

**Библиографическая ссылка:**

Шихвердиев А.П., Большаков С.Н., Рауш Е.А. Управление рыночной стоимостью компании в концепции устойчивого развития // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2015. - №1. - С. 97-115.

**УПРАВЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ  
В КОНЦЕПЦИИ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ**

**MANAGEMENT OF THE MARKET VALUE OF COMPANIES  
IN THE CONCEPT OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT**

**Шихвердиев А.П., Большаков С.Н., Рауш Е.А.  
Shihverdiev A.P., Bolshakov S.N., Raush E.A.**

*В статье рассмотрен подход к управлению стоимостью компании в концепции устойчивого развития. Цель исследования состоит в формировании теоретических и методологических основ управления рыночной стоимостью компаний, отражающих экономические, экологические и социальные аспекты. В результате теоретического обобщения и эмпирического исследования представлены виды стоимости, на основании которых может быть реализовано управление стоимостью компании с учетом фактора динамичности реальной среды. Предложена методика оценки уровня устойчивого развития рыночной стоимости бизнеса.*

*The article considers the approach to value-based company management in the framework of the concept of sustainable development. The purpose of the research is to form the theoretical and methodological foundations of management company value, reflecting the economical, environmental and social aspects. As a result of theoretical generalization and empirical research presented types of value, on the basis of which can be implemented value-based management company, taking into account factors for dynamic real environment. The authors suggest a method of estimation of business market value sustainable development level.*

**Ключевые слова:** рыночная стоимость, управление стоимостью, устойчивое развитие, капитал, динамическая модель, стратегия

**Keywords:** market value, value-based management, sustainable development, capital, dynamic model, strategy

**Введение**

В последнее время руководителями государства, политологами, учеными, практиками, а также представителями бизнес-сообщества анализируются причины текущего экономического кризиса, поразившего отечественную экономику в конце 2014 года. Многие из них приходят к выводу, что нынешний экономический кризис в России - это прежде всего кризис российского менеджмента. Современная оценка стоимости бизнеса, рыночная, но асоциальная, ориентирована в своей главной

цели на получение прибыли, при практически полном игнорировании интересов общества. Ориентация управления всех уровней на опережающее потребление, не задумываясь о реальном производстве, социальной инфраструктуре, экологической защищенности, стала самоцелью в ущерб критически нужных обществу благ. Капитализация сильно оторвалась от реальной стоимости бизнеса, оказалась во многом виртуальной, основанной на завышенных ожиданиях инвесторов и кредитных ресурсах, за которыми не всегда стояли реальные активы. Таким образом, решение проблем, которые пришли в российский бизнес вместе с экономическим кризисом, связано с переосмыслением системы управления рыночной стоимостью компаний с позиции их устойчивого развития.

### **Теоретические аспекты рыночной стоимости компаний**

Финансово-экономический кризис высветил тесную взаимосвязь экономического положения предприятий с эффективностью управления их финансовыми и инвестиционными ресурсами, показал недостаточность финансового потенциала и неспособность противостоять негативным изменениям внешней среды [1].

Исходя из этого, можно сделать вывод, что в настоящее время возникла необходимость пересмотра подходов к организации и управлению компаниями, поскольку образуются противоречия между меняющимся содержанием хозяйственной деятельности и отстающими по темпам совершенствования методами и инструментами менеджмента предприятий [2]. В связи с этим возникает огромная потребность в осмыслении экономической наукой категории стоимости и применении организационно-управленческих методов в формировании рыночной стоимости компаний. В условиях современной экономики исследования стоимости с целью повышения инвестиционной привлекательности и создания конкурентных преимуществ, а также поиска факторов, которые влияют на ее размер, имеют приоритетное значение, поскольку от глубины познания и правильности использования полученного результата зависит эффективность функционирования компаний.

Управление стоимостью - это не разовая задача, а непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений, поэтому при принятии любого управленческого решения необходимо оценивать его влияние на рыночную стоимость компании.

Экономическая наука придает определениям большое значение в познавательном процессе. Разработка понятийного аппарата является, как известно, составной частью исследования, и существенная доля ее теории концентрируется в понятиях. Основные существующие определения раскрывают понятие «рыночная стоимость», при этом в научной литературе нет четкого определения понятия «рыночная стоимость компании».

Закон РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» содержит следующее определение рыночной стоимости. Рыночная стоимость – это «наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства ...» [3].

Аналогичное определение рыночной стоимости, но в более широком аспекте содержит Федеральный стандарт оценки № 2, в котором сказано, что «при определении рыночной стоимости объекта оценки определяется 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 сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме» [4].

Грязнова А. Г., Федотова М. А. понятие рыночной стоимости раскрывают следующим образом: «...в основе рыночной цены сделки, выступающей результатом согласования цены продавца и цены покупателя, лежит внутренняя величина-стоимость, которая будучи количественно определенной в условиях конкретного рынка, представляет собой рыночную стоимость [5].

Современный экономический словарь определяет рыночную стоимость как текущую стоимость товаров, услуг, в том числе биржевых товаров, фондовых ценностей и валюты, определяемую на основе спроса и предложения в каждый конкретный момент на рынке [6].

Авторами предлагается рассматривать понятие рыночной стоимости компании в концепции экономической, экологической и социальной коэволюции. Смысл ее сводится к признанию существования реальной рыночной стоимости бизнеса, как основанной на частных (индивидуальных) предпочтениях, так и отражающей общественные интересы, которые не сводятся к частным. Если предпочтения компаний выявляет рынок, то предпочтения общества в рыночном процессе саморегулирования отсутствуют: они определяются государственными структурами и общественными институтами. Очевидно, что интересы, выявляемые государственными структурами, не могут быть сведены к предпочтениям бизнеса, выявляемым через рыночную его стоимость. При этом каждый из участников бизнес-процессов претендует на определенный объем совокупного капитала, необходимого для реализации своих интересов. Формируемые по разным законам и в различных институциональных средах эти интересы вступают в противоречие на стадии их реализации – в борьбе за обладание ограниченными капиталами.

Нам представляется, что *рыночная стоимость компании* – это система объективных экономических, экологических, социальных отношений между хозяйствующими субъектами компании (собственниками капитала, сотрудниками компании), обществом и государством, складывающихся

по поводу целостного и эффективного использования совокупного капитала и распределения добавленной стоимости и прибыли.

Разработка теоретических обоснований состоит в формировании нового понимания рыночной стоимости бизнеса, развития ее новой модели с участием государственного регулирования, отражающей современные социально-экономические и экологические реалии, направленной на изменение процесса организации бизнеса, изменение целевых установок при организации управления рыночной стоимостью, чтобы забота об общем благе стала выгодной и бизнесу и обществу. В широком смысле «рыночная стоимость компании» может быть представлена как ценностная (нравственная) система, основанная на гармонизации социальных интересов общества и индивидуальных предпочтений бизнеса, ориентированная на совмещение в ней экономической эффективности, социальной справедливости и экологической защищенности.

