

3. Анчерч А. Управленческий учет: принципы и практика / пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 2002. 952 с.
4. Ефимова О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений: учебник. – М.: Омега-Л, 2014. 348 с.
5. Вахрушина М. А. Бухгалтерский управленческий учет: учебник для студентов вузов. – М.: Омега-Л, 2007. 570 с.
6. Маршалл А., Олкин И. Неравенства: теория мажоризации и ее приложения / пер. с англ. – М.: Мир, 1983. 583 с.

### Sensitivity analysis of input/output/profit multiproduct models

*Valentina Alexandrovna Bondarenko, Candidate of Economic Sciences, associate Professor, associate Professor of economy, finance and accounting, Witte Moscow University branch in Sergiyev Posad*

*Marginal analysis allows to manage production and economic activity of organizations effectively. It's essential element is the sensitivity analysis of the model under changes in the source data. This analysis becomes more complicated when considering multiproduct model. This article presents a theoretical study of the sensitivity analysis of multiproduct model when administered it more quantitative characteristic, taking into account the extent of the scattering of the source data.*

*Keywords: profit, profit margin, break-even point sensitivity analysis, multiproduct model.*

УДК 338.22

### ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

*Наталья Владимировна Бушуева, канд. экон. наук, доцент,  
доцент кафедры «Финансы и кредит»,  
e-mail: busha007@mail.ru,*

*Жанна Гофман, магистрант кафедры «Финансы и кредит»,  
Московский университет имени С. Ю. Витте,  
<https://www.muiiv.ru>*

*Современные условия определяют необходимость ротации собственности и формирования четких условий оценки стоимости активов. Стоимость бизнеса является важным оценочным показателем, который формирует объективную оценку и снижает возможности оспаривания. Любые финансовые процедуры, будь то инвестирование, продажа активов, залоговые операции, предполагают проведение оценки. В статье рассматриваются особенности проведения оценки и формируются подходы к проведению данной процедуры. DOI 10.21777/2307-6135-2017-2-33-37*

*Ключевые слова: метод; оценка; стоимость; доходы; денежный поток; прибыль.*



**Н.В. Бушуева**

В современных условиях оценка бизнеса (предприятия) приобретает особое значение, поскольку представляет интерес для разных участников финансовых отношений при осуществлении таких операций, как кредитование, инвестирование, передача и/или переуступка прав, слияние и поглощение и т. д.

Особенности применения оценочных процедур в современных условиях определяются тем, что инвестирование



**Ж. Гофман**

или передача прав собственности на платной или бесплатной основе базируются в первую очередь на оценке определенного объекта собственности (бизнеса, проекта, предприятия и пр.). И в настоящее время в различных источниках значительное внимание уделяется анализу проблемы использования практических подходов к оценке стоимости бизнеса. В работах отечественных и зарубежных авторов чаще всего этот анализ осуществляется в контексте применения стандартных методов оценки. В зарубежной научной литературе значительное внимание данной проблематике уделяли такие авторы, как Т. Коллер, М. Миллер, Ф. Модильяни, Дж. Стерн, Дж. Стюарт, К. Уолт, Г. Харрисон, У. Шарп и др. Аспекты оценки стоимости бизнеса исследовались и отечественными учеными, среди которых ведущими выступают А. Кириченко, П. Круш, А. Кузьмин, Я. Маркус, Т. Момот, Д. Олексич, С. Панков, А. Шевчук и др. Несмотря на то что вопрос оценки стоимости бизнеса (предприятия) подробно изучается учеными разных стран и научных школ [1–5], а в практике оценки применяется чаще уже устоявшийся инструментарий, в последнее время достаточно часто возникает вопрос о поиске наиболее эффективного метода оценки. В данной статье авторами предпринята попытка определить эффективный метод оценки стоимости бизнеса с учетом проблем, выявленных в результате применения стандартных методов оценки.

В современных условиях существует необходимость дальнейшего совершенствования методического инструментария оценки субъектов хозяйствования, что обусловлено турбулентностью окружающей среды компаний, значительной неопределенностью прогнозных значений экономических параметров деятельности компаний и значительными недостатками существующих методик оценки.

На современном этапе недостаточно решена проблема отсутствия комплексного сбалансированного подхода к оценке стоимости хозяйствующих субъектов, осуществляющих свою деятельность в различных организационно-правовых формах. Привлекает внимание тот факт, что в России законодательно закреплено применение доходного, затратного и сравнительного подходов, каждый из которых дает оценку стоимости бизнеса на основе текущих данных, и в то же время ни один из них, фактически, не учитывает показатели других временных измерений, в частности показатели прогнозирования возможного роста или спада деятельности, предыдущие достижения компании и пр.

Разработанные подходы достаточно адаптированы для их практического применения при оценке стоимости компаний, однако в результате современных изменений социально-экономических условий, недавних и текущих экономических кризисных явлений и их последствий они нуждаются в усовершенствовании и соответствующей корректировке. Несмотря на достижения зарубежных и отечественных ученых, актуальными остаются исследования и анализ использования концептуальных подходов к оценке стоимости бизнеса.

