

## 7.4. СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ В УСЛОВИЯХ НЕСТАБИЛЬНОСТИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

Сыроижко В.В., д.э.н., профессор, кафедра экономики и финансов, Воронежский государственный университет;

Гусева Л.П., к.э.н., доцент, кафедра бухгалтерского учета, аудита и финансов, Воронежский институт кооперации (филиал) Белгородского университета кооперации, экономики и права;

Воронова М.А., старший преподаватель, кафедра бухгалтерского учета, аудита и финансов, Воронежский институт кооперации (филиал) Белгородского университета кооперации, экономики и права

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В статье исследуется сущность и взаимосвязь нестабильности, неопределенности, риска и ущерба. Дана систематизация типов и степеней неопределенности внешней среды, а также видов стратегических установок предприятия в условиях неопределенности и нестабильности. Обосновываются адекватные подходы к оценке стоимости предприятий в условиях нестабильности и неопределенности на основе аппарата теории нечетких множеств.

Трансформация национальной экономики Российской Федерации, заключающаяся в переходе от командно-административной модели хозяйствования к рыночной, проходит очень трудный, длительный и болезненный путь. Процессы трансформации сопровождаются скачкообразным нарастанием энтропии системы, когда одновременно наблюдаются как нарастание хаоса, так и нового порядка в национальной экономике. Диалектика процессов хаоса и структурирования порядка нарушают равновесность национальной экономики. Неравновесность и нарастание хаоса приводит к нестабильности, неопределенности и высоким рискам макросреды, в которой функционируют отечественные предприятия. В основе рыночной модели хозяйствования экономики лежит закон стоимости. Степень конкурентоспособности предприятия в рыночной среде определяется величиной его капитализации.

Управление стоимостью предприятий в переходной экономике происходит в очень нестабильной и неопределенной среде, с высокой степенью риска. Оценка стоимости предприятия является основополагающим моментом, а также мерилем эффективности процесса управления хозяйствующим субъектом. Необходимо отметить, что существующие методики оценки не приспособлены к адекватной оценке бизнеса в условиях нестабильности и неопределенности. Поэтому возникает вопрос: какие методы использовать при оценке стоимости предприятия в условиях неопределенности? Ведь неопределенность подразумевает возможность отклонения результата от ожидаемого (или среднего) значения как в меньшую, так и в большую сторону. Т.е. возможна как недооценка стоимости, так и ее

переоценка. И классические подходы к оценке стоимости бизнеса в условиях нестабильной и неопределенной среды показывают свою ограниченность и несостоятельность, так как они не учитывают риски и будущие ожидания собственников. Проблему неопределенности устранить невозможно, но исследование неопределенности, идентификация ее уровней поможет усовершенствовать методические подходы к оценке стоимости предприятий. В связи с этим тема исследования, посвященная особенностям управления стоимостью предприятий в условиях неопределенности и нестабильности, является весьма актуальной для РФ.

Необходимо отметить, что вопросы оценки стоимости предприятий всегда были объектом пристального внимания экономистов всего мира. В разработку теории стоимости (ценности) предприятия значительный вклад внесли фундаментальные труды Е. Бем-Баверка, Л. Вальраса, У. Джевонса, Дж. Кларка, Т. Мальтуса, К. Маркса, А. Маршала, К. Менгера, Дж. Милля, В. Парето, У. Петти, Д. Рикардо, Н. Сениора, А. Смита. Большое значение в разработке теории и методов оценки стоимости бизнеса имеют работы современных зарубежных ученых: Д. Бишопа, Дж. Мурина, Ф. Эванса, Дж. Фрийдмана, Н. Ордуэй, Г. Харрисона, К. Джозефа, Э. Келли, Д. Фишмена, Ш. Пратта, Т. Коупленда, А. Грегори и целого ряда других авторов. Однако следует отметить, что в данных работах оценка стоимости рассматривается в стабильной и устойчивой среде, чего нельзя сказать о современной тенденции развития отечественной экономики.

