

Еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління: від доданої вартості до ESG

JEL Classification: M21, L26, G12, G32, Q56

Портний О. В.^{a1}, Яновська В. П.^a^a Державний університет інфраструктури та технологій, Україна

Анотація

В статті піднімається проблематика ціннісно-орієнтованого управління сучасними компаніями в умовах екологічних і соціальних викликів, цифрових трансформацій, масштабних криз, у т. ч. викликаних пандемією коронавірусної інфекції COVID-19. Зазначається необхідність здійснення узагальнень найважливіших складових сформованої теорії та систематизації існуючих ціннісно-орієнтованих моделей. Шляхом аналізу змісту досліджень, опублікованих документів і наукових статей, підготовлених для академічної та комерційної аудиторії, наукових баз даних, сайтів видавців, світових, державних і професійних організацій було узагальнено концептуальні засади та головні методичні положення досліджуваної теорії. Розкрито зміст ціннісно-орієнтованого управління та ціннісно-орієнтованого мислення, вибудовано логіку розвитку моделей ціннісно-орієнтованого управління, виділено групи моделей, між якими розкрито взаємозв'язок. Проведене дослідження продемонструвало, що сучасне ціннісно-орієнтоване управління є бізнес-філософією, що орієнтує на створення і максимізацію цінності компанії для стейкхолдерів, процес формування теорії триває і знаходиться в активній фазі, моделі ціннісно-орієнтованого управління поділяються на фінансові моделі управління вартістю та інтегральні моделі управління цінністю компанії, концептуальний і методологічний розвиток теорії демонструє спадкоємність та тісний зв'язок між моделями, зокрема інтегральні моделі управління ґрунтуються на фундаментальних положеннях та інструментарії фінансових моделей та ураховують глобальні тенденції та провідні теоретичні концепції сучасності. Зважаючи на достовірність використаних джерел та системність наукового підходу отримані узагальнення мають стати надійним теоретичним фундаментом подальших досліджень з означеної проблематики.

Ключові слова: мислення, теорія, модель, розвиток, цифрова трансформація.

Evolution of value-oriented management models: from value added to ESG

Portnyi O.^a, Yanovska V.^a^a State University of Infrastructure and Technologies, Ukraine

Abstract

The article raises the issue of value-oriented management of modern companies in the context of environmental and social challenges, digital transformations, large-scale crises, including those caused by the pandemic of coronavirus infection COVID-19. It highlights necessity of generalizations of main components of the influential theoretical streams and systematization of the existing value-oriented models. The conceptual principles and main methodological provisions of the investigated theory were generalized by deep analysis of published documents, scientific researches' substance and articles prepared for academic and business audiences, scientific databases, publishers' websites and international, government and professional organizations resources. The content of value-oriented management and value-oriented thinking is revealed, genesis of development of value-oriented management models is shaped, groups of models are allocated with defining their interrelations. The study showed that modern value-oriented management is a business philosophy that focuses on creating and maximizing company value for stakeholders, the process of theory formation is ongoing and is in an active phase, value-oriented management models are divided into financial models of value management and integrated models of company value management, conceptual and methodological development of the theory demonstrates the succession and close relationship between models, in particular integrated management models are based on the fundamentals and tools of financial models and take into account global trends and leading theoretical concepts of nowadays. The gained results should become a reliable theoretical foundation for further researches on this issue due to the reliability of the sources used and the consistent scientific approach.

Keywords: thinking, theory, model, development, digital transformation.

¹ Corresponding author. E-mail address: viktorlav2005@ukr.net

Вступ

В умовах постійного пошуку економічного компромісу компанії стикаються з необхідністю оптимізації розподілу обмежених ресурсів. Сучасне економічне і соціальне середовище, що характеризується масштабними змінами і еволюціями, ставить перед власниками і менеджментом нові завдання. Складність розв'язання різноманітних проблем демонструє неефективність існуючих систем управління та вимагає запровадження сучасного інтегрованого інструментарію (Сагайдак та ін., 2019). В результаті, як свідчать наукові дослідження, з точки зору цілей управління вже стався зсув парадигми (Ameels et al., 2002; Завалій, 2017; Токмакова та ін., 2018). Якщо у минулому (і, ймовірно, навіть зараз в деяких організаціях) основною метою була максимізація продажів та зниження витрат задля підвищення доходів, то у сучасному соціально-економічному середовищі менеджмент все більше усвідомлює, що традиційні показники прибутку, що не враховують ризики, вплив інфляції та альтернативні витрати, не відображають створення реальної вартості. Stern Stewart & Co назвав це переходом від «управління для заробітку (Managing for Earning)» до «управління для цінності (Managing for Value)» (Stern et al., 1995).

В результаті було закладено засади управління цінністю (Value Management, VM) та сформовано концепцію ціннісно-орієнтованого управління (Value-Based Management, VBM), становлення якої відбулося в 1980–1990-х роках завдяки практиці провідних світових консалтингових компаній (Stern Stewart & Co, Marakon Associates, McKinsey & Co, PriceWaterhouseCoopers, L.E.K.). Найбільший дослідницький інтерес концепція викликала у 2003–2006 рр., проте і зараз питання ціннісно-орієнтованого управління (Value-Based Management, VBM), управління для цінності (Managing for Value, MFV) та управління цінністю (Value Management, VM), як теоретико-прикладні варіації загального підходу до управління, залишаються надзвичайно актуальними.

