

ОЦЕНКА БИЗНЕСА И КОНСАЛТИНГ В УПРАВЛЕНИИ ОРГАНИЗАЦИЕЙ

JEL: C13; D46; G31
УДК: 330.133; 336.67

ЦЕННОСТЬ БИЗНЕСА КАК СООТНОШЕНИЕ ЕГО ИНВЕСТИЦИОННОЙ И РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ¹



Самсонов Руслан Александрович

*кандидат экономических наук, директор Алтайского института труда и права (филиал) Академии труда и социальных отношений;
доцент кафедры менеджмента, организации бизнеса и инноваций Алтайского государственного университета;
директор, научный руководитель и оценщик Алтайского института стоимостных технологий «БизнесМетрикс»;
Россия, Барнаул, e-mail: SamsonovR@yandex.ru
ORCID 0000-0003-0966-6514*

На основе гипотезы относительности стоимостных измерений неоднородного экономического пространства трансакций в контексте использования модели ценности бизнеса как соотношения показателей его полезности и стоимости, предложенной в рамках синтетической теории ценности, разрабатывается оценочный индикатор соотношения инвестиционной и рыночной стоимости бизнеса. Предлагаемый индикатор является инвестиционным мультипликатором стоимости бизнеса (отражающим ценность бизнеса как соотношение его «стоимости в пользовании» и «стоимости в обмене»), применение которого позволяет получить специальные коэффициенты, характеризующие направления, содержание и эффективность инвестиционных стратегий управления стоимостью бизнеса. Применение инвестиционного мультипликатора стоимости бизнеса в конечном счете ориентирует на рост его добавленной стоимости и в целом на повышение капитализации предприятия в долгосрочном периоде времени. В качестве методологической основы исследования использованы принципы и методы инвестиционного анализа и стоимостной оценки бизнеса, причем на содержательном уровне системно решена проблема их сбалансированной интеграции в целях методического обеспечения эффективности и комплексности стратегического управления стоимостью бизнеса.

Ключевые слова: ценность, инвестиционная стоимость, рыночная стоимость, инвестиционный мультипликатор стоимости бизнеса, управление стоимостью бизнеса

¹ Статья подготовлена при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 19-010-01045 А «Исследование относительности стоимостных измерений неоднородного экономического пространства трансакций: микро- и макроэкономические аспекты».

BUSINESS VALUE AS A RATIO OF ITS INVESTMENT AND MARKET WORTH

Samsonov Ruslan Alexandrovich

*Cand. Econ. Sciences, Director of the Altai Institute of Labor and Law (branch) of the Academy of Labor and Social Relations; Associate Professor of the Department of Management, Business Organization and Innovation, Altai State University; Director, Scientific Director and Appraiser of the Altai Institute of Value Technologies «BusinessMetrix»; Russia, Barnaul, e-mail: SamsonovR@yandex.ru
ORCID 0000-0003-0966-6514*

In the article, based on the hypothesis of the relativity of cost measurements of the heterogeneous economic space of transactions in the context of using the business value model as the ratio of indicators of its utility and value, proposed in the framework of the synthetic theory of value, an estimated indicator of the ratio of the investment and market value of a business is developed. The proposed indicator is an investment multiplier of the value of a business (reflecting the value of a business as the ratio of its “value in use” and “value in exchange”), the use of which makes it possible to obtain special coefficients characterizing the directions, content and efficiency of investment strategies for managing the value of a business. The use of the investment multiplier of the business value ultimately focuses on the growth of its added value and, in general, on increasing the capitalization of the enterprise in the long run. The principles and methods of investment analysis and business valuation were used as a methodological basis for the study, and the problem of their balanced integration was systematically solved at the substantive level in order to methodically ensure the effectiveness and complexity of strategic business value management.