На Западе вопросами стратегического управления в условиях неопределенности занимались такие ученые, как Дж. Бауэр, А. Брандербургер, Дж. фон Нейман, О. Моргенштерн, Ш. Браун, К. Кристенсен, Х. Кортни, Г. Эйхорн, К. Эйзенхард, Б. Нейлбафф, П. Вигери. В частности, Дж. Бауэр, профессор делового администрирования, обратил свое внимание на исследование корпоративной добавленной стоимости (corporate value added) в быстроизменяющейся глобальной экономике. А. Брандербургер – профессор Гарвардской школы, занимается решением проблем стратегического менеджмента с использованием теории игр [15]. Управлением добавленной стоимостью компании с применением теории игр занимались экономист О. Моргенштерн и Дж. фон Неман. Они опубликовали в 1994 г. книгу «Теория игр и экономическое поведение», за которую получили Нобелевскую премию. Ш. Браун, консультант в McKinsey & Company, занимается вопросами менеджмента в сфере инноваций на быстроменяющихся рынках с высоким уровнем неопределенности [17]. Б. Нейлбафф, будучи специалистом по теории игр, писал о возможностях ее использования в менеджменте [16].

В мировой оценочной практике существуют несколько подходов к решению непростой проблемы анализа инвестиционных проектов в условиях риска и неопределенности. Рассмотрим наиболее известные из них.

Рассмотрим подходы, связанные с определением величины поправки на риск. Ставка дисконтирования с поправкой на риск – наиболее часто применяемый подход. Но, несмотря на очевидные достоинства, у этого метода есть ряд недостатков:

- использование ставки дисконтирования с поправкой на риск взято из модели определения цены капитальных активов (*CAPM*) – модели, построенной для совершенного рынка, а реальный рынок не удовлетворяет требованиям к совершенному рынку капитала (полная информация, неограниченное количество продавцов и покупателей, низкие входные и выходные барьеры и т. д.). Кроме того, под риском в этой модели понимают степень отклонения фактической доходности инвестиций от среднерыночной, тогда как в реальной жизни риск более ассоциируется у менеджеров с опасностью потерь или, в крайнем случае, с вероятностью недополучения ожидаемых доходов;
- метод основан на неявном предположении о том, что более отдаленные по времени денежные потоки более рискованны, причем рискованность денежных потоков растет заранее известным нам темпом (в реальности это не всегда так);
- метод повышения ставки дисконтирования не позволяет учитывать конкретные источники риска;
- очень трудно определить точное значение поправки на риск. Не всегда можно найти аналог оцениваемому инвестиционному проекту [10].

Второй метод учета риска состоит в том, чтобы непосредственно оценить поправку на риск и вычесть ее из величины текущей стоимости, рассчитанной по ставке безрискового вложения [3].

Третий возможный подход состоит в том, чтобы заменить ожидаемый денежный поток в каждый момент времени на его достоверный эквивалент и дисконтировать эти эквиваленты по ставке безрискового вложения.

Вместо того чтобы менять ставку дисконтирования, многие исследователи предлагают корректировать сами денежные потоки, рассчитав достоверные эквиваленты неопределенных денежных потоков. Достоверный эквивалент неопределенных денежных потоков – это такие определенные денежные потоки, полезность которых для предприятия точно такая же, как и полезность неопределенных денежных потоков. Использование в качестве достоверного эквивалента математического ожидания денежных потоков – самый простой метод анализа достоверных эквивалентов. Чтобы сделать поправку на риск, находят математическое ожидание денежных потоков для каждого момента времени. Очевидный недостаток метода в том, что если лицо, принимающее решение, не склонно к риску, то полезность случайной величины не может быть равна математическому ожиданию [6].