Исходя из вышеуказанных понятий, стоимость бизнеса рассматривается как система экономических, экологических и социальных взаимодействий, т. е. система «человек-природа-человек», в которой деятельность человека является главным компонентом. Эта система по своей сути относится к системе побуждения, так как любые изменения подчиняются общему физическому закону прироста сил, как причина изменений. Таким образом, теория бизнеса есть теория силы общества и слабости силы капитала. Рыночная стоимость компании авторами рассматривается как социально-экономическая система, соответствующая структуре национального богатства и состоящая из трех взаимодействующих подсистем – произведенного капитала, природного капитала и человеческого капитала. При системно-структурном рассмотрении рыночной стоимости компании она представляет некоторое целостное единство. Графически рыночную стоимость компании можно изобразить с помощью «Эйлеровых кругов».

Как и любое определение, рыночная стоимость компании включает в себя перечень свойств, характерных для определяемого явления. Поэтому в данном случае целесообразно обратиться к теории множеств [7], поскольку каждое свойство определяет некоторое множество:

$$R = (D \cap H) \cup (D \cap P) = D \cup (H \cup P),$$

где  $D$  – множество элементов, относящихся к сфере произведенного капитала;

$H$  – множество элементов, относящихся к сфере природного капитала;

$P$  – множество элементов, относящихся к сфере человеческого капитала;

$R$  – множество элементов рыночной стоимости компании (рисунок 1).

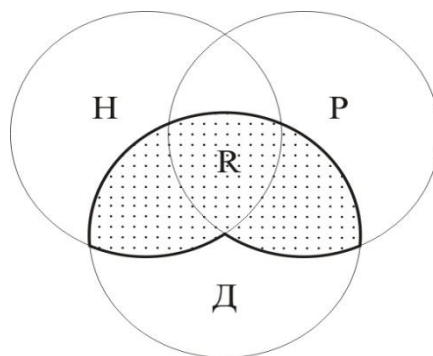


Рис. 1. Соизмерение множества элементов рыночной стоимости компании

Рыночная стоимость компании лежит на пересечении сферы произведенного капитала со сферой природного капитала и функционированием сферы человеческого капитала.<sup>1</sup> Рыночная стоимость компании возможна и тогда, когда уделяется больше внимания то одним, то другим сферам капитала. Так бывает в случаях применения различных моделей поведения акционеров в зависимости от сложившейся в бизнесе ситуации, что имеет свои плюсы и минусы. Если, например, все внимание уделяем сфере произведенного капитала и сфере природного капитала, то рискуем не получить ожидаемого эффекта, так как упускаем выгоду, которую дает сфера человеческого капитала. Идеальным выглядело бы такое решение, когда плоскости трех кругов совпадали, однако такая возможность в управлении рыночной стоимостью компании, адекватно отражающая действительные аспекты процесса, трудно достижима. Рост рыночной стоимости компании возможен через ускоренное обращение ее совокупного капитала. В условиях неопределенности и динамических изменений потребительских предпочтений на разных этапах стратегии развития компании может быстро меняться соотношение между сферами капитала. На основе соотношений сфер капиталов можно управлять стоимостью бизнеса через все более уточняющиеся последовательные приближения реальной стоимости к истинной, когда плоскости трех кругов совпадут.

#### Виды стоимости. Динамическая модель стоимости компании

На наш взгляд, управление стоимостью наиболее эффективно может быть реализовано на основе трех ее видов – номинальной, реальной и воспринимаемой, которые могут быть представлены следующим образом:

- Номинальная стоимость  $PV_t$ , созданная за период, равна разности между стоимостью чистых активов на конец отчетного периода  $V_t$  и стоимостью чистых активов на начало периода  $V_{t-1}$ :

$$PV_t = V_t - V_{t-1} \quad (1)$$

<sup>1</sup> Произведенный (физический) капитал – машины, оборудование и сооружения, используемые для производства товаров и услуг, запасы сырья, полуфабрикатов и готовой продукции. Природный капитал – запас природных производственных ресурсов (почва, вода, воздух, полезные ископаемые). Человеческий капитал – способность людей к участию в процессе производства, их знания, опыт, трудовые навыки ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)).

Расчет стоимости чистых активов производится на основании бухгалтерского баланса, совпадает со стоимостью собственного (акционерного) капитала. Собственный капитал представляет собой разность между активами организации и ее кредиторской задолженностью.

- Реальная стоимость  $PV_2$  за конкретный период времени представляет собой свободный денежный поток компании, учитывающий изменение стоимости денег во времени и может быть представлена следующим образом:

$$PV_2 = \sum_{n=1}^n \frac{FCF_n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

где  $n$  – период, за который определяются прогнозные значения денежных потоков;

$FCF$  (*Free Cash Flow*) – свободный денежный поток в периоде  $n$ ;

$r$  – ставка дисконтирования.

В свою очередь свободный денежный поток может быть определен по следующей формуле:

$$FCF = (1 - \text{Tax Rate}) \times EBIT + DA - CNWC - CAPEX \quad (3)$$

где  $\text{Tax Rate}$  – ставка налога на прибыль;

$EBIT$  (*Earnings Before Interest and Taxes*) – прибыль до уплаты процентов и налогов;

$DA$  (*Depreciation & Amortization*) – амортизация материальных и нематериальных активов;

$CNWC$  (*Change in Net Working Capital*) – изменение в чистом оборотном капитале;

$CAPEX$  (*Capital Expenditure*) – капитальные расходы.

Свободный денежный поток  $FCF$  представляет собой показатель финансовой эффективности, рассчитываемый как разница между операционным денежным потоком и капитальными расходами, и представляет собой средства, которые остаются в распоряжении компании после осуществления расходов, необходимых для поддержания или расширения его базы активов.