Ретроспективний експурс дозволяє виявити логіку та інтенсивність теоретичного і прикладного внеску науковців і практиків у концептуальний і методологічний розвиток даного підходу. При цьому його важливою складовою є статистичний аналіз, який надає кількісного виміру відповідним еволюційним процесам. Онлайн-сервіс Google Books Ngram Viewer наочно демонструє результати статистичного аналізу частоти пошукових запитів і показує диференціацію пошукових інтересів щодо вказаних категорій [5].

Ретроспективні дослідження свідчать, що популярність таких категорій як «Value-Based Management» та «Managing for Value» досяг-

ла найбільшого рівня у 2006 р. (відповідно 0,0000005945% та 0,0000002104%), у той час як піковим для категорії «Value Management» став 2013 р. (0,0000053808%). За даними 2019 р. поняття продовжує широко використовуватись, при цьому, як і у попередні роки популярність категорії управління цінністю є на порядок вищою, порівняно із категорією ціннісно-орієнтованого управління (у 13,3 разів – 0,0000042432% проти 0,0000003186%), в свою чергу остання із вказаних категорій є більш поширеною за категорію управління для цінності у 3,1 разів (0,0000003186% проти 0,0000001022%). Означене вказує на важливість поглибленого вивчення змісту і особливостей застосування ціннісно-орієнтованого управління в умовах нової реальності, посилення криз та ризиків, в у т.ч. обумовлених пандемією COVID-19, тотальної цифрової трансформації економіки та суспільства.

Значна кількість академічних та прикладних робіт з досліджуваної проблематики, незупинний теоретичний та практичний інтерес, постійний розвиток методологічних положень свідчать про особливу актуальність питань ціннісно-орієнтованого управління компаніями у сучасному соціально-економічному середовищі та обумовлює необхідність здійснення узагальнень та систематизації найважливіших складових створеної теорії, що і є метою даної статті. Актуальність такого наукового пошуку посилюється в контексті постійного розвитку теоретичних концепцій і удосконаленням підходів до практичної реалізації моделей під впливом локальних і глобальних змін, у т.ч. пов'язаних із прийняттям економіко-політичних рішень і реалізації міждисциплінарних заходів у контексті Цілей сталого розвитку, цифрових трансформацій, закликів до соціальної та екологічної відповідальності бізнесу від громадського суспільства та свідомих споживачів, масштабних криз, у т.ч. пандемії коронавірусної інфекції COVID-19.

Методи та матеріали

Для аналізу враховувалися теоретичні та прикладні дослідження, опубліковані документи та наукові статті, підготовлені для академічної та комерційної аудиторій. Оглядові публікації, в яких не містилося резюме одержаних результатів, не були включені в дослідну вибірку. Крім досліджень науковців та експертів, був проведений пошук по відповідним науковим базам даних, сайтам видавців, світових, державних і професійних організацій (Google Scholar, Academia.edu, Research Gate, Springer Link, Elsevier, Scopus, Web of Science, McKinsey, CFA Institute, PRI, UNEP FI тощо). Було використано комбінації пошуку за ключовими словами та їх скороченнями. Після обробки збігів даних і запиту, матеріали відсортовувалися за релевантністю, у відфільтрованих результатах здійснювалися термінологічний та методологічний пошук,

аналіз і експертиза досліджень із поглибленням в зміст та літературні джерела. У разі різних версій публікації з метою відслідковування результатів розвитку теоретико-методичних положень досліджувалась перша і остання версії.

Результати

За результатами узагальнення загальнонаукових засад і головних теоретичних положень, виходячи із філологічних та сутнісних детермінант і особливостей формування понятійно-категоріального апарату, під ціннісно-орієнтованим управлінням (Value-Based Management, VBM) можна розуміти певну бізнес-філософію та концептуальний підхід до управління, зорієнтований на створення і максимізацію цінності компанії для всіх стейкхолдерів, зокрема вартості для власників, що інтегрує процеси генерації, вимірювання і управління цінністю з позицій усіх зацікавлених сторін та ґрунтується на ціннісно-орієнтованому мисленні. При цьому ціннісно-орієнтоване мислення (Value-Based Thinking, VBT) є типом мислення здатним фокусуватись на максимізації цінності та приводити до концентрації управлінських рішень на ключових факторах. Ціннісно-орієнтоване мислення зводиться до генерації, прийняття і реалізації альтернатив, що прямо (економіко-прагматичні цінності) або опосередковано (етико-соціальні, емоційно-розвиваючі, соціально-економічні), через досягнення фінансових та нефінансових цілей максимізують цінність компанії.

Історично склалося, що оцінка цінності компанії з метою управління здійснюється переважно інвестиційно-фінансовими аналітиками через вартісні параметри із використанням методу дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF) і показників доданої вартості (Value Added, VA). Комплексна оцінка цінності є тривалою процедурою, що потребує форму-

вання потужної інформаційної бази з використанням внутрішніх даних, планів менеджменту, зовнішніх інформаційних джерел. Як наслідок оціночна діяльність, яка для цілей управління описувалась мовою вартості, ґрунтувалась на принципах та застосовувала інструментарій інвестиційно-фінансових фахівців. Як зазначають дослідники, передумови розвитку теорії оцінки цінності компанії з'явилась у 60–70-ті рр. в роботах А. Маршала та І. Фішера, де був вперше описаний залишковий дохід компанії, що визначається як різниця між операційним прибутком та платою за капітал (Касьяненко та Тарасова, 2020, с. 36). На відповідних теоретичних положеннях було побудовано моделі М. Міллера – Ф. Моділіані (М. Miller – F. Modigliani Theory) та метод чистої теперішньої вартості (Net Present Value, NPV), що застосовується при плануванні інвестицій. Концепція залишкового доходу та низка інших концепцій фінансового менеджменту були актуалізовані та використані в системі VBM та методології ціннісно-орієнтованого управління.

