

УДК 336.7 DOI: 10.14451/1.223.354

# Определение стоимости бизнеса экономического субъекта: теоретические аспекты

© 2023 Шнайдер Ольга Владимировна

Кандидат экономических наук, доцент Финансовый университет при Правительстве РФ.

E-mail: ovshnajder@fa.ru

© 2023 Земскова Ольга Николаевна

Кандидат экономических наук, доцент Финансовый университет при Правительстве РФ.

E-mail: onzemsikova@fa.ru

**Ключевые слова:** бизнес, вид, допущения, категории, расчет, стоимость, цель, элементы, эффективность.

Современные экономические субъекты осуществляют финансово-хозяйственную деятельность для получения прибыли и развития на перспективу, при этом результаты финансово-хозяйственной деятельности ориентированы на выручку, объем производства, величину активов, стоимость собственного капитала, стоимость основных средств, величину финансовых вложений, величину собственного оборотного капитала и т. д. Определяя индивидуальную систему показателей, характеризующих деятельность экономического субъекта, особого внимания заслуживает показатель стоимости бизнеса (стоимость компании). Данный показатель аккумулирует в себе различные финансовые характеристики и отражает влияние нефинансовых факторов.

Современная рыночная экономика обуславливает взаимодействие экономических субъектов, ориентированных на интересы субъектов домохозяйствования, компаний и в целом государства. Финансово-хозяйственная деятельность экономических субъектов находится в зоне интересов домохозяйств, государства, контрагентов, выступающих в роли заинтересованных сторон, в результате наличия определенной зависимости между экономическим субъектом и заинтересованными лицами. Анализ и оценку состояния и понимания будущих перспектив экономического субъекта заинтересованные стороны рассматривают через систему факторов, влияющих на его финансово-хозяйственную деятельность и стоимость бизнеса (компания).

В свою очередь, являясь относительной величиной, стоимость бизнеса (компания) определяется через внешние факторы и внутренние факторы создания стоимости бизнеса. Внешние факторы классифицируются в зависимости от сферы возникновения: макроэкономика, региональная специфика, отраслевая специфика, рыночные особенности. Внутренние факторы определяются в разрезе управленческих решений, принимаемых в части структуры управления, денежного потока и совокупного риска экономического субъекта. Элементы, формирующие фундаментальную стоимость, выступают в качестве внутренних факторов создания стоимости.

Анализ стоимости бизнеса способствует оценке вида стоимости бизнеса. Определение вида стоимости бизнеса обуславливает цели, для которых необходим расчет стоимости бизнеса. При этом возникновение дополнительных допущений и их изменение будет изменяться на основе поставленных целей получения стоимости бизнеса и выбора вида стоимости.

Вопросы стоимости бизнеса (компаний) обсуждаются российскими и зарубежными специалистами. Наиболее значимый вклад в изучение вопросов стоимости бизнеса (компаний) из числа зарубежных ученых внесли: Р. Брейли, М. Гордоном, А. Дамодараном, Дж. Линтнером, Ф. Модильяни, С. Майерсом, М. Миллером, К. Марксом, Дж. Моссиным, Д. Рикардо, А. Смитом, У. Шарпом и др. Из отечественных исследователей наибольший вклад в исследование вопросов стоимости бизнеса (компаний) внесли: В. И. Бариленко, О. В. Ефимова, Е. В. Никифорова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров и др.

Российские и зарубежные исследователи, изучая особенности функционирования теории стоимости, способствовали ее становлению, сформировав в своих ключевых работах представление о ее сущности. По своей сути дефиниция «стоимость» относится к фундаментальным экономическим категориям, получившая свое развитие в научных трудах К. Маркса, А. Маршалла, Дж. С. Милля, Т. Мальтуса, У. Пети, Д. Рикардо, А. Смита.

