

**Чеботарёва Инга Валерьевна,**  
магистрант ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Ярославский филиал, г. Киров  
[chbinga@yandex.ru](mailto:chbinga@yandex.ru)



**Оценка стоимости бизнеса как инструмент повышения его эффективности, или Менеджмент, ориентированный на стоимость многопрофильной компании**

**Аннотация.** В статье рассматриваются подходы к оценке стоимости многопрофильного бизнеса и мотивация менеджмента на стоимостные методы управления.

**Ключевые слова:** бизнес, многопрофильная компания, стоимостной подход.

**Раздел:** (04) экономика.

Истинная стоимость бизнеса – это именно тот показатель, который отражает результат работы компании. Знание величины цены бизнеса позволяет понять, насколько эффективен менеджмент компании и определить дальнейшие направления развития. Не смотря на то, что процедура определения истинной стоимости бизнеса не проста, имеет смысл рассчитывать её регулярно и оценивать в динамике. Такой подход позволяет мотивировать менеджмент, ориентировать его на стоимостной подход управления, искать новые пути развития, в том числе помочь собственникам решить, оставить все как есть, двигаться дальше в выбранном направлении или вообще продать бизнес. Чтобы понять, как создается стоимость необходимо:

- 1) мыслить долгосрочными категориями;
- 2) управлять всеми денежными потоками;
- 3) уметь сравнивать между собой денежные потоки за различные периоды времени с поправкой на соответствующий риск.

Эффективный финансовый менеджмент формируется там, где реализуется комплексное управление рыночной, операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью [1]. Основной целью любого бизнеса является увеличение его капитала, вложенного владельцами, и таким образом, прирост стоимости этого бизнеса и значит увеличение благосостояния владельцев. Роль финансового менеджмента в формировании стоимости бизнеса представлена на рис. 1.



Рис. 1. Финансовый менеджмент в процессе формирования стоимости

Почти невозможно принимать правильные решения, не обладая всей полнотой информации, а ведь ни один другой показатель результатов деятельности компании не содержит столь полной информации как стоимость.

Концепция управления стоимостью предполагает, что менеджеры компании нацелены на действия и управленческие решения, которые увеличивают не столько текущие, планируемые на ближайший период доходы, сколько создают фундамент для получения гораздо больших, четко не прогнозируемых в более отдаленном будущем, прибылей, что способно резко повысить текущую стоимость компании уже сегодня [2].

Управление на основе стоимостного подхода требует совершенно иного мышления, отличного от того, какое присуще большинству менеджеров. Управлять эффективно – это значит сменить приоритеты и сосредоточиться на долгосрочных денежных потоках, а не на ежеквартальных изменениях прибыли на акцию. Кроме того, следует исходя из стоимостных показателей, видеть в компании именно то, что она представляет собой на самом деле: инвестиции в производственные мощности, которые или генерируют прибыль, превышающую альтернативные издержки привлечения капитала, или нет. Оценивая стоимость бизнеса необходимо понимание вообще того, что мы оцениваем.

Бизнес – это предпринимательская деятельность, осуществляемая в определенных организационных формах. Собственность и капитал формируются и используются в рамках определенных организационных структур – предприятий, организаций, компаний, фирм.

Бизнес – это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры. При оценке бизнеса надо учитывать, что предприятие, будучи юридическим лицом, одновременно является и хозяйствующим субъектом (ст. 48 ГК), поэтому его стоимость должна учитывать наличие определенных организационных форм и юридических прав. Поскольку бизнес в соответствии с ГК РФ не является объектом гражданских прав, при оценке его стоимости объектом оценки является вещное право (право собственности) на пакет акций АО, на долю учредителя ООО, на пай (при оценке производственного кооператива) [3].

В каждом конкретном случае необходимо идентифицировать объект оценки: «бизнес компании» или «бизнес акционеров (учредителей)» [4], а затем – доли в этих вариантах оценки стоимости бизнеса. Кроме того, бизнес может быть представлен многопрофильной компанией, которая представлена разнообразными организационно-правовыми формами и структурами. И в этом случае его оценка стоимости полезна в нескольких смыслах, и не в последнюю очередь для понимания сути бизнеса вообще. Бизнес обладает полезностью, удовлетворяя потребности собственника в доходах на вложенный капитал. Для получения дохода затрачиваются определенные ресурсы. Таким образом, бизнес обладает всеми признаками товара, но товара особого рода:

- это товар инвестиционный, получение доходов ожидается в будущем. Ожидаемые доходы носят вероятностный характер, подвержены рискам по срокам получения, по размерам и др.;
- бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельные подсистемы и даже элементы, а также доли, паи, акции;
- для бизнеса характерна неустранимая неопределенность будущего функционирования бизнеса под влиянием экономической и правовой среды. Отсюда возникает соответствующая неопределенность оценок стоимости бизнеса;
- управляемый характер стоимости бизнеса, возможность принятия таких управленческих решений, которые будут увеличивать или уменьшать стоимость.