- Воспринимаемая стоимость  $PV_3$  определяется фондовым рынком, рассчитывается как разница в величине цены компании в два момента времени ( $K_t$  и  $K_{t-1}$ ) и равна ее нетто-потоку за расчетный период.

$$PV_3 = K_t - K_{t-1} \quad (4)$$

По своему экономическому смыслу номинальная стоимость  $PV_1$  рассчитывается на основании данных финансовой отчетности компании и включает в себя все виды активов – финансовые, материальные и нематериальные, уменьшенные на сумму обязательств компании, и отражает деятельность компании в ретроспективном периоде. Данные показатели являются ценными при стратегическом планировании деятельности компании и позволяют учесть проблемы или ошибки, с которыми столкнулось предприятие в прошлом. Реальная стоимость  $PV_2$  включает те же виды активов, но с поправками. Во-первых, стоимость активов компании учитывает изменение денег во времени. Во-вторых, в состав нематериальных активов включены активы, которые не содержатся в отчетности, но оказывают влияние на стоимость компании. К ним относятся организационный капитал (экономико-управленческие технологии), человеческий капитал (технологии управления персоналом), социальный капитал (неформальные нормы поведения и социальные связи), клиентский капитал (бренды, деловая репутация и другие феномены клиентских отношений),

инновационный капитал (специфические продукты и услуги научно-технологического порядка), культурный капитал (формирование корпоративной культуры), институциональный капитал (формирование внутренней институциональной среды и управление ее взаимодействием с внешней институциональной средой). Показатель  $PV_2$  отражает оценку стоимости компании собственниками и менеджментом. Воспринимаемая стоимость  $PV_3$  является показателем оценки компании рынком и характеризует потенциальные возможности компании в перспективе.

На основе предлагаемой классификации видов стоимости компании целесообразно применить ситуационный подход к управлению стоимостью компании, опираясь на величины номинальной  $PV_1$ , реальной  $PV_2$  и воспринимаемой  $PV_3$  стоимостей. Анализ различий в видах стоимости позволяет выделить три гипотетические ситуации (стратегические альтернативы), включающие следующие типы ее оценки (рисунок 2) [8].

Ситуация А	Ситуация Б	Ситуация С
$PV_1 > PV_2 > PV_3$ (1.1)	$PV_2 > PV_1 > PV_3$ (2.1)	$PV_3 > PV_1 > PV_2$ (3.1)
$PV_1 > PV_3 > PV_2$ (1.2)	$PV_2 > PV_3 > PV_1$ (2.2)	$PV_3 > PV_2 > PV_1$ (3.2)
$PV_1 < PV_2 < PV_3$ (1.3)	$PV_2 < PV_1 < PV_3$ (2.3)	$PV_3 < PV_1 < PV_2$ (3.3)
$PV_1 < PV_3 < PV_2$ (1.4)	$PV_2 < PV_3 < PV_1$ (2.4)	$PV_3 < PV_2 < PV_1$ (3.4)

Рис. 2. Ситуационный подход к управлению стоимостью компании

Типы оценки в случае А иллюстрируют ситуацию, складывающуюся в компании по отношению к ее номинальной стоимости. Ситуация В иллюстрирует общий финансовый результат, определяющий реальную стоимость компании. В ситуации С видим, как влияют окружающая среда, фондовый рынок на изменение стоимости компании.

На основании данных 27 производственных компаний за 2013 год, входящих в число 400 крупнейших компаний по данным рейтингового агентства «Эксперт-РА» были рассчитаны показатели трех видов стоимости – номинальной, реальной и воспринимаемой (Таблица 1<sup>2</sup>).

2 Примечание: Номинальная стоимость в виде чистых активов за 2013 год рассчитана на основании данных бухгалтерского баланса компаний, реальная стоимость – на основании данных финансовой отчетности, воспринимаемая стоимость – на основании информации рейтингового агентства «Эксперт-РА». (Источники: [www.gazprom.ru](http://www.gazprom.ru), [www.rosneft.ru](http://www.rosneft.ru), [www.lukoil.ru](http://www.lukoil.ru), [www.novatek.ru](http://www.novatek.ru), [www.surgutneftegaz.ru](http://www.surgutneftegaz.ru), [www.nornik.ru](http://www.nornik.ru), [www.uralkali.ru](http://www.uralkali.ru), [www.tatneft.ru](http://www.tatneft.ru), [www.bashneft.ru](http://www.bashneft.ru), [www.nlmk.com](http://www.nlmk.com), [www.alrosa.ru](http://www.alrosa.ru), [www.severstal.com](http://www.severstal.com), [www.rusal.ru](http://www.rusal.ru), [www.rushydro.ru](http://www.rushydro.ru), [www.eon-russia.ru](http://www.eon-russia.ru), [www.fsk-ees.ru](http://www.fsk-ees.ru), [www.interrao.ru](http://www.interrao.ru), [www.phosagro.ru](http://www.phosagro.ru), [www.mmk.ru](http://www.mmk.ru), [www.tmkgroup.ru](http://www.tmkgroup.ru), [www.vsmo.ru](http://www.vsmo.ru), [www.pharmstd.ru](http://www.pharmstd.ru), [www.lsrgroup.ru](http://www.lsrgroup.ru), [www.sn-mng.ru](http://www.sn-mng.ru), [www.alrosanurba.ru](http://www.alrosanurba.ru), [www.pik-group.ru](http://www.pik-group.ru), [www.nknh.ru](http://www.nknh.ru), <http://www.raexpert.ru/printtable/?path=/expert400/2013/tab2>. [9]).

Таблица 1

Показатели видов стоимости по данным российских компаний  
за 2013 год (млн. руб.)

№ п/п	Показатели	Номинальная стоимость PV 1	Реальная стоимость PV 2	Воспринимаемая стоимость PV 3
1	ОАО "Газпром"	8 369 831	8 663 886	3 128 692
2	ОАО "Нефтяная компания "Роснефть"	3 193 000	1 807 545	2 598 143
3	ОАО "Нефтяная компания "Лукойл"	2 580 861	2 228 000	1 649 838
4	ОАО "Новатэк"	223 603	345 683	1 100 752
5	ОАО "Сургутнефтегаз"	1 962 782	1 952 831	940 237
6	ОАО "ГМК "Норильский Никель"	400 231	507 729	696 122
7	ОАО "Уралкалий"	187 937	263 688	459 927
8	ОАО "Татнефть"	421 696	501 377	455 521
9	ОАО "Башнефть"	178 593	236 282	361 022
10	ОАО "Новолипецкий металлургический комбинат"	304 067	308 070	321 716
11	ОАО "АК "Алроса"	245 787	284 121	342 081
12	ОАО "Северсталь"	191 002	178 543	233 137
13	ОАО "Объединенная компания "Русал"	214 376	254 728	194 700
14	ОАО "Русгидро"	624 343	636 415	174 097
15	ОАО "Э.Он Россия"	121 051	145 881	157 193
16	ОАО "ФСК ЕЭС"	842 975	762 770	134 520
17	ОАО "Интер РАО"	330 331	334 713	124 484
18	ОАО "ФосАгро"	59 326	52 269	115 589
19	ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат"	138 414	182 450	89 976
20	ОАО "Трубная металлургическая компания"	36 003	37 807	78 054
21	ОАО "Корпорация ВСМПО-Ависма"	42 440	40 465	65 722
22	ОАО "Фармстандарт"	5 508	28 000	62 554
23	ОАО "Группа ЛСР"	40 185	46 150	58 841
24	ОАО "Славнефть-Мегионнефтегаз"	24 571	21 476	48 673
25	ОАО "Алроса-Нюрба"	5 160	13 329	48 050
26	ОАО "Группа Компаний "Пик"	48 540	43 142	42 331
27	ОАО "Нижнекамскнефтехим"	60 399	71 482	38 696

Проведенный анализ вышеуказанных компаний за 2013 год показал следующую картину (рисунок 3). Менеджменту компаний целесообразно принимать во внимание при реализации стратегии сложившиеся тенденции между видами стоимости.



