

Асканова Оксана Владимировна

кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов и кредита
Рубцовского индустриального института
(филиала)
Алтайского государственного университета
им. И.И. Ползунова
тел.: (903) 991-20-40

Карпенко Александр Викторович

аспирант, ассистент кафедры
финансов и кредита
Рубцовского индустриального института
(филиала)
Алтайского государственного университета
им. И.И. Ползунова
тел.: (923) 642-67-22

ЭВОЛЮЦИЯ ПОДХОДОВ К ОСОЗНАНИЮ СУЩНОСТИ ПОНЯТИЯ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА И ЕЕ ОЦЕНКИ

Аннотация:

В статье на основе анализа сложившихся представлений прослеживается становление и раскрывается содержание такого понятия как «стоимость бизнеса». Подчеркивается, что данный термин не имеет однозначной трактовки в силу его сложности и противоречивости, в результате предпринята попытка дать авторское определение данного понятия.

Ключевые слова:

стоимость бизнеса, стоимость компании, оценка бизнеса, доходный подход.

Askanova Oxana Vladimirovna

Candidate of Economics,
assistant professor of the chair of
finance and credit,
Rubtsovsk Industrial Institute,
affiliate of
Altai State University
tel.: (903) 991-20-40

Karpenko Alexander Viktorovich

post-graduate student, assistant of
the chair of
finance and credit,
Rubtsovsk Industrial Institute,
affiliate of
Altai State University
tel.: (923) 642-67-22

EVOLUTION OF APPROACHES TO COMPREHENSION OF ESSENCE OF CONCEPT OF COST OF BUSINESS AND ITS ESTIMATION

The summary:

In this article on the basis of analysis of the established representations formation is traced and the content of such notion as «business value» is opened. The author emphasizes that the given term has no unequivocal treatment by virtue of its complexity and discrepancy, in result attempt to give author's definition of the given notions is undertaken.

Keywords:

business value, company value, business valuation, income approach.

В условиях нестабильности экономической обстановки основным индикатором оценки уровня устойчивого развития хозяйствующего субъекта, его конкурентоспособности, сбалансированности интересов различных участников рыночных отношений является показатель стоимости компании. Это обусловлено тем, что в стоимость предприятия интегрированы главные экономические и финансовые индикаторы, достаточно полно отражающие его внутренние бизнес-процессы и внешнее окружение.

Надо отметить, что стоимость как экономическая категория всегда была в центре внимания экономической научной мысли и связана с именами таких выдающихся экономистов как У. Пети, А. Смит, Д. Рикардо, Т. Мальтус, Дж. С. Милль, А. Маршалл, К. Маркс и других исследователей, которые заложили основы теории стоимости и попытались определить гносеологические корни столь сложного и противоречивого понятия. В целом можно констатировать, что на протяжении XVII–XIX вв. сложились и доминировали несколько подходов к определению стоимости (теория трудовой стоимости, теория маржинализма, теория ценности), существенно различающихся методологией исследования.

Нет никакого сомнения, что каждый из упомянутых подходов представляет собой не только теоретическую ценность, но и практическую значимость. Не будет преувеличением сказать, что многие из высказанных идей положили начало современной концепции оценки стоимости бизнеса. Однако все же большинство заметных достижений в области теории оценки стоимости в пятьдесят последних лет связано с финансами.

Так, в своей знаменитой статье [1, р. 261-297], вышедшей в 1958 г., Ф. Модильяни и М. Миллер доказали, что стоимость любой фирмы определяется исключительно ее будущими доходами и, следовательно, не зависит от соотношения акционерного и заемного капитала.

Значительный вклад в развитие методологии оценки стоимости компании принадлежит М. Гордону и А. Шапиро. Разработанная ими в 1956 г. модель расчета стоимости акционерного капитала и усовершенствованная М. Гордоном в 1962 г. явилась важнейшей вехой для последующих методик оценки стоимости бизнеса, адаптированных к специфическим условиям современной экономики.

В 60-х гг. усилиями У. Шарпа, Дж. Линтнера и Дж. Мосина был разработан альтернативный подход отдачи на собственный капитал, получивший название модели оценки доходности финансовых активов, которая служит теоретической основой ряда различных методов, применяемых сегодня в оценочной практике.

