018

© Ievdokymov V. V., Valinkevich N. V.,
Zavaliy T. O.