Ситуация А	Ситуация Б	Ситуация С
$PV_1 > PV_2 > PV_3$ (1.1) ОАО НК «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «ГК «Пик».	$PV_2 > PV_1 > PV_3$ (2.1) ОАО «Газпром», ОАО «ОК «Русал», ОАО «Русгидро», ОАО «Интер РАО», ОАО «ММК», ОАО Нижнекамскнефтехим»	$PV_3 > PV_1 > PV_2$ (3.1) ОАО «Корпорация ВСМПО- Ависма».
$PV_1 > PV_3 > PV_2$ (1.2) ОАО НК «Роснефть».	$PV_2 > PV_3 > PV_1$ (2.2)	$PV_3 > PV_2 > PV_1$ (3.2)
$PV_1 < PV_2 < PV_3$ (1.3) ОАО «Новатэк», ОАО «ГМК» Норильский никель», ОАО «Уралкалий», ОАО «Башнефть», ОАО «НМК», ОАО «АК «Алроса», ОАО «Э.Он Россия», ОАО «ТМК», ОАО «Фармстандарт», ОАО «Группа ЛСР», ОАО «Алроса-Нюрба».	$PV_2 < PV_1 < PV_3$ (2.3) ОАО «Северсталь», ОАО «ФосАгро», ОАО «Славнефть- Мегионнефтегаз».	$PV_3 < PV_1 < PV_2$ (3.3)
$PV_1 < PV_3 < PV_2$ (1.4) ОАО «Татнефть».	$PV_2 < PV_3 < PV_1$ (2.4)	$PV_3 < PV_2 < PV_1$ (3.4)

Рис. 3. Ситуационный анализ стоимости российских компаний за 2013 г.

Номинальная и реальная стоимости компаний в большинстве случаев не совпадают между собой и с их рыночной капитализацией, которая определяется отношением спроса и предложения акций компаний на фондовых рынках. Инвесторов, использующих в своей деятельности фундаментальный анализ, интересует в первую очередь ситуации, когда реальная «внутренняя» стоимость акций компании превышает воспринимаемую стоимость. Такие компании считаются недооцененными и являются потенциальными объектами инвестиций. Покупая недооцененные акции инвесторы рассчитывают, что в условиях эффективности рынка цена акций и воспринимаемая стоимость компаний будет стремиться к его реальной стоимости, то есть будет расти. Применяя ситуационный анализ в управлении стоимостью компании, компания сможет определить верное стратегическое направление своего развития, решить вопросы привлечения инвестиций и оптимизации цены капитала.

Помимо традиционной классификации, являющейся базовой для понимания теории оценки бизнеса, на основе которой осуществляется построение методического обеспечения, предлагаются виды стоимости бизнеса, отражающие интересы всех субъектов финансовых отношений с учетом временного фактора (прошлое, настоящее, будущее), и позволяющие определять тенденции развития стоимости бизнеса (рисунок 4).

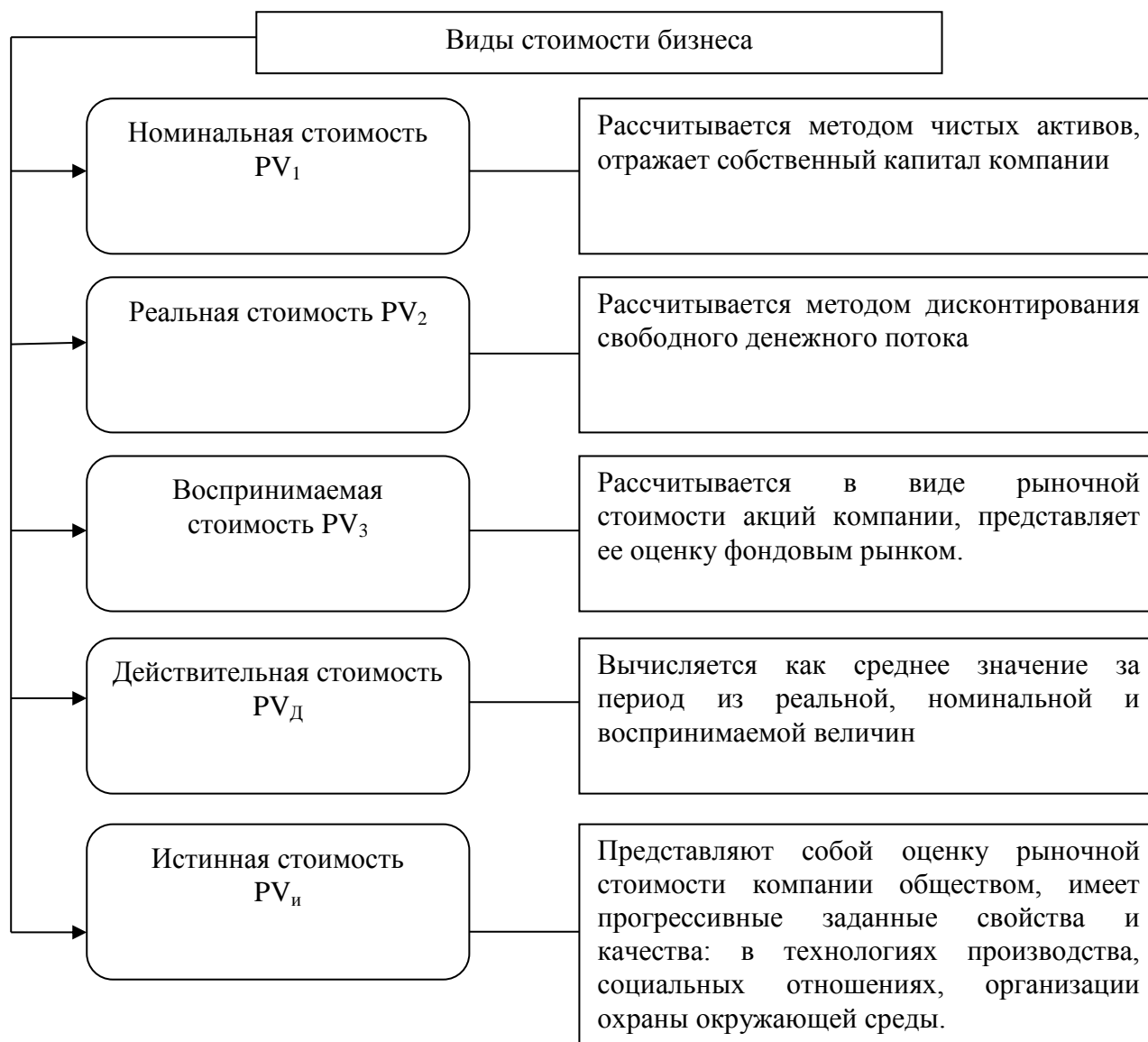


Рис. 4. Виды стоимости бизнеса, отражающие интересы субъектов финансовых отношений.

