

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ И УПРАВЛЕНИЮ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ С ПОЗИЦИИ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА И ОПТИМИЗАЦИИ БИЗНЕС-ПРОЦЕССОВ

© 2012 Н.А. Грачева, О.А. Полищук*

Ключевые слова: публичные компании, непубличные компании, стоимость компании, управление стоимостью, риски, риск-менеджмент, оптимизация бизнес-процессов.

Рассматривается максимизация стоимости крупных компаний как их ключевая стратегическая цель. Показаны различия в оценке стоимости публичных и непубличных компаний. Обозначены различные концепции на основе стоимости. Существенное внимание уделено концепции экономической добавленной стоимости. Приведены методы расчета показателя EVA. Раскрыта специфика управления стоимостью в условиях неопределенности (риска). Обоснована зависимость роста стоимости компании от оптимизации и реструктуризации бизнес-процессов.

Современные тенденции в экономике диктуют необходимость определения новых приоритетов в управлении бизнесом. Главной стратегической целью крупных организаций становится максимизация стоимости бизнеса. Компании, успешно внедрившие принципы стоимостного управления, имеют конкурентное преимущество по отношению к компаниям аналогичных сфер деятельности, использующим традиционные формы организации бизнеса. Для реализации многовекторной политики управления большим бизнесом необходимо иметь комплексную систему стратегических целей и ключевых показателей, а также хорошо организованную и сбалансированную систему методов измерения параметров стратегии, что позволяет реализовать концепцию управления стоимостью. Отличие данной концепции в том, что основные показатели эффективности организации в ней интегрируются с учетом причинно-следственных связей между результирующими показателями и ключевыми факторами стоимости, под влиянием которых они формируются и имеют стоимостное выражение.

Ориентация организации на рост экономической стоимости - стратегия поведения бизнеса, принятая в большинстве мировых корпораций. Данная концепция особенно популярна в США, где практически любой бизнес развивается по следующей схеме: создание и обеспечение роста, а затем продажа более крупному игроку или вывод на фондовый рынок.

Концепция управления стоимостью (Value Based Management, VBM) возникла в 1980-х гг. В основе концепции было заложено увеличение доходов акционеров корпораций. Согласно оценкам экспертов, стоимость российских компаний на сегодняшний день недооценена как минимум в 3 раза, поэтому существует значительный разрыв между фундаментальной стоимостью компании и ее оценкой рынком¹.

Для публичных компаний стоимость бизнеса - это показатель, который можно определить через цену акций, котирующихся на бирже. Стоимость непубличного бизнеса имеет несколько другую оценку, так как представление собственников о ценности компании может не совпасть с мнением потенциальных инвесторов. Поэтому необходимо учитывать не только финансовую составляющую, но и целый ряд других факторов (имидж организации, уровень корпоративной культуры, модель корпоративного управления, информационная прозрачность и т.д.).

В данной связи можно говорить о разнице в подходах к оценке стоимости. Рыночную стоимость публичных компаний, акции которых котируются на бирже, можно рассчитать как капитализацию компании. Для непубличных компаний рыночная стоимость представляет собой результат сделки по купле-продаже контрольного пакета акций. В публичных компаниях большая роль отводится взаимодействию с инвестиционным сообществом, а именно работе по повышению

* Грачева Надежда Алексеевна, кандидат экономических наук, доцент; Полищук Ольга Александровна, ст. преподаватель. - Юго-Западный государственный университет, г. Курск. E-mail: n-a-gracheva@mail.ru, ole_ole_08@mail.ru.

доходов акционеров путем обеспечения стоимости акций через формируемые информационные потоки. В непубличных компаниях работа по повышению стоимости будет направлена на повышение эффективности деятельности и конкурентоспособности, а не на создание привлекательности собственных ценных бумаг для биржевого сообщества.

Модель управления на основе стоимости для непубличных компаний включает в себя два ключевых блока²:

1) разработку стратегии для создания оптимальной стоимости для собственника;

2) обеспечение роста стоимости путем управления интегрированными показателями.