Проблемами оценки предприятий в условиях неопределенности в РФ практически никто не занимался. Анализ теоретической базы по теме исследования позволяет прийти к выводу, что знания по данному вопросу разобщены, носят фрагментарный характер, результаты существующих исследований, а также уже существующий накопленный практический опыт управления в оценочном бизнесе требуют обобщения и дальнейшего развития. Возникла насущная потребность в современном быстромеменяющемся мире создания парадигмы управления стоимостью в условиях неопределенности. В связи с этим методологическая база управления стоимостью предприятия в условиях неопределенности требует своего развития.

Цель исследования – обобщение и развитие методологической базы управления стоимостью предприятия в условиях неопределенности и нестабильности внешней среды.

Для достижения цели в исследовании решаются такие задачи:

- исследование сущности и взаимосвязи категорий риска, неопределенности, нестабильности в предпринимательской среде;
- систематизация типов и степеней неопределенности внешней среды;
- систематизация видов стратегических установок предприятия в условиях неопределенности и нестабильности среды;
- обоснование наиболее адекватных подходов к оценке стоимости предприятий в условиях нестабильности и неопределенности.

Предпринимательская среда потенциально несет в себе нестабильность и неопределенность в отношении будущих событий. Первопричиной этого выступают риски. Поэтому целесообразным является рассмотрение сущности таких понятий, как нестабильность и неопределенность, и их связь с риском.

Понятие нестабильности предполагает переход к неизвестному состоянию. Шкала колебаний нестабильности достаточно широка: от изменений, которые можно предвидеть, до совершенно непредсказуемых изменений. Условия нестабильности разрушают устойчивость предпринимательской деятельности. Нестабильность характеризуется следующими признаками:

- приводит к потере устойчивости предпринимательской единицы, соответственно, ухудшает количественные значения показателей, ее характеризующих. Ухудшение данных показателей неблагоприятно влияет на эффективность и целесообразность работы предприятия;
- изменяет структуру и качественный состав предпринимательской единицы;
- ухудшает показатели управляемости предпринимательской единицы [1].

Основное предназначение системы управления – обеспечить целостность и устойчивость деятельности. О целостности деятельности можно говорить тогда, когда все органы большого сложного организма действуют как одно целое: только в этом случае и возможно двигаться, не отклоняясь от заданной цели. Задача управления в условиях нестабильности состоит в следующем:

- своевременно защитить стоимость компании от колебания внешних факторов;
- преобразует предпринимательскую организацию в новую предпринимательскую структуру (делит или ликвидирует ее) согласно принципам самоорганизации.

Предпринимательская деятельность осуществляется в условиях наличия той или иной меры неопределенности. Понятие неопределенности дается в словаре С. И. Ожегова и трактуется как «неточность, неясность» [4]. Неопределенность предполагает наличие нестабильности, при которой результаты действий не обусловлены, а степень возможного влияния этих факторов на результаты неизвестна. Неопределенность представляет собой неполноту или неточность информации об условиях реализации предпринимательской деятельности, в том числе

связанных с ними затратах и результатах. Неопределенность определяется следующими факторами:

- неполным знанием всех параметров, обстоятельств, ситуации для выбора оптимального решения, а также невозможностью адекватного и точного учета всей, даже доступной, информации и наличием вероятностных характеристик поведения среды;
- наличием фактора случайности, то есть реализацией факторов, которые невозможно предусмотреть и спрогнозировать даже в вероятностной реализации;
- наличием субъективных факторов противодействия, когда принятие решений совершается в ситуации игры партнеров с противоположными или несовпадающими интересами [5].

Однако даже самая неопределенная бизнес-среда содержит много полезной информации для выбора правильной стратегии.

- Во-первых, почти всегда можно идентифицировать явные тенденции и на их основе прогнозировать тенденцию развития.
- Во-вторых, всегда существуют такие факторы, о которых мы пока не знаем, однако вполне познаваемы при условии грамотного анализа.

Параметры используемых технологий, эластичность спроса на некоторые устойчивые категории продуктов, планы расширения производственных мощностей у конкурентов – подобные переменные часто неизвестны, но их можно установить [8].