Следует отметить три основных подхода к оценке стоимости стратегической единицы бизнеса (в частности, предприятия): доходный, затратный, сравнительный.

Оценка стоимости предприятия с использованием доходного подхода представляет собой определение стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате его коммерческой деятельности и, как возможности, дальнейшей его продажи. Таким образом, оценка предприятия с позиции доходного подхода во многом зависит от того, как перспективно оно оценивается, т. е., по сути, оценивается его способность генерировать положительные денежные потоки в будущем от использования по назначению объекта оценки [1, с. 65].

К одной из основных проблем, которые возникают при использовании доходного подхода, относится прогнозирование будущих доходов. Для расчета величины стоимости в рамках данного подхода важно получение достаточно точных (достоверных и обоснованных) данных относительно будущих доходов предприятия, что вызывает определенные сложности в практическом применении. Использование данного подхода

позволяет более полно учесть целевые значения стоимости, согласованные с показателями экономического и социального развития страны в целом.

В связи с тем, что все хозяйствующие субъекты обладают достаточно хорошо отрегулированными системами учета и автоматизации своей деятельности, а их отчетность зачастую проходит проверку как аудиторов, так и соответствующих государственных органов, применение доходного подхода будет базироваться на хорошо структурированной и проверенной информации. Это, в свою очередь, делает полученные результаты обоснованными и объективными. Основными методами данного подхода является метод дисконтирования денежного потока (метод непрямой капитализации), метод капитализации (метод прямой капитализации), метод экономической добавленной стоимости.

Преимущества доходного подхода предприятия заключаются в том, что у него появляется реальная возможность рассчитать стоимость бизнеса (предприятия), исходя из качества текущих финансовых показателей, возможности получения будущих доходов, неявного сопоставления деятельности с аналогами.

В то же время есть ряд факторов, затрудняющих применение данного подхода. В основе большинства из них лежит проблема прогнозирования ключевых элементов оценки, как то:

- составление прогноза на средне- или долгосрочный период (5–6 лет и более);
- прогнозирование стоимости непрофильных и нефункционирующих активов, а также собственного оборотного капитала для внесения корректирующих поправок[1, с. 65];
- вычисление нормы отдачи капитала, особенно определение альтернативной стоимости капитала и др.

Доходный подход характеризует способность бизнеса приносить прибыль в будущем и нынешнюю стоимость объекта, исходя из ожидаемых доходов в будущем.

Затратный подход, в отличие от доходного, рассматривает стоимость объекта оценки на сегодняшний день с точки зрения понесенных затрат на его создание в прошлом.

Сущность затратного подхода заключается в том, что предприятие оценивается как имущественный комплекс, используемый для осуществления коммерческой (производственной, торговой и т. д.) деятельности. При этом его стоимость определяется путем переоценки ресурсов, которые были потрачены на создание данного бизнеса, то есть оцениваются уже понесенные затраты. Для расчета стоимости затратным подходом используют данные баланса на дату оценки. К наиболее распространенным методам затратного подхода можно отнести метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Особенности и преимущества затратного подхода заключаются в возможности оценить балансовую стоимость хозяйствующего субъекта независимо от прибыльности ее деятельности. Это обусловлено наличием, как правило, достоверной информации для расчетов, а также использованием традиционных для отечественной экономики затратных методов оценки стоимости бизнеса. Но, с другой стороны, когда деятельность предприятия начинает «набирать обороты», считается некорректным использовать методы оценки, основанные только на ретроспективных данных, без учета перспектив развития и будущих денежных потоков.

Сравнительный подход предполагает анализ цен купли-продажи подобных объектов с соответствующей корректировкой на отличия между объектами сравнения и объектом оценки.

Главным преимуществом сравнительного подхода является то, что он является самым простым в использовании и статистически обоснованным, т. к. основан на современной рыночной стоимости реально существующих объектов оценки, что обеспечивает получение достоверных данных, пригодных для применения в других подходах. Главным ограничением в применении данного подхода является обязательное наличие

активного рынка. К недостаткам можно отнести то, что данный подход требует внесения поправок, большинство из которых влияет на достоверность результатов. Причем данные не всегда являются сопоставимыми.

Кроме того, применение сравнительного подхода возможно лишь при наличии доступной разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по его аналогам, отобранным оценщиком в процессе анализа. Информация о сделках между юридическими лицами в России, которая может быть использована в качестве базы сравнения, часто недоступна. Реальная цена и условия проведения сделок часто известны только инсайдерам [5, с. 132].

Объективность и значение сравнительного подхода базируются на соблюдении принципа замещения (наличии эквивалентного заменителя), согласно которому стоимость оцениваемого бизнеса (предприятия) не может превышать стоимость другого доступного объекта оценки с аналогичными свойствами. Этот подход можно рассматривать и более широко с учетом поправок на особенности деятельности оцениваемого предприятия и рыночной стоимости всех подобных ему предприятий; на полные или частичные права собственности, которые доступны для покупки-продажи на данный момент. Принципиальным отличием между этими понятиями выступает выделение в последнем варианте двух существенных признаков: учета полной специфики работы оцениваемого объекта и права собственности на него (полное или частичное).

