

### 3.4. ТЕОРИЯ СТОИМОСТИ ЛЕСНОЙ КОМПАНИИ В КОНЦЕПЦИИ ДОСТОВЕРНОСТИ ЕЕ ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Большаков Н.М., д.э.н., профессор;  
Жиделева В.В., д.э.н., профессор;  
Рауш Е.А., соискатель

*Филиал Санкт-Петербургской государственной  
лесотехнической академии им. С.М. Кирова*

Рыночная стоимость бизнеса рассматривается в понимании точности и достоверности финансовых результатов. Предложена классификация видов определяемой стоимости компании, динамическая модель ее образования, дан анализ факторов формирования стоимости, определены перспективы развития методов оценки.

#### ВВЕДЕНИЕ

Рост национального дохода страны обеспечивается инвестиционной активностью хозяйственных единиц (компаний) и секторов экономики. Современное кризисное состояние мировой экономики, в том числе и российской, и в частности лесного сектора, с неизбежностью ставит множество вопросов о необходимости объективной оценки стоимости их активов, дальнейшем адекватном функционировании сложившихся традиций в использовании ее приемов и способов, о вдумчивом анализе складывающейся в мире иной системы оценки значимости хозяйственных процессов, подобной системе глобального бухгалтерского учета. Одним из ключевых направлений перехода к концепции управления эпохи информатизации общества является переход от составления прогнозов к использованию достоверной информации.

Главная задача компании – максимизировать стоимость (shareholder's value). На сегодняшний день стоимость – лучшая из общественных оценок результатов деятельности. Основным индикатором успешной работы предприятия является рост его стоимости. В этой связи, пожалуй, одной из самых актуальных экономических проблем в Российской Федерации в настоящее время остается оценка рыночной стоимости компаний. Теоретическая аргументация концепции рыночной стоимости лесной компании в ее идеальном варианте требует рассмотрения ее экономической природы и методики исчисления.

#### ТРИ ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ

Важнейшей целью хозяйствования становится максимизация стоимости компаний, а главной отличительной чертой управления по стоимости – нацеленность на будущее. Концептуальной основой определения стоимости выступает базовый принцип корпоративных финансов: стоимость компании определяется ее дисконтированными будущими денежными потоками [5].

С точки зрения теории предельной полезности стоимость бизнеса определяется потоком дохода как проявлением востребованной со стороны собственников капитала полезности, имеющей денежное выражение. Особенность бизнеса как объекта оценки заключается в том, что бизнес обладает стоимостью, не будучи напрямую вовлеченным в процесс обмена. Поскольку полезность бизнеса изначально имеет денежное выражение, его стоимость может быть определена как в ходе сделки купли-продажи, так и путем анализа его доходности.

Стоимость компании достаточно трудно измерить: это сложная методологическая проблема. Теория оценки стоимости бизнеса рассматривает возможность применения ряда подходов, которые условно можно разде-

лить на три группы, в рамках которых существует множество методов [8].

- Доходный подход основан на прогнозировании деятельности компании на перспективу и определении величины доходов, приносимых собственным капиталом. Основой расчетов является дисконтированный чистый денежный поток.
- При затратном подходе для расчета стоимости компании обычно используют бухгалтерский баланс, на основе которого рассчитывают стоимость чистых активов.
- Сравнительный подход, или метод компании-аналога: показатель стоимости компании является субъективным, потому что реальную стоимость компании определяет рынок в момент сделки купли-продажи.

На наш взгляд, нельзя противопоставлять один метод определения стоимости другому. Речь может идти об использовании потенциальных возможностей того или иного метода. Возможность и целесообразность применения каждого из них, а также выбор методики расчетов определяются в каждом случае исходя из многих факторов, в том числе специфики объекта оценки и вида определяемой стоимости.

Множество подходов, методов и видов оценки капитала лесной компании, используемых в настоящее время в бухгалтерском учете, обусловлено обилием противоречивых интересов (целей) различных пользователей бухгалтерской информации и изменением в связи с этим приоритета той или иной концепции стоимостной оценки. Вследствие этого концептуальные подходы к стоимостному измерению объектов бухгалтерского наблюдения должны рассматриваться в зависимости от интересов пользователей и целей составления бухгалтерской отчетности.

В условиях рыночной экономики исследование стоимости компании с целью повышения инвестиционной привлекательности и создания конкурентных преимуществ, а также поиска факторов, которые влияют на ее размер, имеет приоритетное значение, поскольку от глубины познания и правильности использования полученного результата зависит эффективность функционирования лесного бизнеса.

Отмеченным целям соответствует экономическая концепция оценки (доходный подход), основанная на принципах спроса и предложения, конкуренции, инвестиционной привлекательности, замещения, предвидения, или ожидания. Реализация этих принципов осуществляется через определение будущей (дисконтированной) стоимости лесозаготовительных предприятий в зависимости от суммы прибыли, ожидаемой в будущем.