Keywords: value, investment value, market value, investment multiplier of business value, business value management

Введение
Эффективное управление стоимостью предприятия (бизнеса) включает в себя разработку, принятие и реализацию различных управленческих решений, связанных с ростом добавленной стоимости бизнеса и в целом с повышением его капитализации в долгосрочном периоде времени. Для этого необходим четкий критерий, или система сбалансированных показателей, по определению эффективности развития предприятия с позиции целей и задач стратегического управления стоимостью бизнеса, который должен быть подкреплён научной методологией и предоставлять практическую возможность обоснованного выбора из спектра доступных альтернатив: от покупки и продажи бизнеса, его реорганизации и сохранения текущего менеджмента до разработки инвестиционных и инновационных стратегий роста капитализации бизнеса и в целом повышения его системной эффективности в различные периоды времени.

При этом в современной теории и практике стратегического управления бизнесом последние десятилетия наблюдается переход от парадигмы финансового менеджмента, акцентирующей внимание на финансовых показателях, и прежде всего различных индикаторах рентабельности предприятия, к парадигме ценностно-ориентированного менеджмента, направленной на рост добавленной стоимости

и повышение капитализации бизнеса в долгосрочном периоде времени.

Изменение парадигмы в управлении стоимостью бизнеса делает актуальным поиск новых решений в части разработки специальных индикаторов и алгоритмов, которые обеспечивали бы более адекватную и системную диагностику стоимостных измерений бизнеса и выработку на этой основе эффективных управленческих стратегий и конкретных решений. В этом контексте в статье рассматривается ряд вопросов и идей, призванных развить существующие подходы и заложить комплексную методологическую и методическую основу для измерения ценности бизнеса и эффективного управления его стоимостью на основе расчетов и соотношения ключевых индикаторов, имеющих целевое значение для капитализации бизнеса в различные периоды времени.

Комбинаторные экономические модели стратегий управления стоимостью бизнеса

Значительный вклад в понимание стратегий управления стоимостью бизнеса внес Л. А. Филиппов (2009, с. 426–428), одним из первых предложивший для определения итоговой рыночной стоимости не взвешивать стоимости бизнеса, полученные в рамках затратного (C_z), сравнительного (C_c) и доходного (C_d) подходов, а решать задачу о целесообразности инвестирования в рассматриваемый бизнес-объект в зависимости от вариантов соотношения

цен, рассчитанных при использовании методов различных подходов. Подчеркнем, такое предложение не исключает возможности использования качественного согласования для определения итоговой величины стоимости бизнеса, что будет показано далее на примере Методики Сбербанка. Сочетание результатов расчета стоимости бизнеса в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов по-

зволяет получить шесть возможных экономических моделей стоимостных комбинаций, каждая из них предполагает собственную стратегию управления стоимостью бизнеса. Причем данный подход необходимо дополнить с учетом отдельного рассмотрения стратегий — с позиции интересов как продавцов, так и покупателей на рынке данного типа объектов оценки (табл.).

Экономические модели комбинаций стоимостей, полученных в рамках методов затратного, сравнительного и доходного подходов

Уравнения	Стратегии
1. $C_d < C_c < C_3$	Продавец: стратегия реорганизации бизнеса или его продажи с учетом экономического потенциала рекомбинации активов в целях максимизации стоимости сделки, инвестирование в развитие данного бизнеса является экономически нецелесообразным. Покупатель: стратегия отказа от покупки данного бизнеса или его покупка при условии наличия относительно большого синергетического эффекта от такой сделки
2. $C_d < C_3 < C_c$	Продавец: стратегия продажи бизнеса, инвестирование в развитие бизнеса является нецелесообразным. Покупатель: стратегия отказа от покупки данного бизнеса или его покупка с большим дисконтом при условии наличия синергетического эффекта от такой сделки
3. $C_c < C_d < C_3$	Продавец: стратегия инвестирования в развитие бизнеса, продажа бизнеса по рыночной цене экономически нецелесообразна. Покупатель: стратегия приобретения бизнеса на рынке с целью инвестирования в его модернизацию и развитие, инвестиционные затраты на организацию бизнеса могут не окупиться
4. $C_3 < C_d < C_c$	Продавец: стратегия продажи бизнеса или стратегия инвестирования в развитие бизнеса. Покупатель: стратегия инвестирования в организацию бизнеса более эффективна, нежели его приобретение на рынке
5. $C_c < C_3 < C_d$	Продавец: стратегия отказа от продажи бизнеса, бизнес является очень рентабельным, аналогичные бизнесы на рынке стоят относительно дешево. Покупатель: бизнес является очень рентабельным. Доминирует стратегия приобретения бизнеса на рынке, так как инвестиции в его организацию обойдутся существенно дороже
6. $C_3 < C_c < C_d$	Продавец: стратегия отказа от продажи бизнеса, бизнес является очень рентабельным. Покупатель: бизнес является очень рентабельным. Доминирует стратегия инвестирования в организацию бизнеса, так как инвестиции в его создание обойдутся дешевле, чем приобретение бизнеса на рынке

