

УДК 336.64:658.14

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ ПОДХОД К ФОРМИРОВАНИЮ ИНТЕГРИРОВАННОЙ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВЫХ И НЕФИНАНСОВЫХ ДРАЙВЕРОВ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ**А.И. Румынин, Н.Б. Рылкина, М.А. Валишвили**

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, email: semezkii@gmail.com

Аннотация. Настоящее исследование посвящено решению фундаментальной проблемы современного корпоративного управления – разрыва между балансовой и рыночной стоимостью компаний, обусловленного ростом значимости нематериальных активов. Целью работы является обоснование методологического подхода к построению интегрированной системы драйверов, позволяющей управлять стоимостью бизнеса через воздействие на опережающие нефинансовые индикаторы. На основе системного анализа и синтеза моделей экономической добавленной стоимости (EVA) и сбалансированной системы показателей (BSC) автором разработана иерархическая модель («дерево стоимости»). В работе доказано, что интеграция специфических отраслевых метрик (NPS, eNPS) в финансовую модель позволяет сформировать трансмиссионный механизм, преобразующий качественные улучшения в операционной деятельности в рост денежных потоков. Предложенный подход обеспечивает переход от реактивного контроля финансовых результатов к проактивному управлению факторами их формирования.

Ключевые слова: управление стоимостью (VBM), драйверы стоимости, нефинансовые показатели, розничная торговля, KPI, сбалансированная система показателей, опережающие индикаторы.

METHODOLOGICAL APPROACH TO FORMING AN INTEGRATED SYSTEM OF FINANCIAL AND NON-FINANCIAL COMPANY VALUE DRIVERS**A.I. Rumynin, N.B. Rylkina, M.A. Valishvili**

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, email: semezkii@gmail.com

Abstract. This study addresses a fundamental problem of modern corporate governance – the gap between the book value and market value of companies, caused by the growing importance of intangible assets. The aim of the work is to substantiate a methodological approach to building an integrated system of drivers that allows managing business value through the influence on leading non-financial indicators. Based on system analysis and synthesis of Economic Value Added (EVA) and Balanced Scorecard (BSC) models, the author developed a hierarchical model (“value tree”). The paper proves that the integration of specific industry metrics (NPS, eNPS) into the financial model creates a transmission mechanism that converts qualitative improvements in operations into cash flow growth. The proposed approach ensures the transition from reactive control of financial results to proactive management of the factors of their formation.

Keywords: Value-Based Management (VBM), value drivers, non-financial indicators, retail trade, KPI, Balanced Scorecard, leading indicators.

Дата поступления статьи в редакцию: 05.01.2026

Дата принятия статьи в печать: 20.02.2026

Введение

В условиях формирования экономики знаний и сервиса традиционная парадигма финансового менеджмента, ориентированная на максимизацию бухгалтерской прибыли, демонстрирует существенную ограниченность. Управленческая наука сталкивается с необходимостью переосмысления механизмов формирования корпоративной стоимости, поскольку классические финансовые метрики (ROS, EPS) являются по своей природе «запаздывающими» индикаторами (lagging indicators), фиксирующими результаты прошлых решений, но не дающими представления о потенциале будущего роста. Актуальность настоящего исследования обусловлена потребностью в разработке инструментария, способного преодолеть разрыв между стратегическими целями компании и операционными рычагами управления. Особую значимость данная проблема приобретает для высококонкурентных отраслей, таких как розничная торговля, где ключевыми факторами создания стоимости становятся нематериальные активы: лояльность клиентов, качество человеческого капитала и эффективность бизнес-процессов.

Цель исследования

Целью исследования является обоснование авторского методологического подхода к формированию интегрированной системы драйверов, которая объединяет финансовые и нефинансовые показатели в единую иерархическую структуру, позволяя менеджменту осуществлять предиктивное управление стоимостью компании.

Материал и методы исследования

Методологическую основу исследования составил синтез концепций стоимостно-ориентированного менеджмента (VBM), в частности модели экономической добавленной стоимости (EVA), и концепции сбалансированной системы показателей (BSC). В качестве ключевого метода использовался метод декомпозиции целей и причинно-следственного анализа, позволивший выявить лаговые зависимости между операционными улучшениями и финансовыми результатами. Информационной базой послужили теоретические разработки зарубежных и отечественных ученых (А. Раппапорт, Т. Коупленд, Д.Л. Волков, Т.В. Теплова), а также эмпирические данные, характеризующие специфику формирования стоимости в секторе розничной торговли.