Организационно-методические аспекты применения этой концепции в практической деятельности являются в настоящее время одной из актуальных задач теории и практики оценочной деятельности. Ее использование позволяет определить реальную рыночную стоимость предприятия. Информация о реальной рыночной стоимости необходима не только при продаже предприятия, но и в условиях продолжения его деятельности.

#### МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

В современных российских условиях, характеризующихся дестабилизацией цен, ненадежностью экономических прогнозов, наиболее точной, как показывает практический опыт, является оценка по методу дисконтирования денежного потока (от английского *discounted cash flow*, **DCF**).

Метод дисконтированного денежного потока является основным в модели оценки стоимости компаний. В современной экономической интерпретации идея метода дисконтированного денежного потока была изложена в работах И. Фишера [9] и Дж. Б. Виллиамса [10]. Метод позволяет оценивать компании, используя концепцию временной стоимости денег. В общепризнанной трактовке стоимость компании  $V$  представляет собой часть свободных денежных потоков, дисконтированных на настоящий момент времени и принадлежащих собственникам капитала. Здесь под стоимостью компании понимается стоимость денежных потоков от основной операционной деятельности компании. В рамках данного подхода основная формула имеет вид:

**Доход \* Фактор = Стоимость.**

Формула  $DCF$  – это формула периодического дохода, которая при условии образования потока в конце года выглядит следующим образом:

$$PV = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{CF_t}{r}, \quad (1)$$

где

$PV$  – текущая стоимость (present value);

$CF_n$  – денежный поток для определенного периода;

$r$  – соответствующая норма периодического дохода или дисконта;

$n$  – период, подверженный дисконтированию;

$t$  – конец прогнозного периода;

$\frac{CF_t}{r}$  – остаточная стоимость на конец прогнозного

периода при условии, что денежный поток предприятия останется на уровне конечного прогнозного года (формула бессрочной ренты).

Прогнозный период – это промежуток времени, в течение которого возможен обоснованный прогноз основных экономических показателей предприятия: объема, цены, себестоимости, амортизационных отчислений, прироста оборотных средств, движения долгосрочной задолженности. Период, подверженный дисконтированию, не должен превышать три-пять лет, рекомендуемая продолжительность – три года.

Поскольку денежный поток идет непрерывно, то целесообразно его приведение на середину периода. Условие среднегодового потокообразования повышает объективность оценки рыночной стоимости компании. Преобразование формулы (1) с целью единообразия денежных потоков к условию среднегодового потокообразования достигается путем вычитания 0,5 из степени знаменателя в каждом последующем периоде.

Текущая стоимость  $PV$  денежных потоков определенного прогнозного периода при условии среднегодового потокообразования рассчитывается следующим образом:

$$PV = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+r)^{(n-0,5)}} + \frac{CF_t}{r}. \quad (2)$$

Вычитание 0,5 в степени знаменателя служит уменьшением каждого последующего периода (года) дисконтирования на половину (шесть месяцев) и тем самым увеличением текущей стоимости денежного потока, образованного в каждом периоде (году) на 1-2%.

Наиболее сложным моментом в расчете стоимости компании методом  $DCF$  является определение нормы дисконта. Этот показатель является многофакторным

и зависит от стоимости собственного капитала, суммы долговых обязательств, уровня инфляции, степени риска в стране, в определенной отрасли применения капитала и для конкретной компании.

Экономический смысл ставки дисконтирования заключается в том, что она показывает доходность альтернативных вложений средств, иначе говоря, это минимальная норма доходности, ожидаемая инвестором. Она рассчитывается исходя из ставок дохода по аналогичным объектам. Ставка дисконтирования должна соответствовать принятому определению денежного потока. В качестве ставки дисконтирования предлагается выбирать реальную доходность, которая в действительности сложилась на рынке. Основным достоинством данного метода является гибкость расчета денежного потока, а также то, что он позволяет учитывать все доходы и расходы, которые могут возникнуть в прогнозируемый период, и отражать их ежегодно.

Недостатком метода, по оценке профессора Клейтона Кристенсена из Гарвардской школы бизнеса (Бостон), является погрешность расчетов: «Проблема метода дисконтирования денежного потока – погрешности оценок ... За пределами горизонта планирования, т.е. на более отдаленное будущее, значения этого показателя вообще берутся с потолка. Поэтому финансовые аналитики часто поступают так: составляют финансовый план на 3-5 лет, а затем на основании расчетных цифр выводят терминальную или окончательную стоимость (т.е. весь дополнительный доход за все последующие годы)» [6].