В основу системы видов стоимости положены критерии приспособляемости к условиям, которые нельзя заранее предвидеть. Воспринимаемая стоимость рождается из номинальной и реальной, в свою очередь действительная и истинная стоимости основываются на воспринимаемой. Знание номинальной и реальной стоимости позволяет увидеть и управлять действительной и истинной стоимостью, которые отражают будущее. Сегодня нужно уметь предвидеть будущее при определении стоимости бизнеса. Тенденции в соотношении разных видов стоимости компании наиболее точно отражают его, а это и есть цель определения стоимости компании.

Показатели деятельности организации имеют свойство изменения во времени, могут быть лучше или хуже ожиданий, устраивать или нет различные интересы сторон. Более того, интересы собственников и менеджмента могут изменяться со временем. Поэтому при применении

стоимостного подхода в управлении необходимо учитывать динамическое поведение показателя стоимости компании. Использование динамического критерия позволяет по иному взглянуть на потенциал компании по росту стоимости. Динамичность отражает необходимость измерения (оценки) стоимости компании в динамике.

Номинальная стоимость ( $PV_1$ ) может отличаться от реальной стоимости ( $PV_2$ ) и тем более воспринимаемой ( $PV_3$ ), действительной ( $PV_d$ ) и истинной ( $PV_{и}$ ). Но так как любое отклонение от истинной стоимости ( $PV_{и}$ ) нарушает условие рыночного равновесия, можно сделать вывод, что в условиях фондового рынка существует тенденция к такому согласованию спроса и предложения, при котором траектория развития рыночной стоимости может быть представлена в виде динамической модели [10]:

$$(PV_1) \rightarrow (PV_2) \rightarrow (PV_3) \rightarrow (PV_d) \rightarrow (PV_{и})$$

Динамическая модель исходит из логики устойчивого развития рыночной стоимости компании, которая заключается в переходах от образа истинной стоимости к оценке ее реального состояния и в приближении реального к истинному, имеющему заранее заданные свойства и качества, а именно динамическую стабильность стоимости и прогрессивные качественные преобразования в технологиях производства, социальных отношениях и организации охраны окружающей среды. В организационном аспекте развития рыночной стоимости бизнеса сделана попытка показать стратегическую линию движения к истинной рыночной стоимости в рамках совокупной потребности людей в различных видах капитала. Механизм движения совокупного капитала компании и повышения ее рыночной стоимости выявляется в процессе кругооборота и оборота капитала. В динамической модели будущее и прошлое не разделены абсолютно, а только представлены разными пространствами и участками в сложившейся ситуации.

### **Методика устойчивого развития рыночной стоимости компании**

В управлении стоимостью компании на первом месте стоит не стабилизация, а динамические преобразования, переход из одного качества в другое, что и является устойчивым развитием. Понятие «развитие» нами рассматривается как многовариантный процесс движения объекта, характеристики которого задаются составом, структурой, видами межэлементных связей и его отношениями с внешней средой.

Решение проблемы устойчивого развития системы рыночной стоимости бизнеса в большинстве случаев ограничивается оценкой отдельных показателей, характеризующих доходность бизнеса и не поднимаются до определения уровня устойчивости развития стоимости как сложной системы в целом. Возникают вопросы как определить границы между устойчивым и неустойчивым развитием, под воздействием каких факторов происходит переход от одного характера развития к другому, как влияет изменение соотношений между компонентами, составляющими систему и каким образом возможно измерить уровень устойчивого развития стоимости как системы в условиях, когда составляющие ее компоненты (подсистемы) имеют разную природу.

В нашем подходе устойчивое развитие рыночной стоимости бизнеса – это оптимизация обращения произведенного, природного и человеческого капиталов как внутри системы рыночной стоимости

компании, так и во внешней среде. Такое определение показывает взаимосвязь между частным и общим, бизнесом и государством и то, что не существует четкой границы между экономическими, социальными и экологическими процессами. Здесь все едино, конкретно, системно, но находится исключительно в нелинейной зависимости. Поэтому актуальной практической задачей является разработка действенной и достоверной методики по синтезированной оценке устойчивого развития рыночной стоимости предприятий.

Для расчета уровня устойчивого развития рыночной стоимости бизнеса предлагается методика оценки на основе материального и нематериального капиталов компании, предлагающая рассматривать его (уровень) как функцию ряда переменных:

$$Y_{p.c.} = f(K_{прз.}, K_{прд.}, K_{чел.}, K_{инфр.}, K_{марк.}, I_{тх.}, I_{инв.}, I_{инс.}) \quad (5)$$

где  $Y_{p.c.}$  – уровень устойчивого развития рыночной стоимости;

$K_{прз.}$ ,  $K_{прд.}$ ,  $K_{чел.}$ ,  $K_{инфр.}$ ,  $K_{марк.}$ ,  $I_{тх.}$ ,  $I_{инв.}$ ,  $I_{инс.}$  – факторы произведенного капитала, природного капитала, человеческого капитала, инфраструктурный, маркетинговый, инновационно-технологический и информационный, инвестиционный, институциональный факторы.

Уровень (индекс) устойчивого развития рыночной стоимости определяется по формуле:

$$Y_{p.c.} = \sum_{i=1}^n \alpha_i \cdot X_i \quad (6)$$

где  $\alpha_i$  – весовой коэффициент, определяющий вклад  $i$ -го фактора в общее значение критерия;  $X_i$  – значение показателя, описывающего  $i$ -й элемент критерия;  $n$  – количество параметров устойчивого развития рыночной стоимости бизнеса. На рисунке 5 показана блок-схема алгоритма измерения и управления уровнем устойчивого развития рыночной стоимости компании.