В XVII–XIX вв. образовалось несколько подходов к рассмотрению «стоимости» как экономической категории, различающихся методологией исследования, что обусловлено принадлежностью авторов подходов к различным экономическим школам, исследовавшим стоимость бизнеса как экономическую категорию. Наиболее популярными теориями к определению «стоимости» являются теория трудовой стоимости, теория маржинализма, теория ценности. Данные подходы представляют теоретическую ценность в рамках становления теории оценки стоимости бизнеса.

Ф. Модильяни и М. Миллер в 1958 г. доказали,

что стоимость бизнеса (компаний) формируется на основе будущих доходов, не подвергаясь влиянию специфики формирования капитала компании, при этом стоимость бизнеса не учитывает влияние соотношения акционерного и заемного капитала.

В свою очередь в исследовании М. Гордона и А. Шапиро выделены основные определения величины стоимости акционерного капитала. Работа, опубликованная в 1962 г., послужила базисом практического определения стоимости компании и становления последующих методик оценки стоимости бизнеса.

У. Шарпом, Дж. Линтнером и Дж. Моссиным предложен альтернативный подход к оценке собственного капитала, ими «представлена модель оценки доходности финансовых активов (англ. CAPM, Capital Assets Pricing Model), которая в свою очередь стала теоретической основой ряда последующих методик» [1; 7; 8].

Современные научные исследователи в большей степени придерживаются теории Р. Брейли, С. Майерс, А. Дамодаран понимающих под стоимостью бизнеса (компаний) сумму, приведенной стоимости будущих денежных потоков, генерируемых активами компании и зафиксированными на балансе компании.

Стоимость компании (англ. Enterprise Value) представляет величину, которая формируется из стоимости активов компании. Ричард Брейли, Стюарт Мартин и определяют «максимизацию текущей рыночной стоимости обращающихся акций фирмы как основополагающую цель корпоративных финансов». основополагающим принципом создания стоимости компании является получение доходности на капитал, превышающую стоимость капитала.

В современной научной литературе определяют следующие виды стоимости бизнеса (компания) [6]:

- Справедливая рыночная стоимость (fair market value) – стоимость, принимаемая государственными органами, одинаково выгодная и мелким, и крупным акционерам и близкая к средней рыночной стоимости аналогичных объектов.
- Инвестиционная стоимость (investment value) – стоимость для конкретного инвестора или группы лиц, отражающая их интересы и особенности сделки.
- Внутренняя или фундаментальная, стоимость (intrinsic, fundamental value) – стоимость определяемая как оценка, полученная в результате изучения всех характеристик фирмы и рыночных факторов.
- Стоимость продолжающегося бизнеса (going concern value) – стоимость, принимаемая государственными органами, одинаково выгодная и мелким, и крупным акционерам и близкая к средней рыночной стоимости аналогичных объектов.
- Реальная рыночная стоимость (market value) – цена, за которую в разумные сроки можно продать бизнес (компанию) на фактически доступном в настоящее время рынке.
- Балансовая или бухгалтерская стоимость (book value) – балансовая стоимость бизнеса (компания) отражает фактическую стоимость активов на определенную дату. Бухгалтерская стоимость зависит от балансовой стоимости активов на определенную дату.

К числу перечисленных видов стоимости бизнеса (компания) следует отнести и ликвидационную стоимость (liquidation value).

В зарубежной и отечественной научной литературе нет единого понятийного аппарата «фундаментальной стоимости». Точки зрения на определение «фундаментальной стоимости» (англ. Intrinsic Value) российских исследователей:

- Кудина М. В.: «Категория внутренняя, которая, тем не менее, находит свое проявление на

рынке, но создается в процессе производственной, инвестиционной и финансовой деятельности компании» [4].

- Дамодаран А.: «Стоимость, приписанная фирме хорошо известным аналитиком, который не только корректно оценил ожидаемые денежные потоки фирмы, но и верно определил ставку дисконтирования для данных потоков, при этом его оценки были абсолютно точными» [3].