Для корректной оценки стоимости бизнеса необходимо учитывать, что компании предоставляют акционерам разные возможности для извлечения дохода:

- ◆ публичные организации - рост стоимости бизнеса и пропорциональное ему увеличение стоимости доли, которую контролируют собственники;

- ◆ непубличные организации - рост текущей прибыли.

Традиционные методы оценки стоимости бизнеса не всегда применимы для непубличных компаний. Отсутствие инвестиционного меморандума (краткого описания основных параметров бизнеса и стратегических целей), непрозрачная структура бизнеса и низкое качество управленческой отчетности не дают полного представления о стоимости организации. По мнению ряда аналитиков, главный вопрос определения стоимости заключается в прибыльности компании, т.е. оценивается классический показатель EBITDA. Для компании, которая не имеет истории торговли акциями на бирже, уровень EBITDA за прошедший период и его динамика свидетельствуют, какова будет дальнейшая прибыльность этой компании. Если динамика положительная, то покупатель сможет составить свой прогноз о том, какова окупаемость запланированных проектов. Для оценки стоимости непубличных компаний не менее важны нефинансовые факторы стоимости. К ним относятся положение бизнеса во внешней среде, уровень финансового управления, уровень корпоративного управления.

Итак, для повышения стоимости бизнеса как публичных, так и непубличных компаний в первую очередь необходимо оценивать³:

- ◆ стратегическую позицию бизнеса;
- ◆ качество отчетности;
- ◆ систему коммуникаций с инвесторами;
- ◆ эффективность бизнеса;
- ◆ систему корпоративного управления.

В современной экономической науке выделяют различные направления концепции управления на основе стоимости. А.М. Емельянов и Е.А. Шакина (ГУ ВШЭ) выделяют следующие направления⁴:

- ◆ “на основе модели акционерной добавленной стоимости (SVA) А. Раппопорта;

- ◆ на основе модели экономической добавленной стоимости (EVA) Стерна - Стюарта;

- ◆ на основе экономической прибыли Коупленда - Колера - Муррина;

- ◆ на основе добавленной денежной стоимости (CVA) немецкого исследователя Левиса”.

С нашей точки зрения, одним из наиболее эффективных инструментов управления стоимостью бизнеса является концепция экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA). Показатель экономической стоимости близок к показателю бухгалтерской чистой прибыли. Существенные различия между EVA и традиционными параметрами результатов деятельности заключаются в том, что при определении экономической стоимости вместо расходов по процентам по полученным займам учитываются средневзвешенные затраты на привлечение капитала.

Удобство применения показателя экономической стоимости по сравнению с показателями стоимости, рассчитанными на основе дисконтированных денежных потоков, заключается в том, что EVA позволяет оценить результаты деятельности компании по созданию стоимости за единичный период времени. Экономическая добавленная стоимость может быть рассчитана двумя способами. В первом случае используется формула

$$EVA = NOPAT - Capital = NOPAT - WACC \cdot CE, \quad (1)$$

где *NOPAT* (Net Operating Profit After Tax) - скорректированная чистая операционная прибыль после уплаты налогов; *Capital* (Cost Of Capital) - цена капитала компании; *WACC* (Weight Average Cost Of Capital) - средневзвешенная стоимость капитала компании; *CE* (Capital Employed) - инвестированный капитал.

Скорректированная чистая операционная прибыль после уплаты налогов рассчитывается по формуле

$$NOPAT = \frac{\text{Прибыль от продаж}}{\text{Скорректированный налог на прибыль и иные обязательные платежи}} \quad (2)$$

Оценка средневзвешенной стоимости капитала осуществляется следующим образом.

1) Требуется определить источники финансирования компании и соответствующие им затраты на капитал.

2) Поскольку проценты по займам уменьшают базу для расчета налога на прибыль, то для оценки стоимости долгосрочного заемного капитала надо умножить его величину на коэффициент $(1 - T)$, где T - ставка налога на прибыль, выраженная в процентах.

3) Для каждого из источников финансирования определяется его доля в общей сумме капитала.

4) Для того чтобы рассчитать $WACC$, необходимо стоимость каждого из элементов капитала (выраженную в процентах) умножить на его удельный вес в общей сумме капитала⁵.