На даний час сформовано декілька вимірників доданої вартості компанії, застосування яких на практиці пов'язане з низкою проблем, зокрема вони обумовлені відсутністю універсальних методів розрахунку, браком інформації, варіативністю інтерпретації результатів, переважним урахуванням вартості та віддачі від використання матеріальних активів тощо. (Ісакин та Шакина, 2009). Наявність нескінченного потоку показників, що допомагають створити цінність, є характерною рисою сучасного бізнес-середовища (Koller & Peacock, 2001). Можна виділити низку моделей ціннісно-орієнтованого управління, зміст яких дозволяє виокремити дві групи (рис. 1): фінансові моделі управління вартістю (модель Дж. Майлза – Р. Іззеля; модель А. Раппорта; модель Т. Коупленда, Т. Коллера та

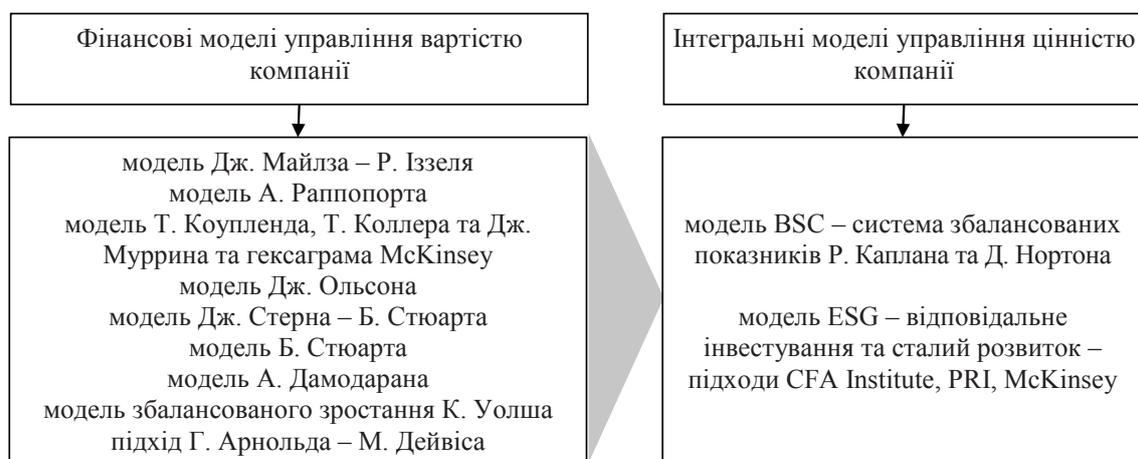


Рис. 1. Моделі ціннісно-орієнтованого управління
Джерело: розроблено автором

Дж. Муррина та гексаграма McKinsey; модель Дж. Ольсона; модель Дж. Стерна – Б. Стюарта; модель Б. Стюарта; модель А. Дамодарана; модель збалансованого зростання К. Уолша; підхід Г. Арнольда – М. Дейвіса) та інтегральні моделі управління цінністю компанії (модель BSC – система збалансованих показників; модель ESG – відповідальне інвестування та стійкий розвиток).

Як зазначають дослідники, історично першими з'явилися моделі, засновані на аналізі надприбутків, обумовлених відмінністю прибуткової компанії від середньогалузевої. До подібного інструментарію відносять модель управління ефективністю DuPont, зорієнтовану на максимізацію рентабельності інвестицій (Return on Investment, ROI) на всіх ієрархічних рівнях і в усіх бізнес-одинацях (Augusto & Moreira, 2005). Концепція максимізації ROI заснована на теоріях ринків капіталу, згідно з якими ринкова вартість компанії збільшується при інвестуванні в проекти та/або активи з рентабельністю інвестицій, що перевищує середньозважену вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC) або, якщо продано проекти або активи з рентабельністю інвестицій нижче WACC компанії. Відмічаючи переваги, що обумовили поширення цієї концепції, Дж. Дірден (Dearden, 1969) зазначав, що надмірна увага до рентабельності інвестицій може привести компанію до короткострокового бачення та прийняття короткострокових рішень і, таким чином, принесе в жертву довгострокову стійкість.

Умовно початком розвитку ціннісно-орієнтованого підходу слугує робота Е. Едвардса і Ф. Белла (Edwards & Bell, 1961), суть якої полягає у спробі врахувати у витратному підході майбутні доходи. Активний розвиток моделей вартості припадає на 80-ті рр. XX ст. Саме у цей період в США і Західній Європі стало актуальним питання взаємозв'язку категорій фундаментальної вартості та ринкової капіталізації корпорацій, на співвідношенні яких будувалися інвестиційні стратегії учасників ринку. Задля розвитку методичних засад оцінки власного капіталу у рамках визначення скоригованої теперішньої вартості (Adjusted Present Value, APV) було розроблено модель Дж. Майлза – Р. Іззеля (Miles & Ezzell, 1980). У подальшому модель було використано для розробки інших підходів (Stewart, 1991ab). Дж. Майлз та Р. Ізел спиралися на припущення про незмінність структури капіталу, вираженої питомою вагою вартості боргу і вартості власного капіталу в сукупній оцінці вартості компанії, згідно з яким торгова політика компанії має формуватися з точки зору збереження фіксованого коефіцієнта боргу або фіксованої розміру боргу.