Развитие рынка опционов и теории опционного ценообразования (Ф. Блэк, М. Шоулз, М. Рубинштейн, Р. Мертон) явилось одним из ключевых событий в финансовом мире за последние десятилетия, позволив компаниям производить стратегическую оценку в нестандартных условиях: в период слияний, поглощений, продаж отдельных бизнесов.

Еще одной из наиболее перспективных разработок в теории оценки стоимости бизнеса явилась модель Ольсона, в ее нынешнем виде представленная сравнительно недавно – в 90-х гг. XX в. Суть ее состоит в том, что стоимость определяется текущими активами и сверхдоходами, при этом, используя преимущества доходного и имущественного подходов, она позволяет в некоторой степени сглаживать их недостатки.

Тем не менее, несмотря на значительные достижения в науке за последние триста лет, по-прежнему особого внимания заслуживает унификация понятийного аппарата. Значительный интерес при этом представляет понятие «оценка стоимости бизнеса», вопросу идентификации которого в отечественной и зарубежной науке в разное время и в разном контексте уделялось немало внимания.

Так, согласно теории корпоративных финансов, экономическая ценность любых инвестиций определена суммой, приведенной стоимости будущих денежных потоков. Покоясь на этом известном теоретическом основании, большинство исследователей (А. Дамодаран, Р. Брейли, С. Майерс и др.) под стоимостью бизнеса понимают стоимость полезности (в форме приведенных ожидаемых в будущем сальдированных потоков), генерируемой всеми активами (инвестированным капиталом) компании.

Аналогичной точки зрения придерживается В.М. Рутгайзер. С его точки зрения стоимость бизнеса «равноценна текущей стоимости будущих выгод от его функционирования» [2]. Однако, выражая свою позицию по поводу субъективного и объективного в теории оценки стоимости бизнеса, автор подчеркивает, что единственным мерилom справедливой стоимости предприятия является цена его возможной реализации на рынке.

В то же время З. Боди и Р. Мертон замечают, что стоимость фирмы не совпадает с приведенной стоимостью ее будущей прибыли и может быть выше или ниже действительной рыночной цены. Несоответствие продиктовано тем обстоятельством, что объем новых чистых инвестиций является как отрицательной, так и положительной величиной.

Как доказывают сами авторы, стоимость фирмы должна быть равна разнице приведенных стоимостей будущей и реинвестированной прибылей [3].

Ряд исследователей научной проблематики склонны отождествлять стоимость компании и ее рыночную капитализацию. Так, К. Уолш определяет понятие «рыночная капитализация» как сумму текущей рыночной стоимости заемного и собственного капитала компании. Вместе с тем хочется отметить, что эти понятия отнюдь не тождественны друг другу и следует их различать. Капитализация предприятия всегда меньше его рыночной стоимости, она не учитывает надбавок и премий за контроль, это показатель, который рассчитывается на основе котировочной стоимости миноритарного пакета акций. Поэтому, учитывая, что в настоящее время отсутствует четко ограничивающее определение «капитализация», а также рассмотрев практическую область применения, по нашему мнению, целесообразно считать экономическое содержание понятия «рыночная стоимость компании» шире, чем понятие «рыночная капитализация».

Как видно, приведенные выше дефиниции понятия стоимости бизнеса в той или иной степени повторяют друг друга. Вместе с тем в экономической литературе отсутствует единое мнение трактовки термина «оценка». Большинство специалистов сходятся во мнении, что оценка является отражением наших субъективных представлений о будущих выгодах владельца актива (объективно существующей стоимости). Между стоимостью как таковой и нашей оценкой стоимости всегда существует определенный разрыв, связанный с неполной информативностью того, кто проводит оценку. Различие точек зрения обусловлено тем, что одни ученые при его определении делают акцент на получаемых результатах, другие – на элементах и характеристиках оценки как процесса.