Оценка бизнеса изначально зависит от того, в расчете на какой сценарий его развития, т. е. на какой вариант решения по поводу его дальнейшей судьбы, она делается [5, с. 37]. Поэтому грамотный подход к бизнесу однозначно требует, чтобы любая его оценка делалась в расчете на изначально указываемые определения стоимости компании, которых в принципе может быть два (с учетом промежуточных решений):

- оценка компании как действующей;
- оценка ликвидационной стоимости компании (в расчете на прекращение бизнеса).

Алгоритм оценки бизнеса представлен на рис. 2.



Рис. 2. Последовательность выбора и реализации подходов к оценке бизнеса

При оценке бизнеса используются методы доходного, сравнительного и затратного подходов.

Если компания оценивается как действующая, то её естественно оценивать в рамках доходного подхода. Этот подход предполагает, что рыночная стоимость бизнеса определяется будущими доходами, которые можно получить, продолжая бизнес. Наиболее сложным в данном подходе считается метод дисконтированного денежного потока, однако при правильном подходе он дает хорошие результаты.

Оценка компании как действующей реализуется и в рамках сравнительного подхода. Он сводится к тому, что для оценки рыночной стоимости закрытой или не имеющей размещенных на фондовом рынке акций открытой компании среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями находят компании – аналоги (той же отрасли, того же размера, использующую ту же систему бухгалтерского учета в части методов учета товарно-материальных ценностей и методов амортизации, того же возраста и пр.), которые оценивает сам фондовый рынок, и, с соответствующими корректировками, переносят эту оценку на рассматриваемую компанию.

Затратный подход используется обычно для оценки контрольного пакета акций действующей компании. Оценка компании как действующей применительно к оценке имущественного комплекса предполагает, что весь имущественный комплекс останется в одних руках, и будет продолжать использоваться для выпуска продукции определенного типа.

Бизнес оценивают по множеству критериев, каждый из которых существенно влияет на конечную стоимость. Качество менеджмента – один из важнейших крите-

риев. Целесообразно в ходе оценки определить, как поставлено управление в компании, выяснить квалификацию менеджеров, проанализировать их опыт работы и достигнутые ими результаты. Очевидно, что бизнес достигает высоких результатов, в том числе благодаря менеджерам. Финансовому менеджеру под силу улучшить уровень менеджмента и в первую очередь это зависит от качества финансового контроля. На основе прогнозов и бюджетов, которые составляет финансовый менеджер, руководство компании принимает управленческие решения.

Еще одним критерием, существенно влияющим на стоимость бизнеса, является прозрачность компании. Поскольку финансовые менеджеры готовят документы для получения банковских займов, то именно они способствуют созданию публичной кредитной истории компании, тем самым снижают риски бизнеса.

Мы уже отмечали, что оценка бизнеса не простое дело, но финансовый менеджер должен уметь оценивать компанию, несмотря на то, что на рынке существует достаточное количество профессиональных оценщиков. Однако они в силу требований законодательства не могут быть заинтересованными в результатах оценки лицами, и, следовательно, не могут быть ни сотрудниками компании, ни аффилированными лицами. Именно сотрудник компании наиболее проинформирован о деятельности бизнеса, и только он, обладая достаточной квалификацией в сфере оценки, сможет определить истинную стоимость бизнеса. Кроме того, привлекая сторонних специалистов, всегда существует вероятность, что произойдет утечка информации.

Таким образом, менеджмент компании, поддерживающий стоимостные методы управления бизнесом должны руководствоваться следующими принципами [6]:

1. Денежный поток, генерируемый компанией, – самый достоверный показатель для адекватной оценки стоимости и управления ею.
2. Выбор только тех инвестиционных проектов, которые обеспечивают создание новой стоимости компании.
3. Динамизм инвестиционного портфеля (бизнес-портфеля) компании.
4. Ориентация стоимостного менеджмента на долгосрочный период.
5. Спецификация конкурентных стратегий как на уровне корпорации, так и на уровне дочерних обществ.
6. Сочетание финансовых и нефинансовых ключевых показателей эффективности деятельности компании.