В последующем данная методология была успешно апробирована и использована при разработке методики оценки стоимости комплексов имущества. При этом результаты определения стоимости в рамках затратного подхода являются основными, результаты сравнительного подхода используются индикативно для верификации результатов затратного подхода, а доходный подход используется для определения величины внешнего (экономического) устаревания. При выводе итоговой стоимости рекомендуется не учитывать результаты доходного подхода в случае его превышения над результатами затратного подхода, т. е. использовать их только индикативно для подтверждения отсутствия внешнего (экономического) устаревания. В случае превышения стоимости затратного подхода над стоимостью доходного подхода (т. е. при наличии внешнего (экономического) устаревания) стоимость, полученная в рамках затратного подхода, уменьшается на величину внешнего (экономического) устаревания, причем для каждого составного элемента комплекса иму-

щества стоимость уменьшается пропорционально его вкладу (Методика проведения оценки..., 2012).

Рассмотренные экономические модели комбинаций стоимостей, полученных в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов, являются составными элементами алгоритма определения стратегий управления стоимостью бизнеса на рынке, но предложенный метод не дает возможности рассчитать эффективность инвестиционных стратегий, направленных на рост добавленной стоимости и в целом на повышение капитализации бизнеса в долгосрочном периоде времени.

В этом контексте интересно отметить, что в качестве индикаторов стоимости бизнеса и эффективности управления его капитализацией уже на протяжении многих десятилетий в теории и практике оценочной деятельности в рамках методологии сравнительного подхода используются так называемые отраслевые, финансовые и производственные коэффициенты (мультипликаторы), представляющие соотношения рыночной стоимости бизнеса

и различных показателей его финансовой и производственной базы. В качестве наиболее распространенных и обоснованных коэффициентов приводятся традиционные финансовые интервальные мультипликаторы (цена бизнеса / выручка, цена бизнеса / чистая прибыль, цена бизнеса / дивиденды, цена бизнеса / денежный поток) и точечные мультипликаторы (цена бизнеса / чистые активы, цена бизнеса / балансовая стоимость), а также производственные мультипликаторы (цена бизнеса / производительность, цена бизнеса / производственная мощность, цена бизнеса / натуральный объем производства и др.).

Одним из наиболее популярных мультипликаторов среди ученых и профессиональных оценщиков, который используется в оценке стоимости бизнеса и нематериальных активов предприятия, является коэффициент Тобина, представляющий соотношение рыночной стоимости бизнеса и восстановительной стоимости его активов. На основе логики данного коэффициента также строится методология теста на обесценение и теста на адекватность прибыльности.

В 2017 г. для оценки стоимости бизнеса с учетом внешнего (экономического) устаревания автором был разработан коэффициент экономический трансмиссии, выражающий соотношение «возмещаемой стоимости» (максимума из возможных выгод — использования ЕГДС по назначению или его продажи) и балансовой стоимости, что позволяет выявить наличие внешнего (экономического) устаревания или улучшения бизнеса (Самсонов, 2017а), а также предложен экономико-математический алгоритм по использованию коэффициента Тобина для конвертации рыночной стоимости бизнеса в рыночную стоимость комплекса имущества, как особой разновидности бизнес-объекта в оценке стоимости (Самсонов, 2017б).