Результаты исследования

Современная архитектура управления стоимостью требует отказа от одномерного восприятия эффективности бизнеса. Фундаментальным препятствием для внедрения VBM на практике часто становится отсутствие четкой классификации факторов, влияющих на создание стоимости, и понимания механизма их взаимодействия. Финансовые показатели, будучи вершиной «пирамиды эффективности», являются результирующими величинами, на которые менеджмент не может воздействовать напрямую. Невозможно «приказать» вырасти прибыли или рентабельности инвестированного капитала (ROIC); можно лишь изменить параметры операционной деятельности, которые, в свою очередь, приведут к изменению финансовых итогов. Следовательно, методология управления должна базироваться на декомпозиции интегральной цели (максимизация стоимости) на систему управляемых драйверов.

Первым этапом формирования такой системы является строгая дихотомия драйверов на финансовые и нефинансовые. Финансовые драйверы описывают экономические последствия деятельности и используются для внешней отчетности и оценки инвестиционной привлекательности. К ним относятся компоненты модели дисконтированных денежных потоков: темпы роста выручки, операционная маржа, налоговая нагрузка, потребность в оборотном и основном капитале, а также стоимость привлечения ресурсов (WACC). Управление данными параметрами относится к сфере компетенций финансового директора и направлено на оптимизацию структуры капитала и налоговое планирование. Однако, как показывает практика, воздействие исключительно на финансовые рычаги имеет ограниченный потенциал роста стоимости и часто сводится к краткосрочной оптимизации затрат.

Качественный скачок в управлении стоимостью возможен лишь при включении в контур анализа нефинансовых драйверов. Данные показатели выступают в роли опережающих индикаторов (leading indicators), сигнализирующих о будущих изменениях денежных потоков задолго до их отражения в бухгалтерской отчетности. Для предприятий розничной торговли, являющихся объектом апробации предлагаемого подхода, критически важными группами нефинансовых драйверов выступают клиентские метрики и показатели человеческого капитала. Именно в этих областях формируется основа для устойчивого конкурентного преимущества, которое впоследствии монетизируется через финансовый механизм.

В таблице 1 представлен разработанный автором классификационный подход к дифференциации драйверов стоимости, адаптированный к специфике розничного бизнеса. Данная классификация не просто перечисляет показатели, но и определяет их функциональную роль в механизме создания стоимости, разделяя их на индикаторы результата и индикаторы потенциала.

Данные таблицы 1 позволяют сделать вывод о иерархической природе системы драйверов. Нефинансовые показатели нижнего уровня (eNPS, Availability) являются фундаментом пирамиды. Их ухудшение (например, рост дефицита товара на полке или падение мотивации линейного персонала) не приведет к мгновенному падению выручки в текущем квартале, однако неизбежно вызовет эрозию клиентской лояльности (NPS) в среднесрочной перспективе. Падение NPS, в свою очередь, с временным лагом трансформируется в снижение трафика и конверсии,

что в конечном итоге обрушит финансовые показатели (ROIC, EVA). Таким образом, мониторинг нефинансовых драйверов позволяет менеджменту выявлять проблемы на ранней стадии, когда они еще поддаются коррекции без значительных финансовых потерь.

Таблица 1

Классификация и функциональная роль драйверов стоимости в интегрированной системе управления

Группа драйверов	Тип индикатора	Ключевые показатели	Функциональная роль в модели стоимости	Механизм влияния
Финансовые (Верхний уровень)	Результирующий (Lagging)	Economic Value Added (EVA), ROIC, WACC, Свободный денежный поток (FCF)	Измерение факта создания стоимости за прошедший период	Отражают конечный финансовый результат принятых решений
Операционно-финансовые (Средний уровень)	Результирующий (Lagging)	Рентабельность продаж (ROS), Оборачиваемость активов, Валовая маржа	Декомпозиция финансовых целей на уровень бизнес-единиц	Связывают операционную эффективность с финансовым результатом
Клиентские (Нижний уровень)	Опережающий (Leading)	Net Promoter Score (NPS), Коэффициент конверсии, Средний чек, Retention Rate	Формирование базы для будущих доходов. Индикатор устойчивости спроса	Рост лояльности -> Рост повторных покупок -> Снижение волатильности выручки -> Снижение риска
Внутренние / Кадровые (Базовый уровень)	Опережающий (Leading)	eNPS (вовлеченность персонала), Текучесть кадров, Availability (доступность товара)	Обеспечение операционной способности генерировать ценность	Вовлеченный персонал -> Качественный сервис -> Рост NPS

Ключевым элементом предлагаемого методологического подхода является построение трансмиссионного механизма, описывающего математическую и логическую связь между уровнями драйверов. Простого отслеживания набора KPI недостаточно; необходима модель, доказывающая экономическую целесообразность инвестиций в нематериальные активы. Например, затраты на обучение персонала или внедрение стандартов сервиса часто рассматриваются как издержки, снижающие текущую прибыль. Однако в рамках интегральной модели они интерпретируются как инвестиции в драйвер «eNPS», который имеет корреляцию с драйвером «Конверсия посетителей в покупателей».