Денежный поток  $CF_n$  компании для определенного периода  $n$  может быть представлен в виде:

$$CF_n = P + A - P T - K + B - D + S - \Phi, \quad (3)$$

где

$P$  – прибыль компании;

$A$  – амортизационные отчисления;

$T$  – налоговая ставка;

$K$  – инвестиционные расходы;

$B$  – заемные средства;

$D$  – выплаты по основному долгу;

$S$  – различные виды субсидий и компенсаций;

$\Phi$  – прирост (экономия) оборотных средств.

Метод дисконтирования денежных потоков позволяет оценивать стоимость бизнеса, основываясь на бухгалтерской отчетности компании (баланса и отчета о прибылях и убытках).

Теоретически простой расчет существенно осложняется на практике условиями его осуществления, если учесть отсутствие достоверной информации на уровне предпринимательства и риска. Финансовые результаты компании измеряются балансовым расчетом, призванным выявить разность доходов и затрат, или чистый доход за какой-то период времени, например, календарный год. Чистый доход отражает лишь годовые потоки средств, т.е. не учитывает воздействие фактора времени, эффекта экономической синергетики на суммарный финансовый результат компании.

Неоднозначность в определении денежных потоков, нелинейная зависимость  $PV$  от ставки дисконтирования и риски могут привести к недопустимым погрешностям в расчетах стоимости компании, к завышению оценок истинной стоимости активов. Практически в РФ отсутствует и институциональная база для объективизации стоимости капитала, так как российский рынок корпоративных ценных бумаг до сих пор находится в

зачаточном состоянии. Поэтому обоснования метода оценки бизнеса зависят от целей оценки, связанных с экономической политикой, носят субъективный характер, так как невозможно объективно установить вероятность будущих событий.

Таким образом, на отечественном биржевом<sup>1</sup> рынке фундаментальные оценки активов практически невозможно достоверно сформировать из-за несовершенства правил игры. Однако они крайне необходимы для принятия решений об инвестировании. Существенно повысить эффективность методов оценки бизнеса позволяет их построение на основе учета достоверности финансовых результатов. Поэтому представляется возможным сосредоточить аналитическую работу на совершенствовании экономико-математических моделей, с одной стороны, и на получении достоверной информации о финансовых результатах на уровне предпринимательства – с другой. Согласованное взаимодействие в разработке указанных направлений оценки стоимости бизнеса создаст эффект синергетики<sup>2</sup>.

## КОНЦЕПЦИЯ ДОСТОВЕРНОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Практическое применение формулы (2) предполагает использование множества определений денежного потока. Как правило, подавляющую часть дохода составляет прибыль. При рассмотрении рыночной стоимости компании на основе прибыли необходимо определить ее понятие. Толковые словари трактуют доход как поток денежных средств, поступающих в распоряжение компании в процессе распределения национального дохода. В соответствии с определением, данным в малом энциклопедическом в словаре Брокгауза и Эфрона, прибыль – это вид дохода от капитала, включающий вознаграждение за труд предпринимателя, страховую премию за риск, процент за пользование и чистый барыш [7].

Основным показателем ф. №2 «Отчет о прибылях и убытках» является валовая прибыль как часть добавленной стоимости, которая остается у производителей после вычета расходов, связанных с оплатой труда, и налогов [1]. В современном финансово-кредитном словаре прибыль как итоговый показатель работы организации, в котором реализуется главная цель предпринимательской деятельности, выступает в качестве главного критерия эффективности производства. Однако прибыль компании, приводимая в отчетности, в определенной степени является величиной условной. Бухгалтерская прибыль во многом носит искусственный характер и подчиняется собственным установкам, которые диктуются требованиями и принципами финансового учета. Поэтому точность анализа финансовых результатов компании соответствует точности отражения данных в финансово-отчетных бухгалтерских документах (ф. №1, №2, №4). Однако и при условии, что точность в отчетных документах не соответствует истинному положению дел на предприятии, тенденции в соотношении разных видов стоимости компании наиболее объективно

<sup>1</sup> Биржа – наиболее развитая форма регулярно функционирующего оптового рынка товаров или рынка ценных бумаг.

<sup>2</sup> Синергетика (греч. synergetikos) – «совместный», «согласованно действующий». Принцип синергетики определяется как фундаментальное свойство экономики, когда объединение частей в единое целое дает больший эффект, чем их механическая сумма.

отражают ее. А это, разумеется, и есть цель определения стоимости компании.

Между тем вопросы достоверности финансовых результатов остаются за пределами внимания экономистов (исследователей, оценщиков). Они заняты выбором методических подходов к оценке активов компании, основываясь на бухгалтерской отчетности и причинах возникновения прибыли, но совершенно забывают о достоверности финансовых результатов, о том, как опеределять и рассчитывать прибыль [3]. Существенно повысить эффективность методов оценки бизнеса позволяет их построение на основе учета достоверности финансовых результатов.