С этой точки зрения теоретический и практический интерес представляет определение оценки, представленное в стандартах Американского общества оценщиков, в котором это разногласие сглаживается: оценка бизнеса – это «акт или процесс подготовки заключения или определения стоимости предприятия или доли акционеров в его капитале» [4]. Подобного мнения придерживается и В. Григорьев и И. Островкин, по словам которых под оценкой следует понимать как научно обоснованное мнение эксперта-оценщика о стоимости оцениваемого объекта, так и процесс определения стоимости объекта [5].

Полярную позицию в толковании данного понятия занимают Г.И. Сычева, Е.Б. Колбачев, В.А. Сычев, М.А. Козодаев, М.В. Пылов. Они отмечают, что оценка бизнеса представляет собой «процесс установления экспертом-оценщиком стоимости объекта оценки для специфических целей, результатом которого является научно обоснованное мнение о стоимости оцениваемого объекта на дату оценки в денежном выражении» [6]. Данная трактовка позволяет выявить ряд специфических элементов, характеризующих рассмотрение оценки стоимости как процесса: объект и субъект оценки; система конкретных показателей и их критериальное значение; шкала измерений; сроки оценки; непосредственная оценка как полученный результат, а также степень взаимосвязи и соотношения между этими элементами.

Как видно, в основе смысловой идентификации оценки бизнеса лежит отождествление данного термина с расчетом стоимости объекта. Вместе с тем хочется подчеркнуть, что слово «оценка», подразумевает определение цены объекта, а не его стоимости, поскольку в русском языке «цена» и «стоимость» имеют принципиальное различие и не являются синонимичными друг другу. «Цена» показывает полученную собственником выгоду в момент реализации объекта, в то время как «стоимость» отражает затраты, связанные с функционированием объекта и понесенные собственником в фиксированный момент времени.

Следует, однако, заметить, что, несмотря на терминологическое разнообразие, которое четко прослеживается в европейских языках и которое так аутентично вбирает в себя русский язык, слово «оценка» («valuation», «appraisal», «valorization», «evaluation», «estimation» и др.) здесь предусматривает установление цены, стоимости, количественных и качественных параметров объекта, т.е. наблюдается диалектическое единство этих двух понятий. Поэтому под термином «оценка» необходимо подразумевать определение не только стоимости объекта, но и цены [7]. С этой точки зрения представляется интересным взгляд на данную проблему Н.Ф. Чеботарева, который считает, что оценку стоимости любого объекта следует рассматривать как «целенаправленный процесс определения в денежном выражении его цены с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в данный момент времени» [8].

Отдельные исследователи определяют оценку предприятия, акцентируя свое внимание на конечных результатах некоторого процесса, который являет собой определенное суждение или мысль о ценности, уровне или значимости чего-нибудь. К примеру, М.Ю. Мачке и Г. Брѐзэль под оценкой понимают «присвоение субъектом оценки определенному предмету – объекту оценки – ценности, выраженной преимущественно в денежной форме» [9]. В работе В.А. Щербакова, Н.А. Щербаковой отмечается, что оценка предприятия представляет «определение в денежном выражении стоимости предприятия, учитывающей его полезность и затраты, связанные с получением этой полезности» [10]. Напрашивается вывод, что бизнес обладает стоимостью лишь в том случае, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Полезность бизнеса – это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода времени. Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости. Если нет никакой возможности выявить реальную полезность имущества, то на него не будет никакого спроса и, следовательно, у него не будет никакой стоимости.

Необходимо отметить, что в научной литературе существует также некоторая неоднозначность взглядов на трактовку предприятия как предмета оценки. С одной стороны, предприятие может рассматриваться как имущественный комплекс и тогда оценке подлежит все имущество, находящееся на его балансе и предназначенное для осуществления своей производственной деятельности; с другой стороны, предприятие может рассматриваться как бизнес, представляющий для его владельцев определенную ценность и способный приносить некоторый денежный доход.

Многие авторы (А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, А.В. Щербаков, Н.А. Щербакова), проводя тонкую грань между оценкой бизнеса и оценкой предприятия, считают, что бизнес представляет собой конкретную предпринимательскую деятельность, организованную в рамках определенной структуры, экономико-организационной формой которого выступает предприятие.