Итак, переход на стоимостные принципы управления имеют два аспекта. Во-первых, нужно осуществить структурную перестройку, чтобы высвободить стоимость заключенную в компании. Последствия этой меры могут иметь весьма широкий диапазон – от весьма скромных, до двух-трех кратного роста цен на акции за короткий период в несколько месяцев. Иногда подобные результаты обходятся компании неоднозначно и ведут к реорганизации компании или даже расформированию отдельных бизнес-единиц. Во-вторых, следует придерживаться стоимостного подхода в управлении и после реорганизации, а это в свою очередь предполагает выбор приоритетов исходя из принципов создания стоимости; переориентацию систем планирования, оценки результатов деятельности и материального поощрения на показатель стоимости для акционеров; установление взаимоотношений с инвесторами на основе стоимости.

Оценка фактической стоимости многопрофильной компании по своей сути ничем не отличается от стоимостной оценки компании, занимающейся каким-то одним бизнесом. Как уже отмечалось выше один из методов определения стоимости – метод дисконтированного денежного потока достаточно информативен и пригоден для

оценки многопрофильных компаний. Однако, определение стоимости многопрофильной компании осложняется несколькими обстоятельствами:

- 1) у каждой бизнес-единицы собственная структура капитала и затраты на капитал;
- 2) у каждой бизнес-единицы своя система налогообложения;
- 3) бизнес-единицы зачастую делят между собой денежные потоки;
- 4) каждая бизнес-единица генерирует свой специфический уровень риска;
- 5) издержки и выгоды, связанные с содержанием головного офиса вызывают трудности в оценке.

На рис. 3 представлены этапы оценки фактической стоимости многопрофильной компании, сформированные по рекомендации авторов исследования [7].

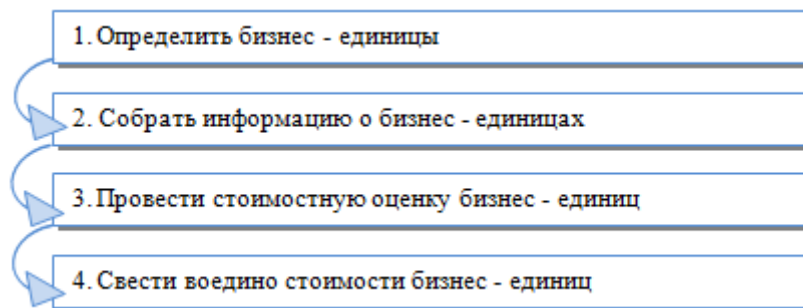


Рис. 3. Этапы оценки фактической стоимости многопрофильной компании

Деловые бизнес-единицы определяются как отдельные экономические субъекты, а также выделяется головной офис.

Далее определяются сопоставимые объекты и собираются данные, используются финансовые отчеты неконсолидированных подразделений.

Проводя стоимостную оценку для бизнес-единиц необходимо определить отдельно для каждой: денежные потоки, налоговые ставки, структуры капитала, ставки дисконтирования; а для головного офиса дополнительно издержки и выгоды. Далее следует продисконтировать денежные потоки бизнес-единиц и головного офиса.

Для того чтобы свести воедино стоимости бизнес-единиц необходимо прибавить издержки и выгоды головного офиса к стоимости бизнес-единиц, уточнить величину долга, риск и статьи накладных расходов. И в заключении следует сопоставить результаты с совокупной стоимостью дисконтированного денежного потока компании.

Результаты оценки можно представить пентограммой рис. 4, позволяющей строить рассуждения о создании стоимости многопрофильной компании на доступной информации из внутренних источников.

Во-первых, фактическую стоимость дисконтированного денежного потока надо сравнить с текущей рыночной стоимостью, тем самым поняв текущий разрыв восприятия. В случае, когда определяемая рынком стоимость для акционеров меньше фактической стоимости, то менеджерам необходимо улучшить взаимодействие с рынком, с целью увеличения рыночной стоимости. Еще одна возможность – осуществить выкуп собственных акций. В самом худшем варианте отрицательный разрыв восприятия может означать, что компания представляет собой потенциальный объект поглощения.



