

УДК 336

***ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ ВНЕДРЕНИЯ СТОИМОСТНОЙ  
МОДЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКИХ ПРОМЫШЛЕННЫХ  
ОРГАНИЗАЦИЯХ***

***Пожванюк А. Ю.***

*Аспирант*

*«Северо-Кавказский горно-металлургический институт (государственный  
технологический университет)»*

*Владикавказ, Россия*

**Аннотация**

Статья посвящена анализу применения стоимостно-ориентированного управления (*Value-Based Management, VBM*) в российской промышленности. Рассматриваются теоретические основы VBM, эволюция подхода, его ключевые принципы и инструменты, включая показатели ROIC, EVA и FCF. Особое внимание уделяется институциональным условиям, влияющим на внедрение VBM в России, а также отраслевой и региональной специфике, которая формирует возможности и ограничения применения подхода. На основе анализа публичной отчётности российских компаний выявляются характерные элементы интеграции VBM, а также факторы, ограничивающие его широкое распространение. В заключении выделяются потенциальные сценарии дальнейшего развития VBM в отечественном промышленном контексте.

**Ключевые слова:** стоимостно-ориентированное управление, Value-Based Management, корпоративное управление, российская промышленность, институциональные условия, инвестиционная эффективность.

## ***INSTITUTIONAL FACTORS IN THE IMPLEMENTATION OF THE VALUE-BASED MANAGEMENT MODEL IN RUSSIAN INDUSTRIAL ORGANISATIONS***

***Pozhvanyuk A. Yu.***

*PhD Student*

*North Caucasus Mining and Metallurgical Institute (State Technological  
University)*

*Vladikavkaz, Russia*

### **Abstract**

The article focuses on the analysis of the implementation of Value-Based Management (VBM) in the Russian industrial sector. The theoretical foundations of VBM, its evolution, key principles, and tools, including ROIC, EVA, and FCF metrics, are examined. Particular attention is given to institutional conditions affecting the adoption of VBM in Russia, as well as industry- and region-specific factors that shape opportunities and limitations for the application of the approach. Based on an analysis of publicly available corporate reports, the study identifies typical elements of VBM integration and factors that constrain its wider dissemination. The conclusion outlines potential scenarios for the further development of VBM in the Russian industrial context.

**Keywords:** Value-Based Management, VBM, corporate governance, Russian industry, institutional conditions, investment efficiency.

Стоимостно-ориентированное управление (*Value-Based Management, VBM*) — это управленческая концепция, в основе которой лежит стремление максимизировать рыночную стоимость компании путём согласования стратегических и операционных решений с ключевыми драйверами

стоимости. В России вопросы применения VBM начали активно обсуждаться в академической и практической литературе с 1990-х годов. При этом отечественные исследования не только подчёркивают потенциал подхода для повышения эффективности корпоративного управления, но и отмечают сложности, связанные с его адаптацией в условиях специфичных институциональных особенностей страны [1].

Параллельно с анализом научной литературы необходимо учитывать макроэкономические и отраслевые индикаторы, которые формируют объективные рамки для принятия управленческих решений. Динамика объёмов и структуры промышленного производства, темпы роста обрабатывающих отраслей, а также региональные различия создают среду, в которой компании решают, насколько целесообразно внедрять новые модели управления. Согласно данным Росстата, индекс промышленного производства в 2023 году оказался несколько ниже уровня предыдущего года (99,2%) [2], тогда как в 2024–2025 годах наблюдались отдельные признаки восстановления и роста в некоторых секторах экономики [2]. Эти колебания объективно усиливают потребность предприятий в инструментах, позволяющих повышать инвестиционную и операционную эффективность, делая подход VBM особенно актуальным.

Теоретические основы VBM базируются на принципе создания максимальной рыночной стоимости компании, что предполагает необходимость чёткого определения стоимости капитала, комплексной оценки инвестиционных проектов через призму их вклада в стоимость, а также формирования системы корпоративного управления, способной согласовать интересы менеджмента и акционеров. Для эффективного функционирования VBM критически важны развитые институты: надёжная защита прав собственности, доступ к капиталу, прозрачность корпоративной отчётности и

наличие компетентного управленческого состава. Исследования, включая работы, посвящённые российской инновационной системе и модели «Triple-Helix», демонстрируют, что в России эти условия реализованы лишь фрагментарно [3]. Наиболее значимые знания и инновационный потенциал сосредоточены в Москве и Санкт-Петербурге, тогда как в масштабах страны преобладают компании с низким и средним технологическим уровнем, что сдерживает широкое распространение сложных управленческих инструментов. Таким образом, теоретическая привлекательность VBM сталкивается с реалиями российской институциональной среды.