Аналогичную позицию в решении данной проблемы занимают Г.И. Микерин, В.Г. Гребенников и Е.И. Нейман. По их мнению, оценка бизнеса может охватывать несколько предприятий, принадлежащих субъекту предпринимательской деятельности со всей совокупностью лежащих на нем прав и обязательств, с учетом имеющихся разрешений и лицензий. При этом авторы отмечают, что предприятие как имущественный комплекс не является субъектом права, а представляет собой средство ведения предпринимательской деятельности, не обладает самостоятельными правами и обязательствами, а лицензии и разрешения даются относительно него, но не ему самому.

Ряд исследователей научной проблематики как В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова отмечают, что термины «предприятие» и «бизнес» фактически совпадают, когда речь идет о купле-продаже. Наряду с этим авторами данной работы подчеркивает-

ся, что в настоящее время понятие «предприятие», описанное в ГК РФ, трактуется крайне однобоко, неадекватно отражая сущности данного явления, поскольку, покупая предприятие, инвестора интересует прежде всего бизнес в целом (с учетом конкурентных преимуществ, партнерских связей, наличия лицензий и т.д.), в то время как имущественный комплекс является лишь частью бизнеса.

В основе определения семантики понятия «оценка предприятия», сформулированной С.В. Валдайцевым, также лежит дифференцирование данного понятия на две неравные категории. С одной стороны, происходит отождествление оценки бизнеса фирм с оценкой имущества этих фирм; с другой стороны, рассматривается оценка «бизнес-линий» как совокупности прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих ожидаемые с некоторой вероятностью будущие доходы.

По нашему мнению, оценка бизнеса действующего предприятия несколько отличается от оценки предприятия как имущественного комплекса. Данное различие связано с тем, что бизнес – понятие более широкое, нежели имущественный комплекс. Бизнес обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Но это товар особого рода, его особенности обуславливают принципы, подходы и методы его оценки.

Таким образом, рассматривая предприятие как имущественный комплекс, необходимо заметить, что оно включает в себя все виды активов, обеспечивающих непрерывность его производственно-хозяйственной деятельности: здания, машины и оборудование, сырье и материалы, имущественные обязательства. Поэтому оценка рыночной стоимости имущественного комплекса предполагает определение в денежном выражении стоимости материальных активов предприятия как товара, обладающего полезностью для потенциального покупателя, а также затрат, связанных с получением этой полезности.

Вместе с тем мы согласимся с И.В. Косоруковой [11], считая, что понимание предприятия как имущественного комплекса не совпадает с понятием «бизнес». Бизнес – это предприятие в действии, и его стоимость превосходит стоимость имущественного комплекса на величину так называемых неосязаемых активов, обусловленных воздействием таких факторов как квалифицированный персонал, собственные технологии, сложившаяся корпоративная культура и т.д. Именно благодаря наличию неосязаемых активов можно объяснить рыночную привлекательность некоторых компаний с отрицательным собственным капиталом.

Итак, анализ приведенных выше научных суждений относительно определения понятия «оценка стоимости бизнеса» позволяет прийти к выводу, что не существует какой-то единственно верной, четко выстроенной трактовки данного понятия, рассмотрению подлежат лишь отдельные стороны оценки, которые и выступают в качестве предмета исследования в различных работах. В то же время такое понятийное многообразие в определении экономического содержания рассматриваемой категории обусловлено сложностью и внутренней противоречивостью самого процесса оценки, представляющего собой комплекс необходимых вычислительных процедур для установления стоимости, в ходе которого необходимо учитывать все разнообразие факторов, формирующих стоимость компании, целей и задач, решаемых различными субъектами в системе оценочной деятельности и многое другое. Как следствие этого, возникает и все то многообразие подходов и реализуемых в их составе методов, каждый из которых характеризуется своими достоинствами, недостатками и конкретной сферой целесообразного применения.

Поэтому с учетом всей сложности и многогранности данного понятия, считаем целесообразным дополнить известный ценностный подход к определению стоимости рядом ключевых характеристик, учитывающих:

- способность организации динамично развиваться, гибко и эффективно реагировать на изменения внутренней и внешней среды функционирования;
- характеристику предприятия как потенциального генератора добавленной стоимости, сосредотачивающего свои основные усилия по наращению продуктивного потенциала;
- влияние факторов нефинансового характера в создании новой стоимости, обладающих действием мультипликативного эффекта.