Пізніше з'явилися концепція А. Рапппорта (Rapport, 1986), що орієнтувалась в першу чергу на користь для акціонерів та у меншій

мірі враховувала інтереси інших стейкхолдерів. Ключовою ідеєю підходу стала оцінка ефективності інвестиційної та фінансової стратегії на основі здатності компанії створювати акціонерну вартість (Shareholder Value, SV) – різницю між поточною вартістю майбутніх грошових потоків та ринковою вартістю боргу компанії. Було запропоновано оцінювати грошовий потік на основі ключових факторів цінності: рентабельності діяльності компанії, темпів зростання, вартості інвестованого капіталу, схильності до інвестування в основний та оборотний капітал. Рапппортом було введено поняття доданої акціонерної вартості (Shareholder Value Added, SVA), що позначила відхилення базової вартості за поточною ринковою оцінкою акцій від вартості в разі впровадження стратегії розвитку компанії.

У 1990 р. фахівцями McKinsey Т. Коупленд, Т. Коллер та Дж. Муррина – Т. Сопеланд, Т. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, (1990/2005) було розроблено модель структурної перебудови, яка використовує гексаграму. Гексаграма демонструє, що процес реструктуризації сфокусовано на підвищенні ефективності діяльності та збільшенні ринкової вартості компанії за рахунок кращого використання внутрішніх резервів. Говорячи про внутрішні резерви мова йде про зміни в структурі капіталу або власності, непов'язані із операційним циклом та використанням факторів зовнішнього зростання компанії, а саме про реструктуризацію активів та зобов'язань і про реструктуризацію бізнес-одинаць. Ефект від реструктуризації складних корпоративних структур є кумулятивним ефектом від реструктуризації кожної її складової. За моделлю початковим етапом є оцінка поточної ринкової вартості компанії. На етапі визначення вартості «як вона є» відбувається вартісна оцінка бізнесу шляхом оцінки вартості структурних одиниць з використанням методу DCF. Прогнозування майбутніх грошових потоків відбуваються через екстраполяцію даних або відповідно до бізнес-планів, завдяки чому оцінюється потенційна вартість компанії. Співставлення потенційної вартості із вартістю акцій компанії на фондовому ринку дозволяє виявити розрив у сприйнятті майбутніх перспектив компанії. Відповідно до цієї моделі саме наявність вартісного розриву вказує на можливість проведення реструктуризації. У моделі для нарощування вартості компанії принципове значення мають фактори, що формують грошовий потік, а саме: зростання обсягу продажу, економічний прибуток, ставка податку на прибуток, ефективне використання основного та оборотного капіталу, ставка дисконту (мінімізована за рахунок оптимальної структури капіталу), борг (ідентифікується через співвідношення власного та залученого капіталу).

В працях Дж. Ольсона (Ohlson, 1990; Feltham & Ohlson, 1995) модель Едвардса-Белла 1961 отримала формалізоване втілення і стала відомою як модель Едвардса-Белла-Ольсона. Сам термін «Edward Bell Ohlson» або ЕВО був введений В. Бернардом (Bernard, 1994ab), за результатами узагальнення теоретичних положень Ольсона і Фелтея, відповідно до яких теперішня вартість майбутніх очікуваних дивідендів є сумою звітної балансової вартості та дисконтованого залишкового доходу. Вартість компанії в моделі виражається через поточну вартість чистих активів і дисконтований потік надприбутків. Ольсоном було введено поняття «нормальних» і «анормальних» доходів. До нормальних було віднесено доходи, які слід очікувати, виходячи з вартості активів компанії та встановленої ринком ставки середньої прибутковості. Різниця між реальними доходами компанії і нормальними доходами названа аномальними доходами.

Виходячи з того, що здебільшого єдиною достовірною інформацією для оцінювання вартості компаній є бухгалтерська звітність, облікові показники мають бути трансформовані у фінансові, у 1991 р. з'являється показник економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA). Економічна додана вартість є втіленням основної концепції залишкового доходу в інструмент ціннісно-орієнтованого управління, орієнтованого на власника. Модель була розроблена Дж. Стерном, Б. Стюартом, Д. Жу (Stern, 1991; Stewart, 1991ab; Stern et al., 1995), проте в науці закріпилася назва «модель Дж. Стерна – Б. Стюарта»:

$$EVA = IC \cdot (ROI - WACC),$$

де IC – інвестований капітал (Invested Capital); ROI – рентабельність інвестицій (Return on Investment); $WACC$ – середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital). Згідно Б. Стюарта, щоб максимізувати продуктивність компанії, фінансові стимули мають бути пов'язані з максимізацією EVA.

Важливим кроком на шляху до розуміння логіки EVA є концепція ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA). Стюарт визначив показник MVA як різницю між загальною вартістю компанії і загальною сумою інвестованого капіталу (включаючи власний капітал і борг):

$$MVA = PV(EVA) = V - BV_e,$$

де V – ринкова вартість капіталу компанії; $PV(EVA)$ – приведена EVA; BV_e – балансова вартість (Book Value) власного капіталу. На відміну від EVA, що є показником ефективності економічної діяльності, MVA – це показник добробуту, який вимірює рівень цінності, накопиченої компанією за певний період часу.