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по формуле

$$WACC = K_s \cdot W_s + K_d \cdot W_d = K_s \cdot W_s + r \cdot (1 - T) \cdot W_d, \quad (3)$$

где K_s - стоимость собственного капитала, %; W_s - доля собственного капитала, % (по балансу); K_d - стоимость заемного капитала, %; W_d - для заемного капитала, % (по балансу); r - годовая процентная ставка по заемным средствам, %; T - ставка налога на прибыль, %.

Стоимость инвестированного капитала (CE) рассчитывается по формуле

$$CE = TA - NP, \quad (4)$$

где TA (Total Assets) - совокупные активы (по балансу); NP (Non Percent Liabilities) - беспроцентные текущие обязательства (по балансу), т.е. кредиторская задолженность поставщикам, бюджету, полученные авансы, прочая кредиторская задолженность.

Из формулы экономической добавленной стоимости можно вывести относительный показатель "Доходность инвестированного капитала" (Return on Capital Employed, $ROCE$).

Экономический смысл данного показателя заключается в том, что экономическая добавленная стоимость (EVA) возникает в компании в том случае, если за данный период времени удалось заработать доходность инвестированного капитала ($ROCE$) выше, чем норма доходности инвестора ($WACC$).

Инвесторы (собственники, акционеры) окажутся в проигрыше, если доходность их капитала, заработанная в компании, не достигнет установленной ими барьерной ставки доходности. Этот принцип формирования стоимости компании выражается в показателе экономической добавленной стоимости (EVA):

$$EVA = Spread \cdot CE = (ROCE - WACC) \cdot CE, \quad (5)$$

где $Spread$ - это разница между доходностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала.

$Spread$ представляет собой экономическую добавленную стоимость в относительном выражении, %.

Показатель $ROCE$ используется как компаниями, так и внешними пользователями их финансовой отчетности для сравнения инвестиционного проекта, связанного с вложением средств в какую-либо компанию, с другими инвестиционными проектами по степени их эффективности.

$$ROCE = NOPAT / CE. \quad (6)$$

В данном представлении показателя экономической добавленной стоимости (EVA) существует очень важный момент. Разность двух ставок доходностей ($ROCE - WACC$) называется спреedom доходности ($Spread$). Если $Spread$ положительный, то компанией заработана доходность, превышающая доходность, требуемую инвесторами. В этом случае доходность капитала, вложенного в компанию, выше альтернативной доходности для инвестора, ведь все альтернативы оценены и учтены в показателе средневзвешенных затрат на капитал ($WACC$). Следовательно, конечный результат - возникновение экономической добавленной стоимости - означает прирост стоимости капитала за данный период.

Основной принцип управления стоимостью по методу экономической добавленной стоимости - это управление EVA таким образом, чтобы она постоянно возрастала и обеспечивала рост стоимости компании. Для этого нужно управлять факторами, влияющими

на *EVA*. Внутренними факторами, влияющими на стоимость, могут выступать темпы роста продаж продукции/услуг компании, темпы роста основных статей баланса и отчета о прибылях и убытках, темпы роста чистой прибыли, норма доходности собственника (акционера, инвестора) и др. Внешними факторами, влияющими на стоимость, могут быть уровень инвестиционных, маркетинговых, финансовых, производственных и организационных рисков компании, изменение стоимости заемного капитала, изменение налоговых ставок.

Показатель экономической добавленной стоимости является индикатором качества принятия управленческих решений. Положительное значение *EVA* характеризует эффективное использование капитала и свидетельствует об увеличении стоимости компании. Если *EVA* равно нулю, то собственники капитала компании фактически получили норму возврата, компенсирующую риск. Отрицательное значение отражает неэффективное использование капитала и свидетельствует о снижении стоимости компании.

Концепция экономической добавленной стоимости диктует следующие правила: увеличение прибыли, увеличение продаж активов и уменьшение их покупки, увеличение инвестиций в НИОКР, снижение стоимости капитала. К плюсам концепции можно отнести то, что *EVA* позволяет учесть не только текущие затраты и выручку компании, но и эффективность используемого капитала, переданного менеджменту в управление, а также его стоимость. Значение показателя *EVA* не будет существенно снижаться, если компания проводит научно-исследовательские работы: согласно одной из корректировок, предложенной автором модели - компанией Stern Stewart&Co, чистая прибыль должна быть скорректирована с учетом затрат на НИОКР. Значит, руководители компаний, стараясь максимизировать *EVA*, не будут экономить на создании новых технологий и продуктов⁶.