Все рассмотренные подходы и модели ориентированы на оценку стоимости бизнеса и управление ею посредством использования принципа «горизонтального контура», в основе которого лежат сопоставления меновых стоимостей по модели «стоимость в обмене». При этом измерение эффективности инвестиционных стратегий, направленных на рост добавленной стоимости бизнеса и в целом на повышение его капитализации в долгосрочном периоде времени, требует сопоставления меновой стоимости бизнеса, получаемой по модели «стоимость в обмене» (принцип «горизонтального контура»), с его потребительной стоимостью, формируемой по модели «стоимость в пользовании» (принцип «вертикального контура»), что обусловлено необходимостью учета ценности оцениваемого бизнеса как отношения между его полезностью и стоимостью.

От соотношения полезности и стоимости бизнеса к соотношению его инвестиционной и рыночной стоимости

Вопросы, связанные с разработкой методологии и методики оценки ценности бизнеса, получили свою системную постановку и последовательно рассматриваются в рамках исследований школы синтетической теории ценности (Гуськова и др., 2016), представителями которой получены определенные результаты, позволяющие охарактеризовать соотношение категорий полезности, стоимости и ценности бизнеса. Ключевая идея предложенного ими подхода заключается в определении ценности бизнеса, на сущностном уровне представленной через отношение полезности и стоимости бизнеса (1).

$$Ц_б = \frac{П_б}{С_б}, \quad (1)$$

где $Ц_б$ — ценность бизнеса; $П_б$ — полезность бизнеса; $С_б$ — стоимость бизнеса.

Как следует из модели, показатель ценности бизнеса, с учетом факторов спроса, определяет его прямую зависимость от полезности и обратную — от стоимости. Подчеркнем, что основной и первичной формой проявления полезности любого бизнеса в рыночной экономике является его способность приносить прибыль, т. е. быть рентабельным на капитал в долгосрочном периоде времени. Следует отметить, что только при измерении ценности бизнеса и производных от него бизнес-объектов числитель и знаменатель рассмотренной формулы являются полностью сопоставимыми параметрами, будучи представлены в соизмеримых показателях с денежными единицами исчисления.



Схема взаимосвязи показателей полезности бизнеса, стоимости бизнеса и суммирующей этих показателей ценности бизнеса (Гуськова и др., 2016, с. 33)

Кроме этого, представителями данной школы (Гуськова и др., 2016) была сформулирована гипотеза, согласно которой связь между компонентами

полезности и стоимости бизнеса носит не линейно-арифметический, а геометрический характер. Соотношение компонентов полезности и стоимости бизнеса для нахождения его ценности описывается «золотым сечением», для этого используется прямоугольный треугольник (см. рис.).

Малый катет, по их мнению, выражает компонент полезности бизнеса, большой — компонент стоимости бизнеса, а гипотенуза — ценность бизнеса.

При этом представители данной школы рассматривают существенную связь в экономической действительности предлагают логически выражать в виде спроса, причем как своего рода логическую функцию от соотношения качества бизнеса и его цены на рынке (2), что, по нашему мнению, не полно раскрывает содержание выдвинутой ими же гипотезы.

$$D_b = \frac{Q_b}{P_b}, \quad (2)$$

где D_b — спрос на бизнес; Q_b — качество бизнеса; P_b — цена бизнеса.

В целом упоминание натуральных показателей как индикаторов качества бизнеса не искажает сути предложенной модели, так как в конечном счете они реализуются через показатели прибыли бизнеса. Логическая же зависимость в виде спроса является хотя и значимой, но очень абстрактной и не исчерпывающей. Это лишь одна из множества возможных взаимосвязей, существующих на рынке. С таким же «успехом» на место спроса здесь можно разместить показатели рентабельности и производительности капитала, данный перечень можно продолжать достаточно долго, и все индикаторы будут в той или иной степени отражать выявленную связь качества и цены бизнеса на рынке. Причем получаемое в итоге расчета частное от соотношения качества и стоимости бизнеса как выражение некоего спроса не будет для него иметь конкретного смысла, так как в результате получается определенный коэффициент, показывающий лишь направление и степень изменения получаемого показателя, без его «привязки» к метрическому основанию спроса в денежных единицах или процентах.