В зависимости от типа экономических отношений, положенных в основу расчета стоимости рыночных аналогов, различают следующие основные методы сравнительного подхода: метод закрытых сделок и метод котировок. Эти методы основаны на сравнении стоимости аналогичных объектов собственности, которая зафиксирована в соглашениях закрытого типа при слиянии или поглощении, приобретении значительных пакетов акций и тому подобное или определяется по данным котировок акций компании на открытом рынке [4, с. 126].

Вместе с тем большинство подходов к оценке бизнеса (предприятия) основывается на статических показателях, которые не дают исчерпывающей информации о темпах роста предприятия и не могут определить его реальный рыночный потенциал, поступления прибыли от дальнейшей деятельности или продажи.

Для повышения объективности стоимостной оценки бизнеса предлагается, в частности, использовать интегрированный показатель стоимости, расчет которого базируется на использовании принципов как доходного, так и затратного подходов, что позволит учесть значительно больший спектр информации. Данный показатель можно рассчитать по формуле

$$IPV = \sqrt{\frac{FR_n}{i}} \times A \times d, \quad (1)$$

где  $IPV$  – интегрированный показатель стоимости бизнеса;

$FR_n$  – финансовый результат (чистая прибыль) в отчетном периоде  $n$ ;

$i$  – темп прироста финансового результата;

$A$  – балансовая стоимость, рассчитанная методами затратного подхода;

$d$  – динамика финансового результата.

Использование доходного подхода в этой формуле основывается на применении метода, учитывающего коэффициент прироста финансового результата, который можно определить следующим образом:

$$d = \frac{FR_n}{FR_{n-1}}, \quad (2)$$

где  $FR_{n-1}$  – финансовый результат (чистая прибыль) в предыдущем периоде ( $n - 1$ ).

Это дает возможность расширить спектр объектов оценки и делает ее более пригодной для определения стоимости анализируемого предприятия.

Предложенный подход определения стоимости бизнеса (предприятия) позволяет интегрировать результаты, полученные разными методами оценки, и учесть динамику развития компании, что делает результат оценки более объективным.

Позитивными сторонами данной методики можно назвать:

- комплексный подход к оценке стоимости бизнеса (предприятия);
- учет результативности деятельности бизнеса (предприятия);
- учет такого социального явления, как ожидаемые изменения и тенденции развития бизнеса (предприятия).

К недостаткам можно отнести следующее:

- не учитываются результаты сравнения исследуемого бизнеса (предприятия) с аналогами;
- трудности поиска достоверной и адекватной информации.

В качестве вывода можно отметить: несмотря на то что предложенная методика не учитывает результаты сравнительного подхода, она может быть использована как один из способов определения рыночной стоимости субъекта хозяйствования.

Основным аспектом является то, что предложенный инструмент оценки стоимости бизнеса может быть скорректированным при необходимости и использованным в различных отраслях экономики. Одной из положительных черт интегрированного показателя является возможность его реформирования путем изменения доходной части. Например, замену формулы Гордона на приведенную чистую стоимость денежного потока или дисконтированный доход от основной деятельности.

Коэффициент ожидания, как показано выше, предусматривает корректировку стоимости компании в зависимости от динамики показателей деятельности предприятия. То есть прогнозирования возможного изменения в будущем на основе экстраполяции, а следовательно, и возможный потенциал. Это означает, что данный показатель можно использовать для оценки потенциала конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности юридического лица.

#### **Литература**

1. *Бродунов А. Н., Кичигин Ю. А.* Об итоговых поправках при оценке бизнеса методами доходного подхода // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2014. № 3 (150). С. 65–70.
2. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление / пер. с англ. 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. 576 с.
3. *Круш П. В., Полищук С. В.* Управление стоимостью предприятий // Маркетинг. 2003. № 4. С. 16–19.
4. *Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ / пер. с англ. 2-е изд. – М.: Дело, 2001. 212 с.
5. *Шевчук А. В., Зименко А. В.* Опциональный метод оценки бизнеса // Проблемы и перспективы развития банковской системы Украины: Сборник научных трудов. 2008. № 2 (12). С. 130–134.

#### **The problem of assessing the value of business in modern conditions**

*Natalia Bushuyeva*, PhD. Ekon. Sciences, associate Professor, associate Professor of Department "Finance and credit"

*Jeanne Hoffman*, graduate student of Department "Finance and credit"  
Moscow University named S. U. Vitte,

Modern conditions determine the need for the rotation of ownership and the formation of clear conditions, the valuation of the assets. The value of the business is important-night indicator, which forms an objective evaluation and reduces the possibility of contestation. Any procedure, whether investing, selling assets, Salo-trade operations that involve evaluation. The article discusses the features of the evaluation and establish approaches to carrying out this procedure.

Keywords: method; evaluation; cost; revenues; cash flow; profit.