Достоверность, по определению «Нового энциклопедического словаря», – это форма существования истины, обоснованной каким-либо способом (например, экспериментом, логическим доказательством для познающего субъекта). Основа и критерий достоверности – хозяйственная практика. Ее познание достигается на основе описания и систематизации фактов, опыта и наблюдений.

Теория и история практической бухгалтерии знают несколько концепций стоимостного измерения финансового результата в учете. Их как минимум три:

- реальной прибыли, раскрывающая прошлое время;
- номинальной прибыли, отражающая положение, сложившееся в настоящее время;
- воспринимаемой прибыли, показывающая прибыль, ожидаемую в будущем.

Причем каждая из них обладает своей внутренней логикой и целевой установкой. Система стоимостных оценок, применяемая в бухгалтерском учете, носит многофункциональный характер. При подсчете реальной прибыли учитывается изменение стоимости денег во времени. Номинальная прибыль определяется на основании цен расчетного года. Воспринимаемая прибыль – это агрегированная величина, которую устанавливает рынок. Она образуется на основе ожиданий, представлений инвесторов и может содержать не только рациональные оценки, но и эмоциональные оценки, предрассудки. В балансе она показывается как гудвилл<sup>3</sup>. Причем эта величина приобретает большое аналитическое значение. Она показывает, что стоимость компании определяется текущей стоимостью ее ценных бумаг. В практическом смысле ее стоимость – это сумма, за которую она может быть продана.

Необходимо различать действительную прибыль, подлинно реальную, в отличие от воспринимаемой, видимой и истинную прибыль, адекватно отражающую ее состояние через взаимодействие хозяйствующего субъекта и биржевого рынка. Действительная прибыль в точности никогда не известна, поскольку будущие денежные потоки всегда содержат значительный элемент риска, неопределенности. В каждый конкретный момент времени актив может быть продан на рынке только по воспринимаемой стоимости, в долгосрочной перспективе рыночная оценка корректируется и приводится в соответствие с действительной стоимостью актива.

Объективная оценка активов и обязательств компании – это макроэкономическая оценка целостного имущественно-технического комплекса на микроэкономическом уровне. Существуют биржевые (аукционные) цены, которые объективно складываются на имущество компаний, ценные бумаги. Однако и здесь существенным мо-

<sup>3</sup> Гудвилл – стоимостное выражение интеллектуального капитала.

ментом является его реальная востребованность, действительное признание инвестором (покупателем), а не предположительные оценки. В конечном счете определяющий характер имеют те стоимостные оценки, финансового результата, по которым устанавливается действительное имущественное положение предприятия, его обязательства перед собственником, бюджетом, кредиторами, оценивается доходность от деятельности предприятия включая нематериальные активы.

Иначе говоря, принципиальное значение имеют методы достоверной оценки стоимости объектов учета, связанные с балансовыми обобщениями, образующими финансовую и публичную отчетность хозяйствующего субъекта.

## ВИДЫ ОПРЕДЕЛЯЕМОЙ ПРИБЫЛИ

Результаты хозяйствования проще всего измерить балансовым расчетом, призванным выявить разность доходов и затрат, или валовую прибыль за какой-то период времени, например, календарный год.

- Реальная прибыль  $P_1$  равна разности между полученной предприятием выручкой  $B$  и понесенными переменными  $\Phi_1$  и постоянными  $\Phi_2$  затратами:

$$P_1 = B - (\Phi_1 + \Phi_2). \quad (4)$$

- Номинальная прибыль  $P_2$ , созданная за период, равна разности между новой стоимостью актива на конец отчетного периода  $V_t$  и суммой стоимости актива на начало периода  $V_{t-1}$ :

$$P_2 = V_t - V_{t-1}. \quad (5)$$

Все активы, представленные в балансе, должны быть оценены в текущих ценах.

- Воспринимаемая прибыль  $P_3$  определяется на основе, быть может, самого фундаментального свойства счетоводства: разница в величине цены компании в два момента времени равна ее нетто-потоку за расчетный период. Изменение цены компании за год равно ее нетто-прибыли (убыткам):

$$P_3 = K_t - K_{t-1}. \quad (6)$$

Таким образом, объективно существуют три величины прибыли, которые могут быть рассчитаны по-разному. Но в каждом из рассмотренных видов важен фактор времени. Реальная прибыль, отвечающая действительности, отражает прошлое – она показывает успешность работы компании за отчетный период. Номинальная прибыль характеризует уровень финансового результата, достигнутого на момент составления отчетности. Воспринимаемая прибыль – это оценка заинтересованных инвесторов. Прибыли  $P_1$  и  $P_2$  – результат бухгалтерских расчетов и потому в значительной мере зависят от учетной политики, устанавливаемой администрацией и главным бухгалтером. Напротив, финансовый результат  $P_3$  в текущем периоде корректировке не подлежит, поскольку формируется фондовым рынком.