Для решения задачи определения эффективности и технико-экономического обоснования инвестиционных стратегий, направленных на рост добавленной стоимости бизнеса и в целом на повышение его капитализации в долгосрочном периоде времени, целесообразно использовать коэффициентный метод проектирования мультипликаторов. Предложенный подход требует разработки специального мультипликатора ценности бизнеса (3), учитывающего одновременно измерения потребительных стоимостей бизнеса по модели «стоимость в пользовании»

для учета факторов его полезности («вертикальное» сопоставление издержек и выгод) и меновых стоимостей по модели «стоимость в обмене» для учета факторов стоимости бизнеса («горизонтальное» сопоставление меновых стоимостей).

$$K_o^u = \frac{\text{Стоимость «в пользовании»}}{\text{Стоимость «в обмене»}}, \quad (3)$$

где K_o^u — мультипликатор ценности бизнеса.

В качестве такого функционала, с позиции оценки и управления стоимостью бизнеса, нами предлагается мультипликатор ценности бизнеса, который в практике оценочной деятельности может быть представлен как инвестиционный мультипликатор стоимости бизнеса (K_o^u) — частное от соотношения инвестиционной стоимости бизнеса и его рыночной стоимости:

$$K_o^u = \frac{IC_o}{PC_o}, \quad (4)$$

где K_o^u — инвестиционный мультипликатор стоимости бизнеса; IC_o — инвестиционная стоимость бизнеса; PC_o — рыночная стоимость бизнеса.

С позиции исследования полезности и качества бизнеса напомним, что в соответствии с оценочным законодательством и федеральным стандартом оценки инвестиционная стоимость как раз и представляет собой объем денежных средств, отражающий полезный эффект в виде экономических выгод (например, прибыль, дополнительное увеличение дохода, прирост стоимости имущества) с учетом интересов, инвестиционных целей и возможностей определенных лиц и их групп¹. В свою очередь, рыночная стоимость, как классический и традиционный показатель «стоимости в обмене», проявляется как наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства².

Из предложенной модели следует, что если рассчитанный коэффициент будет больше 1, то инвестирование в бизнес является экономически целесообразным и коммерчески обоснованным, так как в результате хозяйственной деятельности образуется рентный доход в размере превышения инве-

¹ Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.98 № 135-ФЗ; Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2): Федеральный стандарт оценки, утвержденный Приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 298.

² Определение инвестиционной стоимости (ФСО № 13): Федеральный стандарт оценки, утвержденный Приказом Минэкономразвития России от 17.11.2016 № 722; Оценка бизнеса (ФСО № 8): Федеральный стандарт оценки, утвержденный Приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326.

стиционной стоимости над рыночной. Такой бизнес выгодно приобретать, организовывать и развивать, а не продавать его на рынке. Продажа такого бизнеса имеет смысл только при условии, если рыночная стоимость сделки купли-продажи будет принята на уровне инвестиционной стоимости бизнеса для продавца.

Если полученный коэффициент будет меньше 1, то инвестирование в бизнес является экономически нецелесообразным и коммерчески необоснованным, так как в результате хозяйственной деятельности образуется убыток в размере превышения рыночной стоимости над инвестиционной. Такой бизнес, наоборот, выгодно продавать, а не приобретать, организовывать и развивать.

В случае если значение коэффициента будет получено на уровне около 1, то инвестирование в бизнес является, с учетом технико-экономического обоснования, целесообразным и коммерчески приемлемым, так как в результате хозяйственной деятельности предприятия образуется бухгалтерская прибыль, как правило, на уровне нормальной среднеотраслевой прибыли на рынке. Такой бизнес относительно выгодно развивать, а также, с учетом проведенного маркетинга и транзакционных издержек, продавать, приобретать и организовывать.

Заключение

Представленный подход, сочетающий модели «стоимости в пользовании» и «стоимости в обмене», позволяет при выборе той или иной стратегии использовать принципы «вертикального» и «горизонтального» контуров управления стоимостью бизнеса, что делает возможным не только соотносить комбинации различных стоимостей, полученных в рамках методов затратного, сравнительного и доходного под-

ходов, но и учитывать инвестиционный потенциал конкретных лиц и их групп при разработке инвестиционных стратегий управления стоимостью бизнеса на рынке. Применение в практике финансовой, оценочной и консалтинговой деятельности инвестиционного мультипликатора стоимости бизнеса в конечном счете ориентирует менеджмент на рост добавленной стоимости бизнеса и в целом на повышение его капитализации в долгосрочном периоде времени, чего практически сложно добиться в рамках традиционных концепций и методик.