Неопределенность, которая сохраняется после того, как испробованы все доступные методы анализа, называется окончательной, и ее необходимо как-то измерять. Нами предлагается качественная шкала измерения степени неопределенности, представленная в табл. 1.

Таблица 1

**ШКАЛА СТЕПЕНИ СЛОЖНОСТИ, ДИНАМИЧНОСТИ И НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ ПРЕДПРИЯТИЯ**

| Параметры среды   | Степени сложности, динамичности и неопределенности параметров среды (по 10-балльной шкале оценок) |  |  |
|---|---|--|--|
|   | Низкие (1-3)  | Средние (4-7)  | Высокие (8-10)   |
| Сложность (число факторов и частота их воздействий)             | Ниже среднеотраслевой   | Среднеотраслевая   | Выше среднеотраслевой  |
| Динамичность (скорость и темп изменения факторов среды)         | Ниже, чем скорость реагирования системы управления развитием на изменения среды                   | Сопоставимы со скоростью реагирования системы управления на основе синхронных типовых ее изменений | Выше скорости реагирования системы управления на основе предвидения сильных сигналов об изменениях среды |
| Неопределенность (непредсказуемость изменений параметров среды) | Сочетание низких степеней сложности и динамичности изменений среды                                | Сочетание средних степеней сложности и динамичности изменений среды                                | Сочетание высоких степеней сложности и динамичности изменений  |

Степень неопределенности среды предлагается измерять качественным методом с помощью оценок

экспертов по десятибалльной шкале. Неопределенность среды считается высокой, если она оценивается в 8-10 баллов. Неопределенность среды можно свести к четырем типам, причем каждому уровню присущ свой набор инструментов выработки стратегических решений [7]. Систематизация типов неопределенности и соответствующих им аналитических инструментов выработки стратегических решений представлены в табл. 2.

Таблица 2

**ХАРАКТЕРИСТИКА ЧЕТЫРЕХ УРОВНЕЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ СРЕДЫ**

| Тип неопределенности | Характеристика  | Аналитические инструменты выработки стратегии   | Примеры в мировой практике  |
|----------------------|---|---|---|
| Уровень 1            | Достаточно ясное будущее. Единственный и точный прогноз для определения стратегии           | «Традиционный» набор инструментов для выработки стратегии                                   | Стратегия, направленная против нового конкурента – низкокостратного авиаперевозчика   |
| Уровень 2            | Альтернативные варианты будущего. Несколько альтернативных вариантов, определяющих будущее  | Анализ решений, модели оценки вариантов, теория игр   | Стратегия провайдеров междугородной телефонной связи в отношении выхода на местные рынки. Стратегии наращивания мощности для химических предприятий |
| Уровень 3            | Широкий диапазон вариантов будущего. Диапазон возможных вариантов, но не настоящие сценарии | Исследование латентного спроса, прогнозирование развития технологий, сценарное планирование | Выход на развивающиеся рынки (Индия). Разработка или приобретение новых технологий в бытовой электронике  |
| Уровень 4            | Полная неопределенность. Отсутствие базы для прогнозирования будущего                       | Методы аналогий и распознавания образов, нелинейные динамические модели                     | Выход на рынок потребительских мультимедийных приложений  |

В вопросах управления стоимостью хозяйствующих субъектов неопределенность требует более гибкого подхода к анализу ситуации, чем в случае стабильной среды. Традиционный аналитический подход просто не работает. Так или иначе, предприятия, компании большинства отраслей всегда будут сталкиваться со стратегическими проблемами окончательной неопределенности разного уровня, поэтому жизненно важно приспособлять стратегический анализ к уровню неопределенности. Существует три стратегических установок в условиях неопределенности:

- формирование будущего;

- адаптация к будущему;
- резервирование права хода.

Стратегическая установка создания будущего направлена на установку хозяйствующим субъектом правил игры в отрасли или на рынке (установка стандартов, формирование спроса). Эта установка характерна для уровня неопределенности 1 [11].