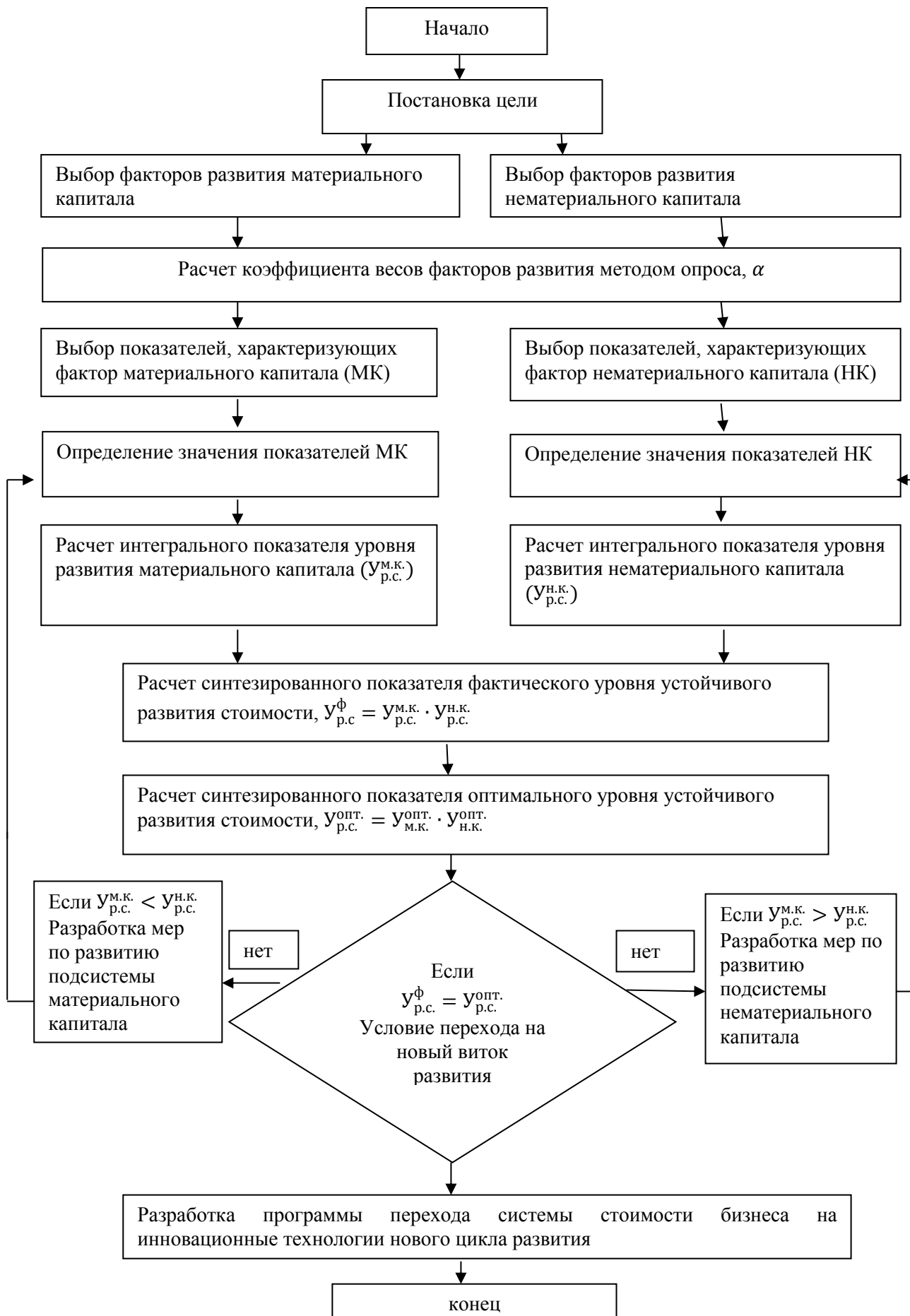


Рис. 5. Блок-схема алгоритма оценки и управления уровнем устойчивого развития рыночной стоимости компании

где МК – подсистема материального капитала; НК – подсистема нематериального капитала;  $U_{p.c.}^{M.K.}$  – уровень устойчивого развития подсистемы материального капитала рыночной стоимости компании;  $U_{p.c.}^{H.K.}$  – уровень устойчивого развития подсистемы нематериального капитала;  $U_{p.c.}^{\Phi}$  – фактический уровень устойчивого развития рыночной стоимости;  $U_{p.c.}^{opt.}$  – оптимальный уровень устойчивого развития рыночной стоимости;  $U_{M.K.}^{opt.}$  – оптимальный уровень устойчивого развития подсистемы материального капитала;  $U_{H.K.}^{opt.}$  – оптимальный уровень устойчивого развития подсистемы нематериального капитала.

Современная методика экспертного опроса была разработана Н. В. Капустиной с соавторами [11]<sup>3</sup>. Информационной основой для расчетов послужили экспериментальные данные. В предлагаемой модели значение каждой составляющей рассчитывалось как удельный вес соответствующего показателя по компании лесного сектора в общем значении данного показателя по лесному сектору региона. Для каждого фактора искомого критерия устойчивого развития рыночной стоимости введены весовые коэффициенты, которые подбирались в зависимости от значимости показателя методом экспертного оценивания [12]<sup>4</sup> (Таблица 2).

В этом случае формула для расчета уровня устойчивого развития материального капитала имеет вид:

$$U_{p.c.}^{M.K.} = 0,26 \cdot K_{прз.1} + 0,10 \cdot K_{прз.2} + 0,09 \cdot K_{прз.3} + 0,15 \cdot K_{прд.} + 0,08 \cdot I_{тх.} + 0,18 \cdot I_{инв.1} + 0,13 \cdot I_{инв.2} + 0,01 \cdot I_{инс.} \quad (7)$$

Таблица 2

Факторы развития материального капитала рыночной стоимости компании

Наименование фактора	Показатель, характеризующий фактор	Весовой коэффициент
Составляющая произведенного капитала	Машины, оборудование, здания, сооружения	0,26
	Запасы сырья, полуфабрикатов	0,10
	Запасы готовой продукции	0,09
Составляющая природного капитала	Баланс среднего прироста и общего объема вырубаемой древесины	0,15
Инновационно-	Затраты на научно-исследовательские	0,08

3 Н. В. Капустина, О. Г. Крюкова, Р. Н. Федосова и др. Новая методика оценки рисков деятельности предприятия // Менеджмент в России и за рубежом. - 2008. - № 4. - С. 99-104.

4 Бобкова Е. В., Макаров П. Ю. Интеллектуальный капитал как индикатор устойчивого развития // Менеджмент в России и за рубежом. - 2009. - № 3 - с.3-12.

технологическая и информационная составляющая	работы и подготовку кадров	
Инвестиционные составляющие	Инвестиции в основной капитал	0,18
	Инвестиции в охрану окружающей среды	0,13
Институциональная составляющая	Наличие сформированных стратегий и программ устойчивого развития стоимости	0,01
Итого		1,00

Второй критерий должен характеризовать ту часть устойчивого развития рыночной стоимости компании, которая связана с уровнем развития нематериального капитала. Схема расчета критерия и определения весовых коэффициентов аналогична расчету уровня развития материального капитала. Для каждого фактора уровня развития нематериального капитала также введены весовые коэффициенты (Таблица 3).