У продовження дослідження факторів у 1995 р. була запропонована модель А. Дамадрана (2019). Модель ґрунтується на урахуванні

чотирьох факторів, що впливають на вартість: грошові потоки; очікувані темпи зростання; зміна тривалості періоду високого зростання грошових потоків; зміна вартості майна за рахунок зміни операційного ризику інвестованого капіталу, пропорції боргового фінансування або умов залучення кредитів. У моделі фактор тривалості зростання грошових потоків має ключове значення оскільки означає ефективну реалізацію конкурентної стратегії. Така модель, на думку дослідника, дозволяє урахувати перспективи розвитку компанії та інтереси акціонерів оскільки рентабельність інвестованого капіталу відображає віддачу на вкладені кошти та визначає майбутній прибуток компанії за умови збереження поточного рівня ефективності використання активів. Крім цього коефіцієнт реінвестування дозволяє урахувати частку прибутку, спрямовану на нові інвестиції у майбутньому, тобто забезпечити наступне зростання.

У 1996 р. з'явилась модель К. Уолша (2001), призначена для встановлення балансу між ключовими параметрами генерації грошового потоку, яка дозволяє зосередитись на фундаментальних параметрах створення вартості. Модель розглядає збалансоване співвідношення обмеженої кількості фінансових коефіцієнтів, що виражають цілі бізнесу та описує зв'язок трьох фінансових коефіцієнтів, що впливають на вартість: співвідношення оборотних активів та виручки, співвідношення нерозподіленого прибутку та виручки, темпи зростання виручки. Збалансоване зростання або стан компанії, за яким грошові потоки знаходяться у рівновазі, не залишаючи надлишку та неутворюючи дефіциту, описується формулою:

$$E = R / (G \cdot T),$$

де E – показник збалансованого зростання; R – відношення нерозподіленого прибутку до виручки; G – темп зростання виручки; T – відношення оборотних активів до виручки. За умови $E=1$ – потік грошових коштів нейтральний, $E>1$ – додатний, $E<1$ – від'ємний, отже для досягнення збалансованого зростання потрібні додаткові грошові кошти або скорочення зростання продажів.

З метою максимізації вартості саме для акціонерів компанії у підході Г. Арнольда та М. Дейвіса (Arnold & Davies, 2000) передбачено реалізацію п'яти кроків: збільшення фактичної (очікуваної) норми доходності на існуючий капітал, тобто підвищення рентабельності власного капіталу (Return on Equity, ROE); залучення додаткових інвестицій в бізнес-підрозділи з найбільшим потенціалом створення вартості; вилучення коштів з підрозділів з найменшим вартісним потенціалом, оцінюючі різницю між очікуваною та потрібною доходністю; підтримка стійкої різниці результатів або збереження ста-

більшої конкурентної переваги через прийняття стратегічних, маркетингових, організаційних та інших дій та створення стійких компетенцій; зниження ризиків бізнесу, що обумовлює зменшення потрібної доходності. За моделлю управління рентабельністю активів або рентабельністю власного капіталу здійснюється шляхом розкладання результуючих показників на фактори – драйвери створення вартості. При цьому побудова «дерева драйверів» для кожного бізнесу є унікальним завданням внаслідок специфічних особливостей та умов кожної сфери економічної діяльності.

Слід зауважити, що незважаючи на те, що фінансові моделі управління вартістю залишаються в фокусі уваги науковців та практиків, з 1990-х рр. спостерігається активне формування інтегральних моделей управління цінністю компанії.

В контексті критики механізмів управління ефективністю, заснованих виключно на фінансових показниках, виник інструмент, який отримав назву система збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC). BSC розроблена у 1990-х рр. Р. Капланом та Д. Нортоном (Kaplan & Norton, 1996) і ґрунтується на глибокій деталізації факторів вартості, коли показники розглядаються як результат узгодження інтересів різних груп і підрозділів компанії (клієнтська складова, персонал, бізнес-процеси) та забезпечується баланс між фінансовими і нефінансовими заходами. Підтримка цього балансу необхідна, оскільки на переконання Р. Каплана та Д. Нортона фінансові заходи призводять до прийняття короткострокових рішень, тоді як нефінансові заходи обумовлюють довгострокову стійкість. Модель BSC дозволяє формувати систему контрольованих показників, орієнтовану на зростання вартості, виявляти вплив окремих співробітників, підрозділів, бізнес-процесів, приводити стратегічні цілі у відповідність принципам ціннісно-орієнтованого управління. Згідно із моделлю довгострокові цілі (відображені у стратегічній карті) конкретизуються у тактичних задачах і далі у критеріях з формуванням набору взаємопов'язаних показників у розрізі чотирьох аспектів бізнесу – показниках: навчання та зростання (Learning and Growth); бізнес-процеси (Business Processes); клієнти (Customer Perspectives); фінансові показники (Financial Data) (Kaplan & Norton, 1992).