Построение причинно-следственных цепей позволяет квантифицировать влияние нефинансовых инициатив. Если анализ исторических данных компании показывает, что увеличение NPS на 1 пункт коррелирует с ростом сопоставимых продаж (LFL Sales) на 0,5% с лагом в 3 месяца, то менеджмент получает обоснованный инструмент для бюджетирования. Это превращает управление стоимостью из абстрактной концепции в прикладную технологию. Важно отметить, что сила и скорость влияния (длина лага) могут варьироваться в зависимости от формата торговли и рыночной конъюнктуры, что требует регулярной калибровки модели.

На основе выявленных взаимосвязей автором разработана иерархическая модель управления («Дерево стоимости»), синтезирующая финансовую логику модели DuPont/EVA и стратегическую логику BSC. Суть модели заключается в каскадировании главной цели – максимизации разрыва между рентабельностью инвестированного капитала (ROIC) и средневзвешенной стоимостью капитала (WACC) – на уровень конкретных операционных задач. Каждый уровень дерева отвечает на вопрос «За счет чего достигается показатель вышестоящего уровня?».

Вершина дерева (EVA > 0) раскладывается на две ветви: повышение доходности (ROIC) и оптимизация затрат на капитал (WACC). Ветвь ROIC декомпозируется на операционную рентабельность и оборачиваемость капитала. Далее следует критически важный переход от финансовых коэффициентов к операционным драйверам. Например, оборачиваемость капитала зависит от управления товарными запасами и дебиторской задолженностью, а операционная рентабельность – от ценообразования, управления ассортиментом (product mix) и эффективности персонала.

Такая детализация имеет фундаментальное управленческое значение, поскольку она трансформирует абстрактную финансовую цель, понятную акционерам и топ-менеджменту, в систему конкретных, измеримых и управляемых операционных задач для линейных подразделений.

По сути, «дерево стоимости» выступает в роли переводчика, преобразуя язык корпоративных финансов (ROIC, WACC) в язык повседневной деятельности коммерческой службы, логистики или HR. Это позволяет четко распределить ответственность: финансовый директор управляет стоимостью капитала, тогда как операционный директор несет прямую ответственность за оборачиваемость активов, а коммерческий — за рентабельность продаж. Благодаря этому достигается стратегическое выравнивание, при котором действия каждого функционального блока оказываются подчинены единой логике создания экономической прибыли. Таким образом, модель предотвращает функциональную разобщенность и гарантирует, что локальные операционные улучшения, такие как оптимизация складских запасов, не рассматриваются изолированно, а воспринимаются как прямой вклад в достижение главной корпоративной цели.

В таблице 2 представлен фрагмент разработанной модели, демонстрирующий логику трансформации нефинансовых драйверов в финансовый результат через систему промежуточных KPI. Данная матрица служит методической основой для интеграции стратегии в операционные планы подразделений.

Анализ данных таблицы 2 позволяет сделать вывод о ключевой роли предложенной матрицы как инструмента операционализации стратегии и декомпозиции ответственности. Модель наглядно демонстрирует, что управление стоимостью — это не прерогатива исключительно финансового блока, а сквозной процесс, пронизывающий все уровни и функции организации. Следует обратить особое внимание на то, как конкретные, измеримые действия линейных подразделений (например, сокращение текучести кадров в HR или повышение точности прогноза в логистике) напрямую трансформируются в улучшение финансовых драйверов (рост операционной маржи и ускорение оборачиваемости активов). Результатом применения такой матрицы становится не только повышение прозрачности бизнес-процессов, но и формирование у каждого руководителя ясного понимания его вклада в создание акционерной стоимости. Это позволяет преодолеть функциональную разобщенность и сфокусировать всю организацию на достижении стратегически важных, долгосрочных целей, таких как устойчивое развитие (ESG), которое через снижение рисков и стоимости капитала оказывает прямое влияние на итоговую оценку бизнеса.