Стоимостно-ориентированное управление не сводится к набору отдельных финансовых показателей; это целостная управленческая философия, которая направлена на гармонизацию стратегических и операционных решений компании с факторами, определяющими ее рыночную стоимость [4, 5]. Идеи VBM развивались на протяжении нескольких десятилетий: от работ Модильяни и Миллера о структуре капитала до практических моделей, сформировавшихся в 1980–1990-х годах благодаря исследованиям А. Раппапорта, Дж. Стерна и Б. Стюарта [4, 5]. Концепция эволюционировала от простого использования показателя прибыли на акцию (EPS) до комплексных систем, включающих экономическую добавленную стоимость (EVA), денежную добавленную стоимость (CVA) и показатели возврата на инвестированный капитал (ROIC).

Ключевой принцип VBM заключается в том, что компания создает стоимость для акционеров только в том случае, если рентабельность инвестированного капитала (ROIC) превышает средневзвешенную стоимость капитала (WACC), формируя положительный «спред» экономической прибыли. Все управленческие решения — от капитальных вложений до

операционных улучшений — оцениваются через призму их влияния на этот показатель и, следовательно, на долгосрочную стоимость бизнеса.

Эффективное внедрение VBM требует формирования комплексной системы, которая объединяет три взаимосвязанных компонента:

1. Система измерения стоимости, включающая выбор и расчёт ключевых показателей эффективности, таких как EVA, ROIC, CFROI, FCF и другие.
2. Система управления, интегрирующая выбранные метрики в процессы стратегического планирования, бюджетирования и принятия операционных решений на всех уровнях компании.
3. Система мотивации, обеспечивающая жёсткую привязку переменной части вознаграждения топ-менеджеров и ключевых сотрудников к достижению целевых показателей стоимости.

Именно взаимодействие этих трех элементов позволяет говорить о полноценном внедрении VBM, отличающемся от фрагментарного использования отдельных инструментов, например, применения DCF-анализа для оценки отдельных проектов.

Эффективность и применимость VBM различаются в зависимости от отраслевых особенностей. В капиталоемких и циклических секторах, таких как металлургия или нефтехимия, где критически важен контроль за стоимостью капитала и эффективное управление крупными инвестициями, методология VBM демонстрирует наибольший эффект. В то же время, в секторах с низкой маржинальностью или высокой конкуренцией, где капитал быстро оборачивается, например, в розничной торговле, управленческий фокус смещается к оперативным показателям эффективности, а не к долгосрочным стоимостным метрикам. Российская промышленность, с ее преобладанием

сырьевых и базовых отраслей, создаёт благоприятные условия для применения VBM в аспекте оптимизации использования капитала и повышения операционной эффективности.

Внедрение VBM в российских компаниях началось в 2000-е годы, во многом под влиянием внешних факторов. Основным драйвером стало стремление ведущих корпораций выйти на международные биржи (LSE, NYSE), что требовало внедрения прозрачных для инвесторов систем управления и отчётности. Доля иностранных инвесторов в капитализации российского рынка достигала в отдельные периоды 70%, что создавало дополнительный стимул для адаптации управленческих подходов к международным стандартам, включая раскрытие показателей ROIC и FCF. После 2022 года значение этого фактора снизилось, однако для компаний, ориентированных на работу с глобальными инвесторами, принципы VBM остаются актуальными [2].

Со стороны государства определённое влияние оказали «Кодекс корпоративного управления» Банка России и программы по повышению инвестиционной привлекательности. Хотя эти документы носят рекомендательный характер, они задают направление развития корпоративного управления. Вместе с тем рейтинговые данные показывают, что уровень внедрения передовых практик остаётся крайне неравномерным и сосредоточен в основном в крупных компаниях с государственным участием или прочными связями с глобальными рынками. Основная проблема формальных институтов заключается не в отсутствии правил, а в их непоследовательном применении и слабой правоприменительной практике, особенно в части защиты прав миноритарных акционеров.