Рис. 4. Пентаграмма определения возможностей структурной перестройки

Способом устранить отрицательный разрыв восприятия является необходимость внутренних улучшений (сокращение оборотных средств, ускорение роста объема продаж, повышение нормы прибыльности). Найдя благоприятные стратегические и оперативные возможности, компания в состоянии реализовать свою потенциальную стоимость как портфеля активов.

Еще одним шагом в определении потенциала приращения стоимости, порождаемого внешними возможностями должно стать сокращение компании путем распродажи активов, ее расширения за счет поглощения либо осуществление этих мер одновременно. Реализация активов, или даже отдельных бизнес-единиц может привести к росту стоимости для продавца, который впоследствии сумеет перераспределить полученные средства для совершенствования основного бизнеса.

Максимальная стоимость компании, с учетом внутренних и внешних улучшений, а также преимуществ финансового конструирования, представляет собой оптимальную реструктурированную стоимость. Разница между этой величиной и рыночной стоимостью компании представляет собой стоимость, которую и необходимо создать усилиями менеджмента.

Наибольшую пользу оценка стоимости бизнеса многопрофильной компании приносит как метод определения возможностей для структурной перестройки на основе всех предполагаемых приращений стоимости за счет внутренних и внешних улучшений.

### Ссылки на источники

1. Когденко В. Г. Долгосрочная и краткосрочная финансовая политика. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2011. – 471 с.
2. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 720 с.
3. Косорукова И. В. Влияние организационно-правовой формы предприятия на идентификацию и описание бизнеса как объекта оценки // Вопросы оценки. – 2011. – № 2.
4. Козырь Ю. В. Идентификация объектов оценки в процедурах оценки бизнеса // Вопросы оценки. – 2011. – № 3.
5. Садаков Б. Е. Методы оценки бизнеса. Теория и практика реализации. – Киров, 2012 – 265 с.
6. Лознев Т. Г. Стоимостной менеджмент – современная теория стратегического управления стоимостью компании // Сибирская финансовая школа. Экономика. – 2006. – № 2. – С. 9–13.
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – 2-е изд., стер. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2004. – 576 с.

### Inga Chebotareva,

undergraduate, Financial University under the Government of the Russian Federation, Yaroslavl branch, Kirov  
[chbinga@yandex.ru](mailto:chbinga@yandex.ru)

### The valuation as a tool to enhance its effectiveness, or management-oriented cost-disciplinary company

**Abstract.** The article considers approaches to the valuation of diversified business, and motivation of management on cost control methods

**Key words:** business, diversified company, cost approach

### References:

1. Kogdenko, V. G. (2011) *Century, Long-term and short-term financial policy*, UNITY-DANA, Moscow, p. 471 (in Russian).
2. Valdice, C. C. (2008) *Business Valuation and cost management enterprise*, UNITY-DANA, Moscow, p. 720 (in Russian).
3. Kosorukova, I. V. (2011) “And. Century Influence of the organizational-legal form of the enterprise on the identification and description of the business as of the object of valuation”, *Evaluation questions*, № 2 (in Russian).
4. Trump, Y. C. (2011) “Identification of objects of evaluation in the evaluation procedures of the business”, *Evaluation questions*, № 3 (in Russian).
5. Sudakov, B. E. (2012) *Methods of business valuation. Theory and practice of implementation*, Kirov, p. 265 (in Russian).
6. Lotnew, T. G. (2006) “The Value management – the modern theory of strategic management of the company's value”, *Siberian financial school, the Economy*, № 2, pp. 9–13 (in Russian).
7. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2004) *Value: assessment and management*, 2nd ed., wipred., ZAO "Olympus Business, Moscow, p. 576 (in Russian).

### Рекомендовано к публикации:

Горевым П. М., кандидатом педагогических наук,

главным редактором журнала «Концепт»;

Караниной Е. В., доктором экономических наук



Поступила в редакцию <i>Received</i>	16.02.2015	Получена положительная рецензия <i>Received a positive review</i>	18.02.2015
Принята к публикации <i>Accepted for publication</i>	18.02.2015	Опубликована <i>Published</i>	03.04.2015

[www.e-koncept.ru](http://www.e-koncept.ru)

© Концепт, научно-методический электронный журнал, 2015

© Чеботарёва И. В., 2015