Исходя из сделанных нами выводов, концепцию стоимости в системе управления предприятием предлагаем сформулировать следующим образом: стоимость бизнеса представляет собой проявления деловой активности компании, сущностью которых является фактическое или потенциальное приращение потоков экономических выгод, достаточных для удовлетворения ожиданий владельцев вложенного капитала (включая стоимость неосязаемых активов) с учетом присущей этим вложениям долей риска.

Ссылки:

1. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // F. Modigliani, M. Miller. American Economic Review, June 1958.
2. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: учеб. пособие / В.М. Рутгайзер. М.: Маросейка, 2007. 448 с.
3. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. Изд-во: «Вильямс», 2007. 592 с.
4. Стандарты по оценке бизнеса Американского общества оценщиков (ASA). URL: <http://old.appraiser.ru/stand/bvs.exe>
5. Григорьев В.В. Оценка предприятий. Имущественный подход / В.В. Григорьев, И.М. Островкин. М.: Дело, 1998. 224 с.
6. Козодаев М.А. Оценка и бизнес / М.А. Козодаев, М.В. Пылов. М.: ОЛМА-ПРЕСС Инвест: Институт экономических стратегий, 2003. 128 с.
7. Фомин П.А. Оценка эффективности использования финансов предприятий в условиях рыночной экономики / П.А. Фомин, В.В. Хохлов. М.: «Высшая школа», 2007. 284 с.
8. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / Н.Ф. Чеботарев. М.: Дашко и Ко, 2009. 256 с.
9. Manfred J. Grundzüge der funktionalen Unternehmensbewertung / Manfred Jürgen Matschke, Gerrit Brösel. URL: <http://rsf.uni-greifswald.de/paper.html>
10. Щербakov В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербakov, Н.А. Щербakova. М.: Омега-Л, 2006. 288 с.
11. Косорукова И.В. Учебное пособие по дисциплине «Основы оценочной деятельности» / И.В. Косорукова. М.: Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2004. 192 с.

References (transliterated):

1. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // F. Modigliani, M. Miller. American Economic Review, June 1958.
2. Rutgayzer V.M. Otsenka stoimosti biznesa: ucheb. posobie / V.M. Rutgayzer. M.: Maroseyka, 2007. 448 p.
3. Bodi Z. Finansy / Z. Bodi, R. Merton. Izd-vo: «Vil'yams», 2007. 592 p.
4. Standarty po otsenke biznesa Amerikanskogo obshchestva otsenshchikov (ASA). URL: <http://old.appraiser.ru/stand/bvs.exe>
5. Grigor'ev V.V. Otsenka predpriyatij. Imushchestvennyy podhod / V.V. Grigor'ev, I.M. Ostrovkin. M.: Delo, 1998. 224 p.
6. Kozodaev M.A. Otsenka i biznes / M.A. Kozodaev, M.V. Pylov. M.: OLMA-PRESS Invest: Institut ekonomicheskikh strategiy, 2003. 128 p.
7. Fomin P.A. Otsenka effektivnosti ispol'zovaniya finansov predpriyatij v usloviyah rynochnoy ekonomiki / P.A. Fomin, V.V. Hohlov. M.: «Vysshaya shkola», 2007. 284 p.
8. Chebotarev N.F. Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa): uchebnik / N.F. Chebotarev. M.: Dashko i Ko, 2009. 256 p.
9. Manfred J. Grundzüge der funktionalen Unternehmensbewertung / Manfred Jürgen Matschke, Gerrit Brösel. URL: <http://rsf.uni-greifswald.de/paper.html>
10. Shcherbakov V.A. Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa) / V.A. Shcherbakov, N.A. Shcherbakova. M.: Omega-L, 2006. 288 p.
11. Kosorukova I.V. Uchebnoe posobie po distsipline «Osnovy otsenochnoy deyatel'nosti» / I.V. Kosorukova. M.: Moskovskiy mezhdunarodniy institut ekonometriki, informatiki, finansov i prava, 2004. 192 p.