При определении реальной прибыли бухгалтерией учитывается изменение стоимости денег во времени. Поэтому главной формой воздействия времени на финансовый результат становится капитализация (увеличение стоимости компании). Правильно капитализировать расходы – значит эффективно во времени управлять финансовыми результатами компании для группы заинтересованных лиц. Арендатор приобрел лесной участок. По мере эксплуатации основного средства лесохозяйственного производства его стоимость, ранее капитализированная, начинает истощаться, в результате происходит уменьшение оценки

основного средства во времени, т.е. капитализированные расходы декапитализируются в затраты. Очевидно, что величина амортизации (отчислений на лесовосстановление) не может соответствовать величине реального истощения (равенство между ними практически невозможно установить), поэтому отчисления на лесовосстановление рассматриваются как удобный повод для выбора методики распределения понесенных расходов. При ускоренной амортизации в первые отчетные периоды списывается больше, чем в последующие, а при прогрессивной с каждым отчетным периодом амортизация возрастает (предполагается, что чем больше (меньше) срок аренды, тем быстрее истощается лесной участок). Таким образом, влияние временного фактора находится целиком в руках арендатора. В этом случае амортизация рассматривается как некий фонд, накопленный на лесовосстановление арендованного участка (предполагается, что отчисления на лесовосстановление заложены в цену проданной древесины). Реальная прибыль и баланс должны быть положены в основу управленческого учета, т.е. для внутренних пользователей (администрации, рабочих и служащих, профсоюзов). Номинальная прибыль и баланс представляют интерес для текущих (акционеров) и потенциальных собственников компании.

Подробно анализируя три вида прибыли и соответственно стоимости компании, нельзя забывать о требованиях по установлению налога на прибыль и имущество. На практике именно доход с налогооблагаемых сумм имеет решающее значение. Все зависит от налоговой политики государства. Оно может облагать налогом полученный результат – реальную прибыль  $P_1$  и стоимость имущества компании  $PV_1$ , общий финансовый результат – нормативную прибыль  $P_2$  и стоимость имущества  $PV_2$  или ожидаемые результаты – воспринимаемую (биржевую) прибыль  $P_3$  и стоимость имущества  $PV_3$ .

## КЛАССИФИКАЦИЯ ВИДОВ ОПРЕДЕЛЯЕМОЙ СТОИМОСТИ

С позиции субъекта финансовых отношений выделяют два вида стоимости:

- стоимость для акционеров (shareholder's value) – вид стоимости, отражающий интересы собственника компании (держателя акций);
- стоимость для всех заинтересованных в деятельности предприятия сторон (менеджмента компании, трудового коллектива, контрагентов).

Одним словом, каждому пониманию прибыли и ее величины соответствует и свое понимание и величина стоимости компании. Расчет стоимости  $PV$  методом дисконтирования денежных потоков производится по формуле (2). Постпрогнозная стоимость (остаточная стоимость, или стоимость реверсии, заключительная) должна быть продисконтирована по формуле бессрочной ренты по фактору последнего прогнозного года и прибавлена к сумме текущих стоимостей денежных потоков. Таким образом, стоимость компании определяется как сумма текущей стоимости прогнозируемых денежных потоков и остаточной стоимости (реверсии).

При расчете ставки дисконтирования используется безрисковая, являющаяся компенсацией инвестору за использование денежных средств, которая отражает фактические рыночные возможности вложения денежных средств, без риска невозврата. В лесном хозяйстве

для расчета приведенной стоимости ставка процента определяется на основании имеющихся инвестиционных альтернатив. Так, доходность лесохозяйственных инвестиций, например, можно прямо сравнивать с доходностью вложения в квартиры, облигации или акции лесопромышленных компаний. Любая экономическая модель должна прежде всего согласовываться с логикой хозяйствующих субъектов, иначе она превращается в набор догм, а потому становится не востребованной реальным бизнесом.

Нами предлагается оценку доходности компании осуществлять на основе сложившегося процента прибыльности  $i$  с учетом приведенных видов прибыли и с помощью следующих коэффициентов дисконтирования:

$$i_1 = P_1 / C; i_2 = P_2 / V; i_3 = P_3 / K, \quad (7)$$

где

$C$  – собственные средства компании, себестоимость (реальный баланс);

$V$  – активы (номинальный баланс);

$K$  – текущая рыночная цена компании (биржевая оценка).

Ставка дисконтированная  $r$  определяется кумулятивным методом и рассчитывается по формуле:

$$r_1 = i_1 + k_1 + k_2; r_2 = i_2 + k_1 + k_2; r_3 = i_3 + k_1 + k_2, \quad (8)$$

где

$i_1, i_2, i_3$  – реальные безрисковые ставки;

$k_1$  – ставка, учитывающая риск инвестирования в страну;

$k_2$  – ставка, учитывающая риск инвестирования в конкретное предприятие данной отрасли.