Стратегическая установка приспособления к будущему направлена на выявление и использование возможностей существующих рынков. При невысокой степени неопределенности это установка реализуется путем стратегического позиционирования – то есть где и как конкурировать в существующей отрасли. При более высоких уровнях неопределенности стратегии приспособления основываются на способности распознавать тенденции развития рынка и быстро реагировать на них.

Третья стратегическая установка – резервирование права хода – особая форма адаптации. Эта установка пригодна лишь для 2-4-го уровня неопределенности. Она предполагает постепенное наращивание инвестиций, обеспечивающих ей либо доступ к ценной информации, либо оптимальную структуру затрат, либо связи с клиентами и поставщиками [14]. Это позволяет хозяйствующему субъекту дожидаться момента, когда среда станет более определенной. Многие фармацевтические компании резервируют право хода на рынке генной терапии, объединяясь с небольшими биотехнологическими фирмами, имеющими нужный опыт, или приобретая их. Обеспечивая себе преимущественный доступ к новейшим отраслевым разработкам, они экономят средства, поскольку у них нет необходимости проводить собственные исследования в области генной терапии.

С нестабильностью и неопределенностью связан предпринимательский риск, имеющий объективную основу из-за нестабильности внешней среды и неопределенности ее воздействия по отношению к предпринимателю.



**Рис. 1. Взаимосвязь категорий: нестабильность – неопределенность – риски – потери**

Можно выявить взаимосвязь между категориями нестабильности, неопределенности, риска и, как следствие, – потери (рис. 1). Нестабильность во внешней среде ведет к неопределенности, которая, в свою очередь, генерирует риски разного рода (политические, экономические, инвестиционные предпринимательские) [2].

Все вышеперечисленные категории – неопределенность, нестабильность и риск – взаимосвязаны и вза-

имообусловлены и при оценке стоимости предприятия должны анализироваться и оцениваться совместно.

Существующая на сегодняшний день мировая практика оценки стоимости предприятий различает четыре подхода:

- рыночный (сравнительный);
- имущественный (затратный);
- опционный;
- доходный.

Рыночный подход основан на сравнении стоимости предприятия со стоимостью аналогичных (сопоставимых) и уже проданных предприятий или же на определении курсовой стоимости акций сопоставимых предприятий. Использование рыночного подхода носит ограниченный характер в силу отсутствия обширной достоверной информации о совершившихся сделках купли-продажи предприятий в финансовых показателях проданных предприятий на момент совершения сделок. Однако даже на развитых рынках сравнительный подход к оценке стоимости предприятий фиксирует опыт прошлых сделок с аналогами оцениваемого бизнеса со всеми вытекающими из этого недостатками [12].

Имущественный (затратный) подход рассматривает предприятие как имущественный комплекс, стоимость которого определяется стоимостью всех его активов и понесенных издержек на их функционирование, оцененных отдельно, за исключением обязательств. При использовании затратного подхода итогом оценки оказывается не стоимость действующего бизнеса, а лишь суммарная стоимость взятых долговых обязательств организации, включая кредиторскую задолженность. Если предприятие прекращает свою деятельность, то рассчитывают его ликвидационную стоимость. Конечно, в идеале при корректной оценке нематериальных активов, что само по себе непросто, применение метода чистых активов дает адекватный результат, но это, к сожалению, обычно не позволяет учитывать влияние на стоимость отдельных факторов «живого» предприятия, например, ценности управленческих решений. Данный метод ни в коей мере не учитывает нестабильность и неопределенность внешней среды предприятия.

Опционный подход заключается в том, что стоимость оцениваемых объектов, являясь переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к их производственно-финансовым характеристикам условий, описывается с помощью техники опционного ценообразования. Важнейшая особенность метода – его способность учитывать быстро меняющиеся экономические условия, в которых функционируют компании. Представляется, что это более чем актуально для украинских предприятий, функционирующих в очень нестабильной и неопределенной среде.