Паралельно наприкінці XX ст. інвестиційний ринок почав відчувати зростаючу потребу в продуктах, орієнтованих на відповідального інвестора. У відповідь на таку тенденцію в 1992 р. між Програмою ООН з навколишнього середовища (United Nations Environment Programme, UNEP) та фінансовим сектором було створено і втілено глобальне партнерство – Фінансова ініціатива Програми ООН з навколишнього се-

редовища United Nations Environment Programme Finance Initiative, UNEP FI³. У 1998 р. Дж. Елкінгтон (Elkington, 1998) відмітив виникнення кластеру нефінансових міркувань, які мають бути включені в чинники, що визначають вартість компанії, зокрема вартість її власного капіталу. Він запропонував поняття «потрійний результат» маючи на увазі прибуток, екологічну стійкість і соціальну відповідальність. Урахування фінансових, екологічних та соціальних факторів у розрахунках розпочало процес руйнування суворого поділу на екологічні та фінансові сектори. У 2005 р. Freshfields Bruckhaus Deringer відповідно до запиту UNEP FI було підготовлено звіт про тлумачення закону щодо інвесторів і питань екологічного, соціального та корпоративного управління (Environmental, Social and Governance, ESG), у якому включення питань ESG в інвестиційний аналіз було визнано припустимим і навіть таким, що є частиною довірчих зобов'язань (Foreword from...). Результати науково-прикладних економічних досліджень підтверджували таку позицію. Зокрема М. Барнетт і Р. Саломон (Barnett & Salomon, 2006) виявили криволінійний характер зв'язку між соціальною відповідальністю та фінансовими показниками. У 2006 р. було представлено Принципи відповідального інвестування (UN Principles for Responsible Investment, PRI⁴), засновані на тому, що екологічні, соціальні та корпоративні питання, такі як зміна клімату і права людини, впливають на ефективність інвестиційних портфелів. Шість проголошених принципів стали глобальною основою для інвесторів в контексті ESG.

У 2008 р. CFA Institute було запропоновано підхід до урахування критеріїв ESG в інвестиційному аналізі (Environmental, Social ..., 2008). З метою формування для потенційних інвесторів та фінансових аналітиків надійного інструментарію ідентифікації ризиків та оцінювання вартості компаній до базової моделі (The Corporate Governance..., 2008) було додано екологічні, соціальні та управлінські фактори. При формуванні підходу урахувались результати академічних досліджень потенційного впливу екологічних, соціальних та управлінських факторів на портфельні компанії, висновки щодо можливості виявлення пов'язаних з ними ризиків обмеження майбутніх економічних ресурсів (Environmental, Social ..., 2008. с. 8). У моделі CFA Institute було запропоновано орієнтовний перелік ESG-питань, які слід розглядати з огляду на потенційний фінансовий вплив. У 2016 р. Принципи відповідального інвестування (PRI) були доповнені практичними рекомендаціями щодо впровадження методів інтеграції ESG в інвестиційний процес (A Practical Guide..., 2016).

³ <https://www.unepfi.org/>

⁴ <https://www.unpri.org/>

У керівництві міститься інформація і тематичні дослідження методів інтеграції (ESG-інтегрованого аналізу), що можуть застосовуватися до інвестиційних стратегій, включаючи: фундаментальні (Fundamental Investment), кількісні (Quantitative Investment), інтелектуальні бета-версії (Smart Beta Investment) і пасивні інвестиції (Passive Investment). З урахуванням новітніх глобальних трендів, що охоплюють питання ESG та цифрові трансформації бізнесу, у 2020 р. було розширено погляд на модель McKinsey. У цьому виданні Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина (Koller et al., 2020) до традиційної аналітичної системи було додано оцінку ESG та цифрових ініціатив.

Систематизація академічних досліджень моделі «ESG – CFP», опублікованих з 1970 р. (ESG & Corporate Financial..., 2015) продемонструвала, що зв'язок між екологічними, соціальними, корпоративними показниками (ESG) та фінансовими показниками (Corporate Financial Performance, CFP) має переважно позитивну кореляцію, тільки 10 % досліджень виявляють негативний взаємозв'язок. На підтвердження цього постійний моніторинг показників відповідального інвестування показує стійке зростання ринку. Якщо за даними 2015 р. в активи під управлінням сторонами, які підписали Принципи відповідального інвестування, було вкладено близько 60 трлн дол. США, то станом на 31 березня 2020 р. інвестиції підписантів PRI вже досягли 103,4 трлн дол. США.

Статистичний аналіз частоти пошукових запитів онлайн-сервісу Google Books Ngram Viewer підтверджує динаміку пошукових інтересів щодо акронімів англійських назв інтегральних моделей ціннісно-орієнтованого управління – BSC та ESG. Піковий інтерес до системи збалансованих показників спостерігався у 1979 р. (0,0000917014%) з подальшим вгасанням кількості запитів до 0,0000485960% у 1994 р. (майже у два рази) і далі до 0,0000550250% у 2007 р. та 0,0000353092% у 2019 р. (в 1,6 разів у співвідношенні із 2007 р.). У той час частота запитів до ESG і концепції відповідального інвестування та сталого розвитку лише стабільно зростала: у 1994 р. становила 0,0000124562%, у 2007 р. – 0,0000125589%, а у 2019 р. – 0,0000420910%, тобто була більшою майже у 3,4 разів. У 2018 р. інтерес до ESG взагалі перевищив інтерес до BSC і у 2019 р. було вже утворено розрив на користь ESG в 1,2 рази.