Факторы, оказывающие влияние на фундаментальную стоимость бизнеса (компания) или формирующие ее [2; 5]:

1. Внешние факторы.
  - Макроэкономические факторы.
  - Региональные факторы.
  - Отраслевые факторы.
  - Рыночные факторы.
2. Внутренние факторы.
  - Финансовые факторы.
  - Нефинансовые факторы.

Стоимость активов выражается потенциальными денежными потоками, генерируемыми данными активами, скорректированными на ставку дисконтирования для приведения стоимости данных денежных потоков экономического субъекта к текущему моменту времени. Денежные потоки отражают потенциальные возможности компании в прогнозном периоде, определенные на основе текущего ее состояния и потенциальных возможностей в прогнозном периоде.

Анализ денежных потоков базируется на оценке текущего состояния экономического субъекта, экономического потенциала с учетом стратегии возможного развития данного субъекта и факторов влияния на финансово-хозяйственную деятельность. Для приведения денежных потоков к текущему периоду фундаментальная стоимость формируется денежными потоками, учитывающими риски, присущие экономическому субъекту, выраженные в ставке дисконтирования.

Формирование денежного потока экономического субъекта осуществляется на основе его

текущей деятельности. В качестве денежного потока в классической теории стоимости бизнеса используется: денежный поток экономического субъекта или денежный поток на инвестированный капитал (FCFF, Free Cash Flow to the Firm), денежный поток на собственный капитал (FCFE, Free Cash Flow to Equity).

Стоит отметить, что необходимо учитывать специфику деятельности экономического субъекта ретроспективного и перспективного значения при выборе вида денежного потока. Основное отличие между данными типами денежных потоков заключается в том, что денежный поток на инвестированный капитал распределяется между собственниками акций и держателями облигаций после осуществления операционной деятельности (основной) и инвестиционной деятельности. Денежный поток на собственный капитал распределяется между собственниками акций экономического субъекта, после осу-

ществления операционной, инвестиционной деятельности и выполнения обязательств перед инвесторами, формирующими источники финансирования компании.

В заключение отметим, что деятельность современных экономических субъектов характеризуется различными показателями, основным из которых является стоимость бизнеса (компания), поскольку стоимость бизнеса (компания) отражается денежными потоками, генерируемыми в различных периодах. Денежные потоки формируются из определенных элементов: операционная прибыль, амортизационные отчисления, капитальные вложения, собственный оборотный капитал. Кроме того, на стоимость бизнеса (компания), помимо величины денежного потока, влияет фактор обесценения денег, что отражается в дисконтировании денежных потоков.

### Библиографический список

1. Асканова О. В., Карпенко А. В. Эволюция подходов к осознанию сущности понятия стоимости бизнеса и ее оценки // Общество: политика, экономика, право. – 2010. – № 2. – С. 38–42.
2. Басова М. М., Никифорова Е. В., Музалев С. В. Финансово-аналитические инструменты устойчивого развития экономических субъектов : учебник / под ред. О. В. Ефимовой. – М. : КноРус, 2022. – 216 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М. : Альпина Паблишер, 2022. – 1320 с.
4. Кудина М. В. Стоимостной подход к управлению компанией // Вестник Московского университета. Серия 21. Управление (государство и общество). – 2007. – № 3.
5. Оценка стоимости бизнеса : учебник / М. А. Эскиндаров [и др.]. – М. : КноРус, 2023. – 320 с.
6. Соколова П. А. Цели стоимостной оценки и виды стоимости: анализ российской и зарубежной практики // Хроноэкономика. – 2021. – 2 (30). – С. 79–83.
7. Lintner J. The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets // Review of Economics and Statistics. – 1965. – Vol. 47, no. 1. – P. 13–37.
8. Mossin J. Equilibrium in a Capital Asset Market // Econometrica. – 1966. – Vol. 34, no. 4. – P. 768–783.