Количественный учет ценности выбранных менеджментом стратегий и всех возможностей предприятия,

которые традиционно не используются при проводимых расчетах, способствует получению более объективных результатов оценки любого бизнеса. Очевидно, что для хронически убыточных предприятий методы затратного подхода не вполне применимы, если мы говорим о рыночной оценке, а методы доходного не применимы вовсе. Причем таких предприятий в РФ более 40% от общего числа. Для них точная оценка стоимости имеет важнейшее значение.

Опционная модель способствует получению более объективных результатов оценки, так как позволяет учесть вероятность роста стоимости активов относительно стоимости обязательств до момента их погашения (возможности, обусловленные изменениями рыночной конъюнктуры, технологическими новациями и управленческими решениями). К сожалению, используя опционы для оценки стоимости предприятий, и в целом характеризую реальные опционы как метод оценки XXI в., авторы зачастую умалчивают о проблемах, с которыми сталкиваются на практике. В частности, нет информации о механизме оценки значения одного из важнейших параметров модели – показателя волатильности. Иными словами, опыт практического применения опционов в литературе фактически не описан, и вопрос о степени применимости опционных моделей для стоимостной оценки остается актуальным.

Доходный подход основан на ожиданиях собственника относительно будущих выгод от владения бизнесом и играет доминирующую роль в оценке его стоимости, потому что бизнес по своей сути является одним из вариантов инвестирования средств. Методам доходного подхода присуща значительная недооценка стоимости предприятия, функционирующего в условиях неопределенности. Согласно принципу ожидания стоимость оцениваемого предприятия определяется настоящей стоимостью будущих выгод, которые данный объект будет обеспечивать своему владельцу. Основной причиной недооценки стоимости предприятий является неуклонное следование тезису об отсутствии гибкости оцениваемого бизнеса и, соответственно, должной реакции менеджмента на негативные изменения внешней среды.

Прогнозирование доходов строится в рамках данного способа оценки на основе экстраполяции достигнутых компаниями результатов. Кроме того, исторически метод дисконтированных денежных потоков был разработан для оценки акций и облигаций. Инвесторы в эти ценные бумаги вынуждены быть пассивными: кроме ожиданий, они не располагают никакими средствами для улучшения процентной ставки или дивидендов. Конечно, акции или облигации можно продать, но это будет лишь замена одного пассивного инвестора другим. При оценке стоимости предприятия по доходному подходу в условиях нестабильности и неопределенности внешней среды целесообразно использование сценарно-вероятностного подхода, который предполагает учет стоимости предприятия по пессимистическому, наиболее вероятному, и оптимистическому сценарию развития бизнеса. В данном случае в результате оценки мы получаем диапазон стоимости предприятия.

Но следует отметить, что сценарно-вероятностный подход формализует неопределенности лишь в качестве распределений вероятностей, построенных на основе субъективных экспертных оценок, что в очень большом количестве случаев является явно идеализированным. Таким образом, при сценарно-вероятностном подходе оценки стоимости предприятия неопределенность, независимо от ее природы, отождествляется со случайностью, и поэтому данный метод не позволяет в полной мере учесть все возможные разнообразие видов неопределенностей, воздействующих на формирование стоимости предприятия [9]. Математический аппарат, адекватно обеспечивающий приемлемую формализацию неопределенности и нестабильности внешней среды и адекватное решение задачи оценки стоимости предприятия в таких условиях, по нашему мнению, дает теория нечетких множеств. Осуществляя арифметические операции с такими нечеткими интервалами по правилам нечеткой математики, эксперты и лица, принимающие решения, получают результирующий нечеткий интервал для целевого показателя. На основе исходной информации, опыта и интуиции эксперты часто могут достаточно уверенно количественно охарактеризовать границы (интервалы) возможных (допустимых) значений параметров и области их наиболее возможных (предпочтительных) значений.