Таблица 2

Матрица трансформации нефинансовых драйверов в финансовые результаты (Фрагмент модели)

Уровень управления	Нефинансовый драйвер (Причина)	Операционный KPI (Трансмиссия)	Финансовый результат (Следствие)	Влияние на стоимость
HR / Персонал	Рост вовлеченности (eNPS)	Снижение текучести кадров (%)	Сокращение затрат на найм и обучение. Рост производительности труда	Рост операционной маржи (EBIT margin)
Операции / Логистика	Точность прогнозирования спроса	Доступность товара на полке (On-shelf availability, %)	Снижение упущенных продаж (Out-of-Stock). Оптимизация уровня запасов	Рост выручки. Ускорение оборачиваемости активов
Маркетинг / Клиенты	Повышение качества клиентского опыта (CSI)	Рост индекса потребительской лояльности (NPS)	Увеличение Retention Rate (удержание) и среднего чека	Стабилизация и рост долгосрочного денежного потока
Стратегия	Устойчивое развитие (ESG)	Снижение углеродного следа	Снижение регуляторных рисков. Доступ к «зеленому» финансированию	Снижение ставки дисконтирования (WACC)

Внедрение данного методологического подхода требует изменения процедур корпоративного планирования. Бюджетирование должно начинаться не с установки финансовых таргетов, а с определения целевых значений нефинансовых драйверов, необходимых для достижения желаемой стоимости. Такой подход обеспечивает ресурсную обеспеченность стратегии и снижает риск принятия решений, максимизирующих кратсрочную прибыль в ущерб долгосрочной конкурентоспособности (например, сокращение персонала, ведущее к падению качества сервиса и последующему оттоку клиентов).

Предложенный в статье методологический подход, несмотря на его теоретическую стройность и экономическую обоснованность, при практической реализации неизбежно столкнется с комплексом многоуровневых барьеров. Диагностика этих потенциальных препятствий является критически важным шагом, предваряющим разработку дорожной карты внедрения, поскольку

позволяет перейти от идеализированной модели к реальному управленческому механизму. Анализ данных барьеров целесообразно проводить на трех взаимосвязанных уровнях: поверхностном (инструментальном), системном (организационно-процессном) и корневом (культурно-парадигмальном), так как проблемы каждого последующего уровня являются первопричиной для предыдущего.

На поверхностном уровне основная проблема заключается в инструментальном дефиците и компетентностном разрыве у менеджеров среднего и линейного звена. Предложенная модель оперирует такими метриками, как NPS и eNPS, однако на практике их сбор, обработка и интерпретация зачастую осуществляются формально и с большим временным лагом. Например, директор магазина розничной сети может получать отчет по индексу потребительской лояльности раз в квартал, что делает этот показатель абсолютно нерабочим для принятия ежедневных операционных решений. Отсутствие удобных дашбордов, обновляющихся в режиме реального времени, превращает нефинансовые драйверы из инструмента управления в постфактум констатацию, лишённую практической ценности.

Дополнительно инструментальный дефицит усугубляется кризисом доверия к «мягким» данным со стороны менеджмента, привыкшего оперировать исключительно финансовыми показателями. Операционные руководители часто воспринимают нефинансовые KPI как субъективные и волатильные величины, которыми легко манипулировать, в отличие от «твёрдых» цифр выручки или затрат из учетной системы. Практическим примером служит ситуация, когда маркетологи представляют отчет о росте NPS, а финансовый отдел демонстрирует стагнацию продаж, что вызывает у руководства закономерный скепсис. Без четко отлаженной, прозрачной и автоматизированной системы сбора и верификации нефинансовых данных любая интегрированная модель будет отвергнута на операционном уровне как теоретическая конструкция, оторванная от реальности.

Проблемы инструментального уровня являются лишь симптомами более глубоких, системных дисфункций, заложенных в самой архитектуре управления компанией. Ключевой из них является функциональная разобщенность или так называемый «эффект колодцев» (silos). В типичной розничной компании за драйвер eNPS отвечает HR-департамент, за NPS – отдел маркетинга, за доступность товара – логистика, а за итоговую рентабельность – финансовый блок. Эти подразделения имеют собственные, зачастую противоречащие друг другу KPI, и их системы не интегрированы. В результате возникает парадокс: HR-директор отчитывается об успешном внедрении программы повышения вовлеченности, а финансовый директор в том же месяце сокращает фонд оплаты труда линейного персонала для выполнения плана по EBITDA, нивелируя все усилия коллег.