О перспективности использования предложенного показателя и метода его расчета в ценностно-ориентированном менеджменте предприятия можно судить на основе замечания Н. Ю. Трифонова (2017, с. 26): «...зачастую именно различие между инвестиционной стоимостью объекта оценки и его рыночной стоимостью побуждает покупателей и продавцов выходить на рынок». По сути, в настоящей статье не только разработан оценочный индикатор — инвестиционный мультипликатор стоимости бизнеса с алгоритмом его определения, но и реализована интегрированная, инвестиционно-стоимостная модель оценки бизнеса и производных от него бизнес-объектов, как концептуальная основа для эффективного и комплексного управления стоимостью предприятия в различные периоды времени.

Сложность и трудоемкость предложенного подхода также заключается в требованиях, предъявляемых к степени компетенции и квалификации специалистов, так как становится необходимым обладать достаточно высоким уровнем знаний, умений и навыков с учетом опыта одновременно как в сфере оценки стоимости бизнеса, так и в области его инвестиционного проектирования.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

- Гуськова М. Ф., Стерликов П. Ф., Стерликов Ф. Ф. (2016). К вопросу оценки бизнеса // Экономические науки. №9 (142). С. 30–33. [Gus'kova, M. F., Sterlikov, P. F., Sterlikov, F. F. (2016). On the question of business valuation. *Economic sciences*, No. 9 (142), pp. 30–33. (In Russian)].
- Методика проведения оценки комплексов имущества, предлагаемых в качестве залогового обеспечения ОАО «Сбербанк России», № 2697. М.: ОАО «Сбербанк России». 30 ноября 2012. [Methodology for assessing property complexes offered as collateral for OJSC Sberbank of Russia, No. 2697. Moscow: OJSC Sberbank of Russia, November 30, 2012. (In Russian)].
- Самсонов Р. А. (2017а). Комплекс имущества как производный объект в оценке стоимости бизнеса // Управление современной организацией: опыт, проблемы и перспективы: сборник научных статей VIII Международной научно-практической конференции, 14 апреля — 15 мая 2017 г. / под ред. С. Н. Бочарова, Л. Н. Межовой, Р. А. Самсонова, О. Н. Соколовой. Барнаул: Изд-во Алт. гос. ун-та. Вып. 8. С. 181–200. [Samsonov, R. A. (2017). Property complex as a derivative object in assessing business value. *Management of a modern organization: experience, problems and prospects: a collection of scientific articles of the VIII International Scientific and Practical Conference, April 14 — May 15, 2017* / ed. S. N. Bocharov, L. N. Mezkhova, R. A. Samsonov, O. N. Socolova. Barnaul: Publishing house Alt. state University, vol. 8, pp. 181–200. (In Russian)].
- Самсонов Р. А. (2017б) Механизм экономической трансмиссии в оценке стоимости комплексных объектов бизнеса // Экономическое развитие региона: управление, инновации, подготовка кадров: материа-

лы IV Международного экономического форума / под ред. С. Н. Бочарова. Барнаул: Изд-во Алт. ун-та. С. 225–236. [Samsonov, R. A. (2017). The mechanism of economic transmission in assessing the value of complex business facilities. *Economic development of the region: management, innovation, training: materials of the IV International Economic Forum* / ed. S. N. Bocharov. Barnaul: Publishing house Alt. state University, pp. 225–236. (In Russian)].

Трифонов Н. Ю. (2017). Теория оценки стоимости: учебное пособие. Минск: Высшая школа. 208 с. [Trifonov, N. Yu. (2017). *Cost estimation theory: a tutorial*. Minsk: Higher school, 208 p. (In Russian)].

Филиппов Л. А. (2009). Оценка бизнеса: учебное пособие. М.: КНОРУС. 720 с. [Filippov, L. A. (2009). *Business Appraisal: A Study Guide*. М.: KNORUS, 720 p. (In Russian)].