Для управления компанией, ориентированной на стоимость, необходимы два важнейших условия: внедрение стоимостного мышления у сотрудников компании и выявление факторов стоимости. Также требуется организовать систему, которая будет определять и

контролировать весь процесс оценки стоимости. Должны быть разработаны финансовая документация и отчеты, которые будут отражать основные факторы стоимости.

Как показывает опыт российских предприятий, собственники зачастую не осуществляют детального контроля над деятельностью компании, а менеджеры порой не заинтересованы в повышении благосостояния инвесторов из-за отсутствия точных оценок эффективности своего труда и соответствующей мотивации при достижении таких ориентиров. Для разрешения такого противоречия необходимо совершенствование системы оценок эффективности деятельности и информационного обмена между менеджерами и собственниками, нужна эффективная система их мотивации и контроля⁷. Эффективным решением проблемы гармонизации интересов собственников и менеджмента компании, а также обеспечения контроля за результативностью менеджеров является комбинация концепций *BSC* (сбалансированная система показателей) и *EVA*.

Концепция *BSC* учитывает стремление менеджмента к повышению эффективности функционирования компании за счет гармонизации интересов четырех основных представителей окружающей внешней среды прямого воздействия: акционеров, потребителей, партнеров и кредиторов.

Работая над увеличением стоимости бизнеса, целесообразно принимать финансовые решения с учетом стратегии развития компании. Однако необходимо совмещать методiku *EVA* с интегрированными стратегическими показателями, которые, помимо финансовых, включают в себя аспекты ориентации на рынок и клиентов, аспекты функциональной эффективности и непрерывного совершенствования, выстроенные в стратегическую схему.

Комбинация *BSC* и *EVA* позволяет отразить в финансовых целях и ориентирах видение менеджментом будущего компании, а далее провести декомпозицию этих целей и разработать мероприятия по гармонизации интересов собственников, потребителей и партнеров через совершенствование бизнес-процессов.

Создание стоимости компании подразумевает деятельность по обеспечению роста

ценности собственного капитала и повышению благосостояния собственников компании. Руководство организации не может напрямую воздействовать на стоимость компании, а способно управлять только отдельными факторами, которые поддаются прямому воздействию и, в конечном счете, влияют на стоимость. К ним относятся удовлетворение запросов клиентов по качеству приобретаемой у компании продукции, себестоимость выпускаемой продукции, объем и структура капитальных вложений, число и сроки осуществления инвестиционных проектов и т.д. Эти факторы помогают высшему руководству оценить происходящее на остальных уровнях компании и донести до менеджеров более низких уровней свои планы и намерения⁸.

Умение управлять стоимостью компании позволяет принимать более успешные управленческие решения, наиболее эффективно перераспределять денежные потоки. В этих условиях особенно важны учет и анализ рисков, а также оценка готовности к новым рискам. Анализ рисков, отрицательно влияющих на стоимость, следует рассматривать как неотъемлемую часть стратегии организации, направленной на рост.

В современных условиях растет стоимость рисков, с которыми приходится сталкиваться как крупным, так и мелким компаниям. Об этом свидетельствуют катастрофические последствия целого ряда банкротств крупных корпораций. Логическим их следствием стали призывы к повышению качества корпоративного управления и совершенствованию управления рисками. Комитет спонсорских организаций Комиссии Тредвея (COSO) в 2001 г. инициировал разработку документа "Концептуальные основы управления рисками организаций", предназначенного для использования руководством компаний в процессе оценки корпоративных рисков и создания систем управления ими. Сегодня этот документ применяется многими компаниями, организациями и заинтересованными сторонами.