Для оценки стоимости предприятий в условиях неопределенности приемлем, в качестве частного случая, интервальный метод. Данный метод соответствует ситуациям, когда достаточно точно известны лишь границы значений анализируемого параметра, в пределах которых он может изменяться, но при этом отсутствует какая-либо количественная или качественная информация о возможностях или вероятностях реализации различных его значений внутри заданного интервала. В соответствии с данным методом входные переменные денежного потока задаются в виде интервалов, функции принадлежности которых являются классическими характеристическими функциями множества, поэтому далее возможно прямое применение правил нечеткой математики для получения результирующего показателя годового денежного потока в интервальном виде. В интервальном методе за уровень (степень) риска предлагается принимать размер максимального ущерба, приходящегося на единицу неопределенности, то есть:

$$P = \frac{q_N - q_{min}}{q_{max} - q_{min}}, \tag{1}$$

$$P = \frac{q_{max} - q_N}{q_{max} - q_{min}}, \tag{2}$$

где  $q_N$  – требуемое значение параметра;

$q_{min}$  – минимальное значение параметра;

$q_{max}$  – максимальное значение параметра;

$P$  – уровень (степень) риска, или отношение расстояния от требуемой величины до ее минимального (максимального) значения к интервалу между ее максимальным и минимальным значениями.

Проведенный анализ методических подходов к оценке предприятий позволяет сделать вывод о том,

что в условиях нестабильной и неопределенной среды рыночный и имущественный подходы показывают свою ограниченность и несостоятельность, так как они не учитывают риски и будущие ожидания собственников. Перспективными являются доходный и опционный подходы, которые следует использовать в синтезе со сценарно-вероятностным подходом, а также применяя аппарат теории нечетких множеств. В качестве дальнейших исследований перспективным является разработка методической базы оценки стоимости предприятий в условиях неопределенности и нестабильности на основе аппарата теории нечетких множеств.

## Литература

1. Грищенко Н.В. Стратегические аспекты управления корпоративными образованиями пищевой промышленности [Текст] / Н.В. Грищенко // ФЭС: Финансы. Экономика. Стратегия. – 2013. – №7. – С. 40-43.
2. Грищенко Н.В. Стратегический анализ финансового состояния организаций: теоретико-методологические аспекты [Текст] / Н.В. Грищенко, А.А. Ольховиков. – Воронеж, 2012.
3. Нейман фон Дж. Теория игр и экономическое поведение [Текст] / Дж. фон Нейман, О. Моргенштерн. – М.: Наука, 1970. – 254 с.
4. Ожегов С.И. Толковый словарь русского языка [Текст]: 80 000 слов и фразеологических выражений / С.И. Ожегов, Н.Ю. Шведова // Российская АН; Российский фонд культуры; – 3-е изд., стереотип. – М.: АЗЪ, 1996. – 928 с.
5. Семенов С.В. Разработка модели процесса поиска и выбора консультанта и развития организационного оформления центров управленческого консультирования [Текст] / С.В. Семенов, Н.А. Серебрякова // Вестн. Белгородского ун-та кооперации, экономики и права. – 2012. – №3. – С. 149-155.
6. Серебрякова Н.А. Методические рекомендации по совершенствованию системы стратегического управления промышленным предприятием (на примере ОАО «Елань-коленовский сахарный завод») [Текст] / Н.А. Серебрякова, Э.С. Фараджева // Вестн. Воронежского госуд. ун-та инженерных технологий. – 2013. – №2. – С. 244-248.
7. Серебрякова Н.А. Комплексная методика оценки эффективности управленческого консультирования в системе менеджмента организации [Текст] / Н.А. Серебрякова, Е.Л. Смольянова // Теоретические и прикладные вопросы экономики и сферы услуг. – 2013. – №6. – С. 63-72.
8. Сыроижко В.В. Экономическое моделирование и рейтинговая оценка деятельности кооперативных организаций Воронежской области [Текст] / В.В. Сыроижко // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – №6. – С. 170-173.
9. Сыроижко В.В. Методика CVP-анализа при контроллинге операционной деятельности организации [Текст] / В.В. Сыроижко, М.А. Гончарова // Вестн. Белгородского ун-та кооперации, экономики и права. – 2009. – №3. – С. 87-95.
10. Сыроижко В.В. Экономические инструменты рыночного саморегулирования организации: теоретико-методологическое обоснование, концепция совершенствования, технологии и методики использования [Текст]: автореф. дисс. ... д-ра экон. наук / В.В. Сыроижко; Белгородский ун-т потребительской кооперации. – Белгород, 2008.
11. Сыроижко В.В. Целевая крона. Системный подход к выбору управленческих решений при рыночном саморегулировании развития организации [Текст] / В.В. Сыроижко // Российское предпринимательство. – 2008. – №6-2. – С. 96-100.
12. Управление в условиях неопределенности [Текст] / пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 213 с. (Классика Harvard Business Review).
13. Фишберн П.К. Теория полезности для принятия решения [Текст] / П.К. Фишберн. – М.: Наука, 1978. – 305 с.
14. Brandenburger A.M., Stewart A. Value-based business strategy // Journal of economics & management strategy. 2006.
15. Brandenburger A.M., Nalebuff B.J. The right game: use game theory to shape strategy. РИК. 1985. July-August.
16. Nalebuff B.J. Thinking strategically: the competitive edge in business, politics, and everyday life.
17. Brown S.L., Eisenhardt K.M. Competing on the edge: strategy as structured chaos. HBS Press. 1998.