Наследие советской системы управления, ориентированной на централизованное планирование и операционные показатели, продолжает

создавать значительные барьеры для внедрения VBM. Эмпирические исследования, включая опросы менеджмента Высшей школы экономики, демонстрируют, что сопротивление среднего звена, недостаток понимания новых метрик и привычка ориентироваться на традиционные показатели (объем производства, выручка) замедляют процесс внедрения VBM. «Разрыв в терминологии» между языком финансов и языком производственных показателей является одной из наиболее серьёзных проблем при имплементации стоимостного подхода.

Анализ публичной отчётности и IR-активности российских промышленных компаний показывает, что наиболее последовательное внедрение элементов VBM наблюдается в компаниях, активно работающих с международными инвесторами. Так, ведущие металлургические и химические предприятия, включая «Северсталь», НЛМК и «ФосАгро», используют ROIC в качестве ключевого показателя эффективности, формализованную оценку инвестиционных проектов с помощью CAPEX/NPV/DCF (Таблица 1) и активно взаимодействуют с инвесторами через публикацию отчётов и проведение телеконференций. Система мотивации топ-менеджмента в этих компаниях жёстко привязана к стоимостным показателям, что свидетельствует о глубокой интеграции VBM в управленческую практику, выходящей за рамки простой отчётности.

Таблица 1 – Элементы стоимостно-ориентированного управления в российских промышленных компаниях

Компания	Отрасль	Основные задокументированные элементы VBM*
Северсталь	Металлургия	ROIC / возврат на капитал; оценка инвестиционных проектов (CAPEX), публичная IR-активность / раскрытие для инвесторов
НЛМК	Металлургия	ROIC; анализ эффективности инвестиций / CAPEX; публичные годовые и IR-отчёты
ФосАгро	Химическая / удобрения	Анализ инвестиционных проектов с использованием оценок (CAPEX/NPV/DCF), долгосрочные элементы мотивации, публичные отчёты и IR-отчётность

*Источник: составлено автором на основе публичных годовых и квартальных отчётов компаний.*

Таким образом, даже при восстановлении промышленного производства сохраняются значительные отраслевые и региональные различия, которые делают невозможным универсальное внедрение VBM без учёта специфики конкретного предприятия. Российская инновационная система остаётся крайне концентрированной, с доминированием низко- и средне технологичных компаний, что ограничивает потенциал создания рыночной стоимости на основе технологического лидерства и радикальных инноваций. В России VBM в большей степени направлен на повышение операционной эффективности и оптимизацию капитала, чем на инновационный рост.

**Заключение.** VBM в российском промышленном контексте способен быть успешным только в тех фирмах и регионах, где институциональные условия благоприятны, а корпоративное управление профессионально выстроено, существует доступ к капиталу и долгосрочному финансированию, а менеджмент готов к изменениям. На сегодняшний день внедрение стоимостно-ориентированного управления в России носит очаговый, гибридный характер: оно является не следствием органичного развития институтов, а реакцией на внешнее давление и внутреннюю потребность в повышении эффективности у ограниченного круга корпоративных лидеров. Дальнейшее развитие VBM будет зависеть от траектории институционального развития страны, состояния финансовых рынков и способности бизнеса и образовательной системы преодолеть ключевой культурный барьер — разрыв между финансовым и операционным мышлением.



### Библиографический список

1. Измайлов, М.К., & Кобзев, В.В. Проблемы и перспективы внедрения стоимостно-ориентированного управления на отечественных промышленных предприятиях. - Санкт-Петербург: СПбГТУ, 2019
2. Росстат. О промышленном производстве в 2023 году. 2024. URL: <https://11.rosstat.gov.ru/news/document/229588>
3. Etzkowitz, H., & Leydesdorff, L. (2000). The dynamics of innovation: From National Systems and “Mode 2” to a Triple Helix of university–industry–government relations. *Research Policy*, 29(2), 109–123.
4. Gokhberg, L., & Roud, V. (2019). *Innovative Russia: Trends and Policies*. Moscow: Higher School of Economics Press.
5. Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York: Free Press.