Прогноз денежных потоков производится по методикам, используемым при разработке бизнес-плана развития предприятия.

## ОБЩИЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ СТОИМОСТИ

Проведенный анализ стоимости компании на основе трех разных видов прибыли позволяет показать неоднозначность стоимости компании. Важно подчеркнуть, что добавленная стоимость возникает из нарушения экономического равновесия. Причины этого явления в разное время объясняются по-разному: сдвиги в комбинации производственных ресурсов вызывают синергетический эффект (П.Ж. Прудон) [4], появление новых факторов – новых рынков, новых товаров, новых покупателей, новых технологий; фактор времени, поскольку блага в данный момент людьми оцениваются выше, чем в будущем, отсюда рождаются кредит (опережающее потребление) и проценты как следствие отказа собственника от капитала сегодня в пользу капитала завтра. Покупать в кредит – значит покупать целый актив за часть его реальной стоимости. Отсюда минимальный вклад и грандиозная прибыль. Анализ позволяет показать неоднозначность прибыли, а значит, и стоимости компании. Из этого следует, что оценка стоимости компании должна проводиться как минимум по трем величинам, и только их значения позволяют раскрыть смысл финансовых результатов фирмы.

Рыночная стоимость компании сегодня воплощается в форме капитала, а капитал прирастет в форме обращения. Легкость перевода ее активов в денежную форму (ликвидность) сильно варьирует в зависимости от прибыльности, состояния фондовых рынков. Рост стоимости компании возможен через ускоренное об-

ращение ее активов. Это принуждение к ликвидности необходимо для обращения, капитала в экономике, чтобы цепочка инвестиций и реинвестиций не прерывалась, чтобы стоимость компании без конца изучалась во всех направлениях [2].

Задача оценки стоимости компании состоит в том, чтобы интересы экономических субъектов совпадали с интересами стоимости (капитала) настолько, насколько это возможно. Такие показатели, как прибыльность акций на различных фондовых биржах, «неосязаемые» активы компании и рост доходов на акцию следует считать показателями, определяющими рыночную цену компании.

Основной наш вывод: рыночная стоимость выступает обобщающей характеристикой и зависит от времени (real time) и вида стоимости. История охватывает весь долгосрочный жизненный цикл бизнес-процессов. Возникает вопрос о времени  $t$ , за которое можно определить промежуточный результат работы предприятия, и тогда временной ряд приобретает следующий вид:

$$t_1 \dots \dots \dots t_i \dots \dots \dots t_n.$$

Предложенная нами классификация видов стоимости базируется на критерии, отражающем интересы субъекта финансовых отношений (государства, собственника бизнеса, всех заинтересованных в деятельности компании сторон – менеджмента, трудового коллектива, профсоюзов, контрагентов).

Такая динамическая модель образования стоимости раскрывает прошлое время (реальная стоимость  $PV_1$ ); настоящее время (номинальная стоимость  $PV_2$ ); воспринимаемую стоимость ( $PV_3$ ), и, наконец, биржевая оценка показывает инвесторам стоимость, ожидаемую в будущем; действительная стоимость ( $PV_d$ ), которая в точности никогда не известна; истинная стоимость бизнеса ( $PV_u$ ), правильно, адекватно отражающая действительные аспекты процесса, определяющего стоимость через взаимодействие хозяйствующего субъекта (собственника) и фондового рынка. Соотношение между этими значениями стоимости отражает процесс ее обращения и позволяет оценить эффективность деятельности любого хозяйствующего субъекта, исходя из динамической модели, которая характеризует его экономическую устойчивость. Основной выигрыш в гибкой динамической системе видов стоимости бизнеса получается за счет своевременного реагирования. В основу гибкой системы положены критерии приспособляемости к условиям, которые нельзя заранее предвидеть.

Реальная стоимость  $PV_1$  может отличаться от номинальной стоимости  $PV_2$  и тем более от воспринимаемой  $PV_3$ , действительной  $PV_d$  и истинной  $PV_u$ . Но так как любое отклонение от истинной стоимости  $PV_u$  нарушает условие рыночного равновесия, можно сделать вывод, что в условиях фондового рынка существует тенденция к такому согласованию спроса и предложения, при котором

$$PV_1 \rightarrow PV_2 \rightarrow PV_3 \rightarrow PV_d \rightarrow PV_u. \quad (9)$$

Указанная тенденция реализуется с помощью фондового рынка, или через вариацию цены акций, или за счет вариации истинной стоимости  $PV_u$ . В рыночных условиях она прокладывает путь через технический прогресс и изменения в организации производства и управления.

Пользуясь методом восхождения от абстрактного к конкретному, можно выявить место полезности бизнеса в товарно-денежных отношениях, ее связь с осно-

вой этих отношений – стоимостью и экономической формой ее проявления – ценой. Качественная и количественная полезность бизнеса, лежащая в основе его стоимости, конкретизируется по мере продвижения от реальной стоимости к истинной стоимости, определяемой в системе глобального бухгалтерского учета. Метод восхождения позволяет воссоздать в теоретически последовательной форме целостность картины развертывания идеальной модели реального экономического явления – стоимости компании.