В 2002 г. в США был принят закон Сарбейнса - Оксли, который расширяет давно существующее требование к открытым акционерным обществам по созданию и поддержанию систем внутреннего контроля, возлагая обязанность на руководство компаний

представлять информацию об эффективности этих систем, а на независимого аудитора - удостоверять представленные сведения. Выдержавшие проверку на прочность "Концептуальные основы внутреннего контроля" выступают в качестве общепринятого стандарта при выполнении данных требований к отчетности. Итак, риск-менеджмент стал одной из составляющих процесса глобальной унификации. Однако со временем стали возникать проблемы сопряжения деятельности бухгалтера и риск-менеджера в рамках одной корпоративной структуры. В центре этих проблем лежат два понятия: стоимость (как проблема содержания) и неопределенность (как проблема действия).

Рекомендуемая COSO модель управления рисками компаний строится вокруг понятия "стоимость". В "Кратком изложении Концептуальных основ" отмечено: "Основная предпосылка при управлении рисками заключается в том, что каждая организация существует, чтобы создавать стоимость для сторон, заинтересованных в ее деятельности". Другое важное понятие - "неопределенность": "Все организации сталкиваются с неопределенностью, и задачей руководства является принятие решения об уровне неопределенности, с которым организация готова смириться, стремясь увеличить стоимость для заинтересованных сторон. Неопределенность, с одной стороны, таит в себе риск, а с другой - открывает возможности, поэтому она может привести как к снижению, так и к увеличению стоимости"⁹.

По своему смыслу управление рисками - это деятельность по увеличению стоимости в условиях неопределенности: "Управление рисками позволяет руководству эффективно действовать в условиях неопределенности и связанных с ней рисков и использовать возможности, увеличивая потенциал для роста стоимости компании". При этом "рост стоимости будет максимальным, если руководство определяет стратегию и цели таким образом, чтобы обеспечить оптимальный баланс между ростом компании, ее прибыльностью и рисками; эффективно и результативно использует ресурсы, необходимые для достижения целей организации"¹⁰.

В настоящее время все большую цену на рынке приобретают такие неосязаемые кате-

гории, как уникальность и эксклюзивность знания, умение управлять невидимыми ресурсами, степень влиятельности и включенность в значимые коалиции, признание и авторитет, лидерство, устойчивость к текущим и будущим рискам. “Бухгалтерская стоимость” - всего лишь часть полной стоимости компании. Капитал компании включает в себя не только землю, здания и сооружения, машины и механизмы, коммуникации и ресурсы, рабочую силу и некоторую денежную массу, но и ее бренд, “историю успеха”, интеллектуальные ресурсы и базы знаний, профессиональные, политические, социальные связи и отношения, такие понятия, как “приоритет”, “авторитет”, “влияние”, “рыночный вес” и многое другое. По оценкам специалистов, относительная доля традиционной “бухгалтерской стоимости” в очень скором времени будет составлять не более 20% в капитале компании. Уже сегодня до 80% стоимости составляют бренд, авторитет, история успеха, интеллектуальные ресурсы, влияние, рыночный вес и аналогичные им понятия.

Как было сказано выше, “Концептуальные основы управления рисками организаций” разработаны, чтобы оказать содействие в достижении целей организации. Эти цели в документе разделены на четыре категории. Сам процесс управления рисками разделен на восемь

взаимосвязанных компонентов. Взаимосвязь между целями и действиями по их достижению представляется в виде трехмерной матрицы, имеющей форму куба (см. рисунок) ¹¹.

Четыре категории целей - стратегические, операционные, цели в области подготовки отчетности и соблюдения законодательства - представлены на верхней грани куба; восемь компонентов - горизонтальными рядами, а подразделения организации - вертикальными рядами. Данная матрица, как сказано в документе, отражает способность организации рассматривать управление рисками во всей его полноте, или же по категориям целей, компонентам, подразделениям, или на более низком уровне.

Процесс управления рисками имеет и определенные ограничения. Помимо отмеченных выше факторов, ограничения связаны с тем обстоятельством, что персональное суждение при принятии решения может быть ошибочным. Безусловно, решения о методе реагирования на риск и создание средств контроля должны учитывать соотношение затрат и результатов, однако проблемы могут возникнуть из-за простых человеческих ошибок. Данные ограничения не позволяют совету директоров и руководству иметь абсолютную уверенность в достижении целей организации.