Обговорення та Висновок

Ретроспективний аналіз наукових та прикладних досліджень проблем ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком компанії дозволяє зробити такі висновки:

- результати статистичного аналізу демонструють актуальність, постійний інтерес та широке використання категорії цінніс-

но-орієнтованого управління в академічних роботах та прикладних матеріалах фахового спрямування;

- сучасне ціннісно-орієнтоване управління є бізнес-філософією, що орієнтує процеси менеджменту та економічного розвитку на створення і максимізацію цінності компанії для багатьох стейкхолдерів, а також передбачає перехід до ціннісно-орієнтованого мислення з фокусуванням на генерації, прийнятті та реалізації альтернатив, які через досягнення фінансових та нефінансових цілей забезпечують збільшення вартості;
- концептуальні засади ціннісно-орієнтованого управління почали закладатися порівняно нещодавно і процес формування відповідної теорії ще триває і продовжує знаходитися в активній фазі;
- в результаті вивчення опублікованих теоретичних та прикладних досліджень існуючі моделі ціннісно-орієнтованого управління було систематизовано з виокремленням двох змістовних груп: а) фінансові моделі управління вартістю – до них віднесено модель Дж. Майлза – Р. Іззеля; модель А. Раппопорта; модель Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина та гексаграма McKinsey; модель Дж. Ольсона; модель Дж. Стерна – Б. Стюарта; модель Б. Стюарта; модель А. Дамодарана; модель збалансованого зростання К. Уолша; підхід Г. Арнольда – М. Дейвіса; б) інтегральні моделі управління цінністю компанії – такі як BSC (система збалансованих показників) та ESG (відповідальне інвестування та стійкий розвиток);
- виявлення логіки та змісту теоретичного і прикладного внеску науковців і практиків у концептуальний і методологічний розвиток ціннісно-орієнтованого управління дозволяє стверджувати про наявність спадкоємності та тісного взаємозв'язку між існуючими моделями; особливо це стосується групи інтегральних моделей управління, яка ґрунтується на фундаментальних положеннях та інструментарії фінансових моделей урахує глобальні тенденції та провідні теоретичні концепції сучасності, зокрема передбачає можливість оптимізації бізнес-процесів і організаційних структур з урахування факторів ESG і цифрових трансформацій бізнесу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

- Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер. 2019. – 1316 с.
- Завалій Т. О. Економічна проблематика вартісно-орієнтованого управління: аналіз дисертаційних

- робіт, захищених в Україні. «Вісник ЖДТУ»: Економіка, управління та адміністрування. 2017. № 4(82). С. 81–89. [https://doi.org/10.26642/jen-2017-4\(82\)-81-89](https://doi.org/10.26642/jen-2017-4(82)-81-89)
- Исакин М. А., Шакина Е. А. Теоретические предпосылки управления стоимостью на основе интегрального показателя экономической добавленной стоимости. *Экономика и управление*. № 11 (60). 2009. С. 261–267.
- Касьяненко Т. Г., Тарасова Ж. Н. Управление, ориентированное на стоимость компании (VBM): Монография / Т. Г. Касьяненко, Ж. Н. Тарасова. – М.: Русайнс. 2020. 342 с.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление [Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. The first was published in 1990] / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес». 2005. 575 с.
- Сагайдак М. П., Смирнов С. В., Теплюк М. А. Ціннісно-орієнтоване управління транснаціональними корпораціями. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2019. № 4. Том 1. С. 64–68 <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2019-272-4-1-64-68>
- Токмакова І. В., Войтов І. М., Носенко Л. М. Впровадження ціннісно-орієнтованого управління на залізничному транспорті. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2018. – С. 131–138. <https://doi.org/10.18664/338.47:338.45.v0i62.134070>
- Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. М.: Дело. 2001. [Walsh C. Key Management Ratios: How to Analyze, Compare and Control the Figures That Drive Company Value (Management Masterclass) / Ciaran Walsh. Published in 1996]. – М.: Дело, 2001. – 360 с.
- A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing. UN Principles for Responsible Investment, UNEP Finance Initiative, UN Global Compact. 2016. 116 p.
- Ameels A., Bruggeman W., Scheipers G. Value-based management control processes to create value through integration: a literature review. *Vlerick Leuven Gent Management School*, 2002. 75 p.
- Arnold G., Davies M. Value-based Management: Context and Application. Wiley; 1st edition (May 23, 2000). 384 p.
- Augusto D., Moreira A. A study on the degree of adherence of publicly owned or privately owned companies to balanced scorecard's characteristics. 2005. 15 p.
- Barnett M., Salomon R. Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal*. Vol. 27. 2006. P. 1101–1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>
- Bernard V. L. Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Book-to-market Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis. Working paper, University of Michigan, January 1994a. 54 p.
- Bernard V. L. The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. *Contemporary Accounting Research* (Spring 1994b). P. 733–747.
- Dearden J. The Case Against ROI Control. *Harvard Business Review*. v.47. n.3. May/June. 1969. P. 124–135.
- Edwards E., Bell Ph. The Theory and Measurement of Business Income. University of California Press. 1961. 323 p. <https://doi.org/10.1525/9780520340626>
- Elkington J. *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century* / John Elkington. New Society Publishers. 1998. 407 p.
- Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors. CFA Institute. 2008. 44 p.
- ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape. Global Research Institute, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, December 2015. 16 p.
- Feltham G. A., Ohlson J. A. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*. 1995. P. 689–731. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>
- Foreword from the Asset Management Working Group Co-chairs. Freshfields Bruckhaus Deringer. October. 2005. 154 p.
- Kaplan R., Norton D. The Balanced Scorecard – Translating Strategy Into Action. Boston: Harvard Business School Press. 1996. 344 p.
- Kaplan R., Norton D. The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance / Robert S. Kaplan, David P. Norton // *Harvard Business Review*, January–February 1992.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. – Seventh Edition. Wiley, McKinsey & Company. 2020. 1252 p.
- Koller T., Peacock J. Time for CFOs to step up. *McKinsey on Perspectives on Corporate Finance and Strategy*. № 2, Summer. 2001. 24 p.
- Miles J., Ezzell R. The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1980. № 15. P. 719–730. <https://doi.org/10.2307/2330405>
- Ohlson J. A. A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings. *Contemporary Accounting Research*. 1990. P. 648–676. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1990.tb00780.x>
- Rappaport A. *Creating Shareholder Value: a guide for managers and investors*. New York: Free Press. 1986. 270 p.
- Stern J., Stewart G., Chew D. The EVA Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*. Stern Stewart & Co, Summer 1995. Volume 8.2. 17 p. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1995.tb00285.x>
- Stewart G. B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: Harper Business, 1991a. 800 p.
- Stewart G. B. *The Quest for Value: the EVA management guide*. New York: Harper Business, 1991b. 747 p.
- The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors*. CFA Institute, 2008. 55 p.