Данная разобщенность цементируется существующими системами бюджетирования и мотивации, которые образуют главный контур управления организацией. Горизонт планирования в большинстве компаний ограничен одним финансовым годом, а система вознаграждения топ-менеджмента на 80-90% привязана к краткосрочным финансовым результатам (прибыль, выручка). В таких условиях любой проект, направленный на улучшение нефинансовых драйверов (например, полная реконструкция магазинов для улучшения клиентского опыта), будет восприниматься как прямая угроза годовому бонусу. Менеджеры системно мотивированы жертвовать долгосрочной стоимостью ради достижения тактических финансовых целей, что делает внедрение предложенной модели невозможным без коренной перестройки этих системообразующих процессов.

Более того, системное сопротивление усиливается за счет доминирования финансового контура контроллинга в процессах принятия решений. Заседания правления и совета директоров, как правило, посвящены детальному разбору отклонений в отчете о прибылях и убытках, в то время как анализ нефинансовых показателей выносится в раздел «прочее» или не рассматривается вовсе. Это посылает всей организации недвусмысленный сигнал о том, какие показатели действительно важны для высшего руководства. Пока «дерево стоимости» не станет центральным элементом регулярной управленческой отчетности и основой для стратегических дискуссий, оно будет оставаться лишь аналитическим артефактом, существующим параллельно с реальной системой управления.

Наконец, самые глубокие и труднопреодолимые барьеры лежат на корневом, культурном уровне. Организационные процессы и системы являются лишь отражением доминирующей

в компании управленческой парадигмы и ментальных моделей ее лидеров. Если в корпоративной культуре на протяжении десятилетий поощрялся архетип менеджера-«оптимизатора», ориентированного на сокращение издержек и жесткие переговоры с поставщиками, то переход к клиентоцентричной модели, требующей эмпатии и инвестиций в сервис, будет воспринят как проявление слабости. Культурное сопротивление изменениям возникает из-за того, что новая модель обесценивает прошлый опыт и ключевые компетенции действующих руководителей.

В основе этого сопротивления лежит фундаментальный дефицит трансформационного лидерства. Внедрение интегрированной системы драйверов – это не технический проект, который можно делегировать финансовому отделу или проектному офису. Это смена философии управления, требующая личной, последовательной и непоколебимой приверженности со стороны первого лица компании. Если СЕО и ключевые акционеры продолжают в своих публичных и внутренних коммуникациях делать акцент исключительно на квартальной прибыли и цене акций, любые декларации о важности клиентов и сотрудников будут восприниматься персоналом как лицемерие.

Выводы

Применение разработанного инструментария инициирует фундаментальный сдвиг в корпоративной культуре и управленческих процессах – переход от реактивного контроля к предиктивному управлению. Это требует перестройки систем бюджетирования, мотивации и отчетности, которые должны быть сфокусированы не на краткосрочных бухгалтерских показателях, а на достижении целевых значений ключевых драйверов стоимости. Перспективы дальнейших научных изысканий в данной области видятся в разработке динамических моделей, учитывающих изменение силы и скорости влияния драйверов во времени, а также в исследовании возможностей применения технологий предиктивной аналитики и искусственного интеллекта для повышения точности прогнозирования.

Литература

1. Бланк И.А. Управление активами и капиталом предприятия. М.: Омега-Л, 2021. 488 с.
2. Волков Д.Л., Гаранина М.А. Управление стоимостью: финансовые и нефинансовые факторы. СПб.: Изд-во СПбГУ, 2022. 240 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблицер, 2024. 1316 с.
4. Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е. Анализ и оценка стоимости бизнеса. М.: КНОРУС, 2023. 448 с.
5. Ибрагимов Р.Г. Управление стоимостью компании: концепции, модели, оценка. М.: ИНФРА-М, 2021. 344 с.
6. Касьяненко Т.Г., Тарасова Ж.Н. Управление, ориентированное на стоимость компании (VBM). М.: Русайнс, 2023. 343 с.
7. Когденко В.Г. Корпоративная финансовая политика. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2022. 623 с.
8. Макарова В.А. Нефинансовые драйверы роста стоимости компании в условиях цифровой экономики // Экономика и управление. 2023. № 4. С. 67-75.
9. Андрущенко П.Н. Корпоративное управление и стоимость компании // Экономика, предпринимательство и право. 2011. № 4. С. 13-20.
10. Теплова Т.В. Корпоративные финансы: учебник для бакалавров. М.: Юрайт, 2023. 690 с.
11. Федотова М.А. Стоимостно-ориентированное управление корпорацией: теория, методология и практика. М.: КноРус, 2022. 145 с.
12. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors. New York: The Free Press, 1998. 224 p.