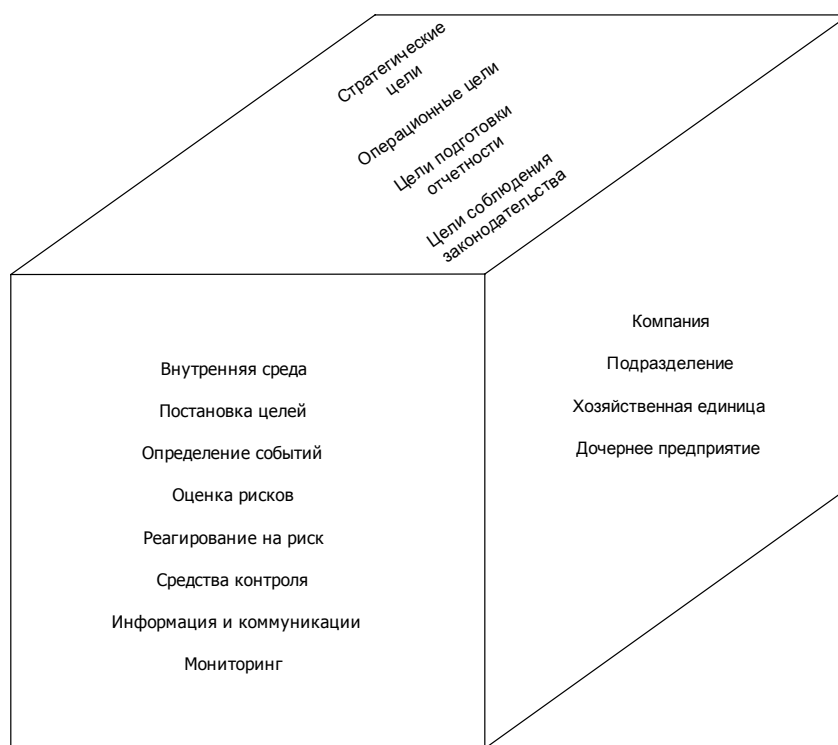


Рис. Трехмерная матрица COSO

Приходится констатировать, что 20% стоимости представляют собой “бухгалтерскую” стоимость компании. Остальные 80% - зона полной неопределенности. Именно в этой зоне возникают самые дорогие риски.

Увеличение стоимости возможно путем стремления к максимальной эффективности, которая во многом зависит от налаженности бизнес-процессов. Степень оптимальности бизнес-процессов компании является одним из факторов роста стоимости. Если две компании имеют примерно одинаковую долю на рынке, находятся в одинаковых условиях, примерно равны по оценочным показателям, то победитель в конкурентной борьбе будет определен благодаря наилучшей эффективности бизнес-процессов. Поэтому для повышения стоимости необходимо оптимизировать бизнес-процессы компании и при необходимости проводить реструктуризацию бизнес-процессов компании, т.е. перемещать некоторые процессы, создавать новые процессы и удалять ненужные.

Деятельность любой компании представляет собой совокупность бизнес-процессов. От их структуры зависят долгосрочный успех компании, ее конкурентоспособность и способность создавать стоимость.

Выделяют четыре вида бизнес-процессов: 1) основные бизнес-процессы; 2) обеспечивающие (вспомогательные) бизнес-процессы; 3) бизнес-процессы управления; 4) бизнес-процессы развития.

Оптимизация бизнес-процессов может быть достигнута комбинацией следующих операций: перенос места нахождения процесса; перенос времени начала и/или окончания процесса; замена состава исполнителей процесса; замена состава входящих ресурсов в процесс; замена поставщиков ресурсов процесса; замена периодичности поставок ресурсов в процесс; замена технологии процесса; изменение состава результата процесса; замена покупателей результата процесса; замена периодичности поставок результата процесса покупателям.

Снижение стоимости процесса означает, что для получения того же результата процессу потребуется меньше ресурсов. Это может быть достигнуто за счет усовершенствования технологии процесса, замены состава входящих в процесс ресурсов, изменения состава результата процесса.