Таблица 3

Факторы развития нематериального капитала  
рыночной стоимости компании

Наименование фактора	Показатель, характеризующий фактор	Весовой коэффициент
Составляющие нематериального капитала	Человеческий капитал	0,18
	Инфраструктурный капитал	0,18
	Маркетинговый капитал	0,06
Инновационно-технологическая и информационная составляющая	Затраты на научно-исследовательские работы и развитие персонала	0,09
Инвестиционная составляющая	Инвестиции в человеческий капитал	0,23
	Инвестиции в инфраструктурный капитал	0,13
	Инвестиции в маркетинговый капитал	0,12
Институциональная составляющая	Наличие сформированных программ устойчивого развития	0,01
Итого		1,00

В данном случае формула расчета уровня развития нематериального капитала рыночной стоимости компании имеет следующий вид:

$$U_{p.c.}^{н.к.} = 0,18 \cdot K_{чел.} + 0,18 \cdot K_{инфр.} + 0,06 \cdot K_{марк.} + 0,09 \cdot I_{тх.} + 0,23 \cdot I_{инв.1} + 0,13 \cdot I_{инв.2} + 0,12 \cdot I_{инв.3} + 0,01 \cdot I_{инс.} \quad (8)$$

Для определения интегрального показателя (критерия) устойчивого развития рыночной стоимости компании использовалось прямое произведение, позволяющее линейное преобразование устойчивого развития рыночной стоимости бизнеса представить в виде произведения двух независимых линейных преобразований – уровня развития материального капитала и уровня

развития нематериального капитала составляющих стоимость бизнеса. Расчет фактического уровня устойчивого развития рыночной стоимости компании выполняется по формуле:

$$y_{p.c.}^{\phi} = y_{p.c.}^{m.k.} \cdot y_{p.c.}^{n.k.} \quad (9)$$

Оптимальный уровень устойчивого развития рыночной стоимости компании отражает его максимальное значение:

$$y_{p.c.}^{opt} = y_{m.k.}^{opt} \cdot y_{n.k.}^{opt} = 0,5 \cdot 0,5 = 0,25 \quad (10)$$

Неравномерность процессов развития материального и нематериального капиталов под действием внутренних и внешних факторов приводит к хаотичности их развития, которая и является движущей силой развития стоимости компании.

Эффективность устойчивого развития рыночной стоимости компании предлагается определять в процентах по следующей формуле:

$$y_{p.c.}^{opt} - y_{p.c.}^{\phi}$$

$$\mathcal{E}_{p.c.} = \left( 1 - \frac{\quad}{y_{p.c.}^{opt}} \right) \cdot 100 \% \quad (11)$$

$$y_{p.c.}^{opt}$$

Аналогично рассчитывается эффективность развития материального и нематериального капиталов, составляющих стоимость компании.

Долгосрочная эффективная работа компании по развитию ее рыночной стоимости определяется правильным выбором стратегических ориентиров, позволяющих наилучшим образом реализовать свой ресурсный потенциал. При оценке перспектив развития стоимости бизнеса важно понять, в какой именно точке устойчивости находится компания. В анализе уровня развития стоимости бизнеса по предлагаемой методике реально возможны как минимум три гипотетические ситуации. Если уровень развития стоимости бизнеса равен оптимальному уровню в течение определенного периода ( $y_{p.c.}^{\phi} = y_{p.c.}^{opt}$ ), то это объективное условие (предпосылки) для эволюционного равновесного развития системы рыночной стоимости или отсутствия ее развития в течение этого периода. В этом случае не наблюдается дисбаланс во взаимодействии подсистем, развитие стоимости достигло максимальной устойчивости на данном цикле (витке) развития. Это условие для качественного (инновационного) развития системы стоимости. Открывается возможность для возникновения новых организующих форм за пределами неравновесности и нестабильности. При этом создается новая форма, новая порождающая сила. Переход системы рыночной стоимости бизнеса на инновационные технологии является необходимым условием становления нового этапа развития. Если уровень развития подсистемы материального капитала выше уровня развития противодействующей подсистемы нематериального капитала в течение определенного периода времени ( $y_{\phi}^{m.k.} > y_{\phi}^{n.k.}$ ), то в этом случае наблюдается отрицательный эффект в функционировании стоимости бизнеса, т.е.



подсистема материального капитала оказывает разрушительное давление на подсистему нематериального капитала, локализует дальнейшее развитие стоимости. Такое соотношение свидетельствует о снижении рыночно ориентированной стоимости компании, о нестабильности ее работы, о неэффективной системе менеджмента, что создает угрозу ликвидации компании. Если развитие подсистемы материального капитала в течение некоторого периода времени меньше уровня развития нематериального капитала, ( $U_{\phi}^{M.K} < U_{\phi}^{H.K}$ ) то это свидетельствует о наличии условий создания положительного эффекта.

Предлагаемая методика расчета уровня устойчивого развития системы рыночной стоимости и его (развития) эффективности позволяет определить границы между устойчивыми и неустойчивыми состояниями, выявить «узкие места» в управлении стоимостью бизнеса, обозначить перспективы развития и сформировать оптимальную стратегию.

### **Заключение**

Совершенствование управления развитием рыночной стоимости компании требует изменения не методов оценки, а природы процесса системной организации бизнеса на основе представления стоимости как единого целого, учитывающего экономические, экологические и социальные аспекты в управлении, позволяющего обеспечить более высокую степень организации составляющих стоимость капиталов (произведенного, человеческого и природного).

Предложенная динамическая модель управления развитием стоимости бизнеса учитывает управленческую гибкость, поскольку рассматривает природу стоимости компании с системно-синергетических представлений. Она позволяет активно управлять компанией и принимать решения сообразно сложившейся ситуации. Моделирование представляет менеджерам возможность проводить мониторинг, позволяющий четко видеть истинное положение дел в анализируемый период, более точно определять эффективность различных структур, применять рычаги воздействия на каждую из них в своей текущей деятельности и осуществлять стратегическое управление рыночной стоимостью компании, а значит и ее инвестиционной привлекательностью, конкурентоспособностью и эффективностью.

Методика расчета уровня устойчивого развития системы рыночной стоимости позволит определить границы устойчивости и неустойчивости компании, выявить проблемные места в процессе управления стоимостью бизнеса, а также позволит наметить необходимые структурные изменения в компонентах системы управления стоимостью бизнеса, обозначить перспективы развития и сформировать оптимальную стратегию.

### **Список литературы:**

1. Понькина Е. В., Корнеева Е. В. Развитие промышленного производства в Российской Федерации: проблемы и решения; URL:<http://izvestia.asu.ru/2011/2-2/econ/TheNewsOfASU-2011-2-2-econ-10.pdf> (дата обращения 05.05.2014).