## Ключевые слова

Неопределенность; нестабильность; риск; оценка; опционный подход; доходный подход; сценарно - вероятностный подход; теория нечетких множеств.

*Сыроижко Валентина Васильевна*

*Гусева Людмила Петровна*

*Воронова Марина Александровна*

## РЕЦЕНЗИЯ

Управление стоимостью предприятий в современной экономической ситуации происходит в очень нестабильной и неопределенной среде, с высокой степенью риска. Оценка стоимости предприятия является основополагающим моментом, а также мерилем эффективности процесса управления хозяйствующим субъектом. Необходимо отметить, что существующие методики оценки не приспособлены к адекватной оценке бизнеса в условиях нестабильности и неопределенности. Поэтому возникает вопрос: какие методы использовать при оценке стоимости предприятия в условиях неопределенности? Классические подходы к оценке стоимости бизнеса в условиях нестабильной и неопределенной среды показывают свою ограниченность и несостоятельность, так как они не учитывают риски и будущие ожидания собственников. Проблему неопределенности устранить невозможно, но исследование неопределенности, идентификация ее уровней поможет усовершенствовать методические подходы к оценке стоимости предприятий. В связи с этим тема исследования, посвященная особенностям управления стоимостью предприятий в условиях неопределенности и нестабильности, является весьма актуальной для Российской Федерации.

Основные положения статьи обоснованы в должной мере. Данные положения базируются на авторском определении устойчивого развития предприятия и выявленных условиях его обеспечения. Представляет особый научный интерес предложенные авторами методические подходы к оценке предприятий, которые позволяют сделать вывод о том, что в условиях нестабильной и неопределенной среды рыночный и имущественный подходы показывают свою ограниченность и несостоятельность, так как они не учитывают риски и будущие ожидания собственников. Перспективными являются доходный и опционный подходы, которые следует использовать в синтезе со сценарно-вероятностным подходом, применяя аппарат теории нечетких множеств.

Основные выводы и предложения авторов, обоснованные глубоким теоретическим анализом существующих подходов по теме исследования, имеют большую практическую значимость для решения актуальных проблем оценки стоимости предприятий в условиях нестабильности и неопределенности.

*Панин А.У., д.э.н., профессор Воронежского института кооперации (филиала) Белгородского университета кооперации, экономики и права.*