Динамическая модель (9) демонстрирует, что биржевая стоимость  $PV_3$  выше номинальной, а последняя – выше реальной  $PV_1$ . Если биржевая стоимость растет, то рынок верит в эту компанию, поэтому номинальная стоимость  $PV_2$  меньше биржевой. В долгосрочной перспективе рыночные оценки корректируются с учетом элемента риска и неопределенности и приводятся в соответствие с действительной  $PV_0$  и истинной  $PV_4$  стоимостью актива. Дело в том, что сумма потенциально продаваемых частей актива будет стоить при продаже по отдельности меньше, чем при их продаже в комплексе. В результате возникает эффект экономической синергии. Характерно, что реальная стоимость меньше номинальной. В первом случае стоимость активов не переоценивалась, а во втором покупательная сила денег увеличилась в условиях инфляции, как и в случае с биржевой стоимостью. Такое соотношение свидетельствует о снижении рыночно ориентированной стоимости компании, о нестабильности ее работы, что создает угрозу ликвидации. В этом случае неизбежно возникает необходимость инвестиций в научно-технические разработки, поддержание брендов, обучение персонала и в развитие управленческих систем.

## ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ

Экономическая статистика последних десятилетий зафиксировала весьма любопытный факт. Классическая политэкономия знает три источника валового национального дохода (ВНД) – труд, капитал и земля (земельная рента). Однако все эти производственные факторы не могут сейчас исчерпывающе объяснить и описать рост ВНД, прежде всего в индустриально развитых странах. В экономической литературе этот таинственный фактор получил название общего фактора производства (total factor productivity). Возможно, им является глобальная инфраструктура (комплексная среда, окружающая производство), чья суть – не производство, а распределение и перераспределение ресурсов, дохода, прибыли. В соответствии с законом уплотнения экономической оценки хозяйственных процессов время превращается во все более редкий ресурс и как таковой будет цениться все больше. Нормативы экономического времени и альтернативная оценка его стоимости будут актуализироваться в развитии рыночных отношений. Стоимость компании должна оцениваться количеством экономического времени и ценой его единицы. Причем оценка времени, основанная на альтернативном выборе, имеет не индивидуальное, а общественное содержание. В мире складывается иная оценка значимости хозяйственных процессов – нечто подобное системе глобального бухгалтерского учета.

Сегодня все больше стоимости создается с помощью нематериальных активов и интеллектуального

капитала. Иные связи возникают и в цепочке создания стоимости. Сетевые структуры, основанные на горизонтальных взаимных связях, создают эффект синергетики, стимулируя творческое взаимодействие входящих в сети звеньев. Главные преимущества сетевой формы – креативность, гибкость и мультипликативный эффект. Информационные технологии позволяют резко расширить масштабы сетевого взаимодействия, придать ему транснациональный и глобальный характер. Налицо новый тип экономического роста. Современная оценка стоимости компании возможна только на основе системного подхода, который означает многомерное, объемное (т.е. включающее помимо структурных взаимосвязей исследование источников, причин, стимулов и механизмов самодвижения стоимости) и динамического представления о модели ее развития как единой синергетической системы, способной создавать синергетический эффект, который выведет систему стоимости на более высокую ступень организации обращения капитала, позволяющую более адекватно отвечать на вызовы времени.

Многие моменты современного развития стоимости бизнеса мы пока в состоянии только констатировать и обосновать необходимость их глубокого изучения. Важнейшие аспекты процесса, определяющего стоимость фирмы, – технология, рынок, законодательство, экология, социальные факторы. Точный баланс этого процесса, в принципе, объективно возможен, но, по-видимому, никем не подсчитан. Необходимость в этом вытекает из постоянного изменения объекта исследования, его качественных и количественных параметров.

*Большаков Николай Михайлович*

*Жиделева Валентина Васильевна*

*Рауш Елена Анатольевна*

## Литература

1. Банк 24 ру [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bank24.ru/info/glossary/?ch=c18iword=152>.
2. Бодрийар Ж. Забыть Фуко [Текст] / Ж. Бодрийар. – СПб. : Владимир Даль, 2000. – 96 с.
3. Елисеева И. Финансовые результаты и их достоверность [Текст] / И. Елисеева, Я. Соколов // Вопросы экономики. – 2010. – №10. – С. 90-100.
4. Жид Ш. История экономических учений [Текст] / Ш. Жид, Ш. Рист. – М. : Свобода, 1918.
5. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мюрин ; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 240 с.
6. Кристенсен К. Душители прогресса [Текст] / К. Кристенсен, С. Кауфман, В. Ших // Harvard Business Review. 2008, янв.-февр.
7. Словарь Брокгауза и Ефрона [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://dic.academic.ru/library.nsf/brokgauz>.
8. Хитчнер Дж. Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса [Текст] / Дж. Р. Хитчнер ; под науч. ред. В.М. Рутгайзера. – М. : Маросейка, 2008. – 364 с.
9. Fisher I. The theory opportunity of Interest. 1930.
10. Williams J. B. The theory of investment value. Cambridge : Harvard univ. press, 1938.