REFERENCES

- Damodaran A. (2019) *Investment appraisal. Tools and methods for evaluating any assets*. M: Alpina Publisher. 1316
- Zavalij T.O. (2017) *Economic problems of cost-oriented management: analysis of dissertations defended in Ukraine*. Bulletin of ZhSTU: Economics, Management and Administration. 4 (82). 81–89. [https://doi.org/10.26642/jen-2017-4\(82\)-81-89](https://doi.org/10.26642/jen-2017-4(82)-81-89)
- Isakin M. A., Shakina E. A. (2009) Theoretical premises of value management based on the integral indicator of

- economic value added. *Economics and Management*. 11 (60). 261–267
- Kasyanenko T.G., Tarasova Zh.N. (2020) Management focused on the company's value (VBM). Monograph. M. Rusays. 342
- Copeland, T., Koller, T., Goedhart, M., Wessels D. (2005) *Measuring and Managing the Value of Companies*. (The first was published in 1990) Translated from English. M. Olimp-Business. 575
- Sagaidak M.P., Smirnov E.V., Teplyuk M.A. (2019) Value-oriented management of transnational corporations. *Bulletin of Khmelnytsky National University*. 4. Vol. 1. 64–68 <https://doi.org/10.31891/2307-5740-2019-272-4-1-64-68>
- Tokmakova I.V., Voitov I.M., Nosenko L.M. (2018) Introduction of value-oriented management on railway transport. *Bulletin of Transport Economics and Industry*. 131–138 <https://doi.org/10.18664/338.47:338.45.v0i62.134070>
- Walsh C. (2001) *Key Management Ratios: How to Analyze, Compare and Control the Figures That Drive Company Value* (Management Masterclass. Published in 1996). Translated from English. M. Delo. 360.
- A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing. (2016) UN Principles for Responsible Investment, UNEP Finance Initiative, UN Global Compact. 116 p
- Ameels A., Bruggeman W., Scheipers G. (2002) Value-based management control processes to create value through integration: a literature review. *Vlerick Leuven Gent Management School*. 75
- Arnold G., Davies M. (2000) *Value-based Management: Context and Application*. Wiley; 1st edition. 384
- Augusto D., Moreira A. (2005) A study on the degree of adherence of publicly owned or privately owned companies to balanced scorecard's characteristics. 15
- Barnett M., Salomon R. (2006) Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal*. Vol. 27. 1101–1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>
- Bernard V. L. (1994a) *Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Book-to-market Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis*. Working paper, University of Michigan, January. 54
- Bernard V. L. (1994b) The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. *Contemporary Accounting Research*. 733–747
- Dearden J. (1969) The Case Against ROI Control. *Harvard Business Review*. v.47. n.3. May/June. 124–135.
- Edwards E., Bell Ph. (1961) *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press. 323 <https://doi.org/10.1525/9780520340626>
- Elkington J. (1998) *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century*. New Society Publishers. 407
- Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors (2008) CFA Institute. 44
- ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape (2015) Global Research Institute, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, December 2015. 16
- Feltham G. A., Ohlson J. A. (1995) Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*. 689–731. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>
- Foreword from the Asset Management Working Group Co-chairs (2005) Freshfields Bruckhaus Deringer. October. 2005. 154
- Kaplan R., Norton D. (1996) *The Balanced Scorecard – Translating Strategy Into Action* Boston. Harvard Business School Press. 344
- Kaplan R., Norton D. (1992) The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*, January–February.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2020) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Seventh Edition. Wiley, McKinsey & Company. 1252
- Koller T., Peacock J. (2001) Time for CFOs to step up. *McKinsey on Perspectives on Corporate Finance and Strategy*. 2, Summer. 24
- Miles J., Ezzell R. (1980) The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 15. 719–730. <https://doi.org/10.2307/2330405>
- Ohlson J. A. A (1990) Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings. *Contemporary Accounting Research*. 648–676. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1990.tb00780.x>
- Rappaport A. (1986) *Creating Shareholder Value: a guide for managers and investors*. New York: Free Press. 270
- Stern J., Stewart G., Chew D. (1995) The EVA Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*. Stern Stewart & Co, Summer Vol. 8.2. 17. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1995.tb00285.x>
- Stewart G. B. (1991a) *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: Harper Business. 800
- Stewart G. B. (1991b) *The Quest for Value: the EVA management guide*. New York: Harper Business. 747
- The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors (2008) CFA Institute. 55