2. Мизюн В. Управление производственными системами и процессами; URL:[http://www.cfin.ru/management/manufact/manufacturing\\_sys-01.shtml#b1](http://www.cfin.ru/management/manufact/manufacturing_sys-01.shtml#b1) (дата обращения 18.05.2014).
3. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный Закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ; в ред. от 08 марта 2015 г. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
4. Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)»: Приказ Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 № 255; URL:[http://www.labrate.ru/laws/20070720\\_prikaz\\_mert\\_255\\_fso-2\\_valuation-purposes.html](http://www.labrate.ru/laws/20070720_prikaz_mert_255_fso-2_valuation-purposes.html) (дата обращения 16.06.2013).
5. Оценка бизнеса : учебник / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. М. Финансы и статистика, 2006. 736 с.
6. Современный экономический словарь : словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 2-е изд., испр. М. ИНФРА-М, 1998. 479 с.
7. Заде Л. Основы нового подхода к анализу сложных систем и процессов принятия решений // в кн.: Математика сегодня. М. Знание, 1974. С. 5-48.
8. Рауш Е. А. Исследование рыночной стоимости в концепции достоверности информации с использованием метаполиструктурного подхода // Финансово-экономические, управленческие, информационные и правовые механизмы обеспечения благоприятного инвестиционного климата в регионе: Материалы конференции в рамках X Международного Социально-экологического конгресса (12 сентября 2014 г., Сыктывкар) - Сыктывкар, СГУ, 2014; URL:<http://koet.syktu.ru/pages/nauch.html> (дата обращения 22.03.2015).
9. Список крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации); URL:<http://www.raexpert.ru/printtable/?path=/expert400/2013/tab2> (дата обращения 05.05.2014).
10. Большаков Н. М., Жиделева В. В., Рауш Е. А. Теория стоимости лесной компании в концепции достоверности ее финансовых результатов // Аудит и финансовый анализ. 2011. № 3. С. 95-101.
11. Капустина Н. В., Крюкова О. Г., Федосова Р. Н. Новая методика оценки рисков деятельности предприятия // Менеджмент в России и за рубежом. 2008. № 4. С. 99-104.
12. Бобкова Е. В., Макаров П. Ю. Интеллектуальный капитал как индикатор устойчивого развития // Менеджмент в России и за рубежом. 2009. № 3. С. 3-12.

#### References:

1. *Pon'kina E. V., Korneeva E. V. Razvitie promyshlennogo proizvodstva v Rossijskoj Federacii: problemy i reshenija* [Development of industrial production in the Russian Federation: problems and solutions]. Available at: <http://izvestia.asu.ru/2011/2-2/econ/TheNewsOfASU-2011-2-2-econ-10.pdf> (accessed 05.05.2014).
2. *Mizjun V. Upravlenie proizvodstvennymi sistemami i processami* [Management of production systems and processes]. Available at: [http://www.cfin.ru/management/manufact/manufacturing\\_sys-01.shtml#b1](http://www.cfin.ru/management/manufact/manufacturing_sys-01.shtml#b1) (accessed 18.05.2014).
3. *Ob ocenочноj dejatel'nosti v Rossijskoj Federacii: Federal'nyj Zakon ot 29 ijulja 1998, № 135-FZ, v red. ot 08 marta 2015* [On appraisal activities in the Russian Federation : Federal Law of

- 29 July, 1998, no. 135-FZ, amended on 08 March, 2015]. Dostup iz sprav.-pravovoj sistemy «Konsul'tant Pljus».
4. *Ob utverzhdenii federal'nogo standarta ocenki «Cel' ocenki i vidy stoimosti (FSO № 2)»*: Prikaz Minjekonorazvitiya RF ot 20 ijulja 2007 № 255 [On approval of the federal standard of evaluation «The purpose of the assessment and value types (FSO no. 2)»: The Order of Minekonorazvitiya of the Russian Federation of 20 July, 2007, no. 255]. Available at: [http://www.labrate.ru/laws/20070720\\_prikaz\\_mert\\_255\\_fso-2\\_valuation-purposes.html](http://www.labrate.ru/laws/20070720_prikaz_mert_255_fso-2_valuation-purposes.html) (accessed 16.06.2013).
  5. *Grjaznova A. G., Fedotova M. A., ed. Ocenka biznesa* [Business valuation]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2006, 736 p.
  6. *Rajzberg B. A., Lozovskij L. Sh., Starodubceva E. B., ed. Sovremennyy jekonomicheskij slovar'* [Modern Dictionary of Economics]. Moscow, INFRA-M Publ., 1998, 479 p.
  7. *Zade L. Osnovy novogo podhoda k analizu slozhnyh sistem i processov prinjatija reshenij (v kn.: Matematika segodnja)* [Basis for a new approach to the analysis of complex systems and decision-making processes (in the book: Mathematics today)]. Moscow Publ., Znanie, 1974, p. 5-48.
  8. *Raush E. A. Issledovanie rynochnoj stoimosti v konceptsii dostovernosti informatsii s ispol'zovaniem metapolistrukturnogo podhoda* [The study of the structural approach to the market value of the concept of reliability of the information using metapolistruktural approach]. *Finansovo-jekonomicheskie, upravlencheskie, informacionnye i pravovye mehanizmy obespechenija blagoprijatnogo investicionnogo klimata v regione: Materialy konferencii v ramkah X Mezhdunarodnogo Social'no-jekologicheskogo kongressa* [Financial, economic, managerial, informational and legal mechanisms to ensure a favorable investment climate in the region: Materials of the conference in the framework of X International Socio-ecological Congress], Syktyvkar, SGU, 2014. Available at: <http://koet.syktsu.ru/pages/nauch.html> (accessed 22.03.2015).
  9. *Spisok krupnejshih kompanij po rynochnoj stoimosti (kapitalizacii)* [List of largest companies by market value (capitalization)]. Available at: <http://www.raexpert.ru/printtable/?path=/expert400/2013/tab2> (accessed 05.05.2014).
  10. *Bol'shakov N. M., Zhideleva V. V., Raush E. A. Teorija stoimosti lesnoj kompanii v koncepcii dostovernosti ee finansovyh rezul'tatov* [Theory of value forest company in the concept of reliability of its financial results]. *Audit i finansovyi analiz*, 2011, no. 3, pp. 95-101.
  11. *Kapustina N. V., Krjukova O. G., Fedosova R. N. Novaja metodika ocenki riskov dejatel'nosti predpriyatija* [A new methodology for risk assessment of the company]. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom*, 2008, no. 4, pp. 99-104.
  12. *Bobkova E. V., Makarov P. Ju. Intellektual'nyj kapital kak indikator ustojchivogo razvitija* [Intellectual capital as an indicator of sustainable development]. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom*, 2009, № 3, pp. 3-12.