## Ключевые слова

Методологические подходы; модель процесса образования стоимости; учет принципа синергетики; классификация видов стоимости; факторы стоимости.

## РЕЦЕНЗИЯ

В настоящее время привлекательность лесного бизнеса (стоимости) является одним из основных факторов создания глобальных конкурентных преимуществ, влияющих на инвестиционный имидж и на размер получаемой прибыли, а также на ряд других количественных и качественных показателей работы компании: цена, качество, рентабельность, оборот, доля рынка и т.д. В мировой практике и теории еще не найдено унифицированных методов оценки стоимости компании. Решения, принимаемые в этой области, относятся к наиболее сложным и ответственным, поскольку они связаны с управлением активами и рыночными ожиданиями и должны учитывать системную и рыночную ситуации и среду функционирования бизнеса. Эта актуальная проблема всесторонне рассматривается в настоящей статье.

Авторы значительное внимание уделяют системному анализу методологических подходов и экономико-математических моделей и убедительно показывают, что повысить эффективность методов оценки бизнеса позволяет их построение на основе учета достоверности информации.

В работе предложена классификация видов стоимости, основанная на критерии, отражающем интересы субъектов финансовых отношений (государства, собственника бизнеса, всех заинтересованных в деятельности компании сторон: менеджмента, трудового коллектива, профсоюзов, контрагентов).

Научная новизна исследования заключается в постановке задачи и формировании динамической модели образования стоимости, раскрывающей прошлое время (реальная стоимость), настоящее время (номинальная стоимость) и ожидаемое будущее (воспринимаемая).

В основу гибкой динамической системы видов стоимости авторами положены критерии приспособляемости к условиям, которые нельзя заранее предвидеть. Приводится анализ общих факторов формирования стоимости, определены перспективы развития методов оценки бизнеса.

Представленный в статье материал имеет значительный научный интерес, отличается новизной, научной проработанностью и рекомендуется к опубликованию в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Фаузер В.В., д.э.н., заведующий отделом социально-экономических проблем Института социально-экономических и энергетических проблем севера Коми НЦ УрО РАН*

### 3.4. THEORY OF FOREST COMPANY COST THROUGH THE VALIDITY CONCEPT OF THE FINANCIAL RESULTS

N.M. Bolshakov, Doctor of Economics, Professor;  
V.V. Zhideleva, doctor of Economics, Professor;  
J.A. Rausch, Applicant For Ph.D

*St. Petersburg State Forest Technical Academy named after S. M. Kirov*

The market cost of a business is considered through accuracy and validity of financial results. Classification of the types of estimated company cost and a dynamic model of creation is suggested, analysis of the factors making up the cost is given and perspectives of estimation methods in progress are defined.

## Literature

1. T. Copeland. Valuation: Measuring and Managing the Value of companies [Text] / T. Copeland, E. Koller, J. Murin ; translated from English. – M. : Olympic-Business, 2005. – 240 p.
2. J. R. Hitchner. Three approaches to busyness valuation [Text] / J. R. Hitchner ; ed. by V. M. Rutgaizer. – M. : Maroseika, 2008. – 364 p.
3. I. Fisher The Opportunity Theory of Interest [Text] / I. Fisher. 1930.
4. J.B. Williams. The Theory of Investment Value [Text] / J. B. Williams. – Cambridge : Harvard Univ. Press, 1938.
5. C. Christensen. Innovation Killers / C. Christensen, S. Kaufman, W. Shih // Harvard Business Review. 2008, Jan.-Feb.
6. <http://dic.academic.ru/library.nsf/brokgauz> [Electronic Recourse].
7. <http://www.bank24.ru/info/glossary/?ch=c18iword=152> [Electronic Recourse].

8. I. Yeliseeva. Financial results and their validity [Text] / I. Yeliseeva, Ja. Sokolov // Issues of economics/ – 2010. – №10. – P. 90–100.
9. S. Zhid. History of economic theories [Text] / Sh. Zhid, Sh. Rist. – M. : Svoboda, 1918. – P. 172.
10. Z. Bodriar. Fogetting Fuco [Text] / Zh. Bodriar. – Saint-Petersburg : Vladimir Dal, 2000. – 96 p.

## Keywords

Methodological approaches; model for cost accounting processes; synergie principle involvement; classification of the types of cost; cost factors.