Стоимость отдельных бизнес-процессов полезно знать для эффективного управления стоимостью всей компании. Доходный, затратный и сравнительный подходы позволяют оценить стоимость процесса с разных сторон: с точек зрения генерируемых им доходов, затрат на создание аналогичного процесса и рыночных цен по сделкам на аналогичные процессы. Стоимость бизнес-процессов также можно оценивать на основе сопоставления затрат на обслуживание и содержание процесса с его результатами.

Как точно определено А.С. Волковым, “на основе критерия стоимости процессов в среднесрочной или долгосрочной перспективе по отношению к ним могут приниматься следующие решения:

- ◆ создание новых процессов своими силами;
- ◆ покупка готовых новых процессов внутри компании;
- ◆ оптимизация существующих процессов;
- ◆ замена существующих процессов на покупку результатов аналогичных внешних по отношению к компании процессов (аутсорсинг);
- ◆ замена существующих процессов на более совершенные аналогичные процессы внутри компании (реинжиниринг);
- ◆ продажа существующих процессов;
- ◆ ликвидация существующих процессов”¹².

Совокупность операций с бизнес-процессами, объединяемая единой целью и последовательностью, называется реструктуризацией бизнеса (бизнес-процессов). Если за главную цель такой реструктуризации принять наращивание стоимости бизнеса в некой перспективе, то можно сказать, что реструктуризация бизнеса проводится на основе стоимостного подхода.

Компания, выстраивающая свою стратегию с помощью концепции стоимости, должна внедрить методологию на основе ключевых стоимостных показателей и разработать систему, в соответствии с которой каждый сотрудник будет ориентирован на создание новой стоимости. В компаниях, ориентированных на стоимость, мотивация сотрудников строится на основании роста стоимости бизнеса. Концепцию стоимости необходимо использовать на основании методологии и

корпоративной культуры. Стоимостный подход должен лечь в основу управления компанией, определяя стратегию развития и выступая инструментом мониторинга и контроля.

Таким образом, в качестве инструментария, позволяющего обеспечить эффективность деятельности, нами предлагается подход к управлению стоимостью компании с позиции риск-менеджмента и оптимизации бизнес-процессов. Практическая целесообразность применения данного подхода заключается в минимизации рисков и повышении качества бизнес-процессов организации. Управление стоимостью компании должно строиться на основе управления стоимостью отдельных бизнес-процессов.

¹ Ахтямов М. Особенности построения системы управления стоимостью компании // РИСК. 2008. □ 2. С. 70-76.

² Никитин Л. Стоимость непубличного бизнеса: повышающие факторы // Фин. директор. 2008. □ 3. С. 16-23.

³ Там же.

⁴ Емельянов А.М., Шакина Е.А. Основные этапы эволюции концепций управления стоимостью // Корпоративные финансы. 2008. □ 4. С. 79-87.

⁵ Хорин А.Н., Керимов В.Э. Стратегический анализ. М., 2006. С. 151.

⁶ Порядин А. Как управлять стоимостью компании // Фин. директор. 2006. □ 3. С. 12.

⁷ Федосеев В.Н., Шаповалов А.Ю. Методологические основы оценки результатов труда менеджеров в двухуровневой системе стратегического управления компанией // Менеджмент в России и за рубежом. 2008. □ 3. С. 102-109.

⁸ Хорин А.Н., Керимов В.Э. Указ. соч.

⁹ Тихоновский А.В. Риск-менеджмент: позиция бухгалтера // Сиб. фин. шк. 2007. □ 1. С. 34.

¹⁰ Управление рисками организаций. Интегрированная модель. Краткое изложение. Концептуальные основы. The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. URL: [http://www.ifc.org/ifcext/cacgp.nsf/AttachmentsByTitle/tj_COSO_Ru/\\$FILE/tj_COSO_Ru.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cacgp.nsf/AttachmentsByTitle/tj_COSO_Ru/$FILE/tj_COSO_Ru.pdf).

¹¹ Тихоновский А.В. Указ. соч. С. 37.

¹² Волков А.С., Куликов М., Марченко А. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности. М., 2007. С. 294.

Поступила в редакцию 06.08.2012 г.