

УДК 657.9

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Антон Анатольевич КОМАРОВ¹, аспирант

Оксана Евгеньевна ПИРОГОВА^{1,2}, д.э.н., доцент

¹Кафедра экономики, управления и предпринимательства,
Автономная некоммерческая организация высшего образования «Международный
банковский институт», Санкт-Петербург, Россия

²Высшая школа сервиса и торговли, Институт промышленного менеджмента,
экономики и торговли Санкт-Петербургский политехнический университет Петра
Великого, Санкт-Петербург, Россия

Адрес для корреспонденции: О.Е. Пирогова, 194021, Новороссийская ул., 50,
Санкт-Петербург, Россия

Аннотация

В статье исследуются концептуальные аспекты определения стоимости компании как ключевого индикатора ее устойчивого развития, инвестиционной привлекательности и конкурентоспособности. Цель работы – выявить концептуальные подходы к оценке стоимости компании в современных условиях нестабильной внешней среды и влияния неценовых факторов. Методологическую основу исследования составляют методы историко-экономического анализа, сравнительного сопоставления и логической систематизации научных концепций. В результате проведенной работы выявлены и классифицированы основные подходы к оценке стоимости компании: аддитивный, ценовой, стратегический, комплексный по эффективности, открытый и ценностный. Установлено, что многообразие трактовок стоимости обусловлено различием целей оценки, особенностями учета нематериальных активов, влиянием макроэкономических факторов, а также факторов внутренней среды компании и ориентацией на внешние тренды. Рассмотрено содержание основных современных подходов к оценке стоимости компании, исходя из различных оснований. В работе сделан вывод о том, что стоимость бизнеса следует рассматривать как динамическую категорию, отражающую способность компании к генерации экономических выгод с учетом риска, потенциала роста, стратегических перспектив, а также способности к инновационному развитию и восприятию новых экономических трендов. Обоснована необходимость перехода к синтетическому подходу, предполагающему интеграцию финансовых, нефинансовых и прогнозных параметров с учетом отраслевой специфики.

Ключевые слова

стоимость компании, оценка бизнеса, теории стоимости, финансовые модели, неосязаемые активы, управление стоимостью, синтетический подход

Для цитирования: Комаров А.А., Пирогова О.Е. Концептуальные аспекты определения стоимости компании // Ученые записки Международного банковского института. 2025. № 2(52). С. 95-113.

5.2.4. Finance

UDC: 657.9

THE CONCEPTUAL ASPECTS OF COMPANY VALUATION

Anton A. KOMAROV¹, postgraduate student

Oksana E. PIROGOVA², Doctor of Economic Sciences

¹Department of Economics, Management and Enterprises,

International Banking Institute named after Anatoly Sobchak, Saint-Petersburg, Russia

²Higher School of Service and Trade, Institute of Industrial Management, Economics and

Trad, Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University,

Saint-Petersburg, Russia

Address for correspondence: O.E. Pirogova, 194021, Novorossiyskave., 50, Saint-Petersburg, Russia

Abstract

The article examines the conceptual aspects of determining the value of a company as a key indicator of its sustainable development, investment attractiveness and competitiveness. The purpose of the work is to identify conceptual approaches to assessing the value of a company in modern conditions of an unstable external environment and the influence of non-price factors. The methodological basis of the research consists of methods of historical and economic analysis, comparative comparison and logical systematization of scientific concepts. As a result of the work carried out, the main approaches to assessing the value of a company have been identified and classified: additive, pricing, strategic, integrated in efficiency, open and value-based. It is established that the variety of interpretations of value is due to the difference in valuation objectives, the peculiarities of accounting for intangible assets, the influence of macroeconomic factors, as well as factors of the company's internal environment and orientation to external trends. The content of the main modern approaches to assessing the value of a company based on various grounds is considered. The paper concludes that business value should be considered as a dynamic category reflecting a company's ability to generate economic benefits, taking into account risk, growth potential, strategic prospects, as well as the ability to innovate and perceive new economic trends. The necessity of switching to a synthetic approach involving the integration of financial, non-financial and forecast parameters, taking into account industry specifics, is substantiated.

Keywords

company value, business valuation, theories of value, financial models, intangible assets, value management, synthetic approach

For citation: Komarov A.A., Pirogova O.E. The conceptual aspects of company valuation // Proceedings of the International Banking Institute. 2025. 2 (52). pp. 95-113 (in Russ.).

Введение

Стоимость компании является ключевым индикатором ее конкурентоспособности, стратегической устойчивости, эффективности и потенциала роста. В условиях глобализации и цифровизации экономики точная оценка стоимости становится критически важной для принятия стратегических решений, привлечения инвестиций, проведения M&A-сделок и управления рисками. В стоимость предприятия интегрированы главные экономические и финансовые индикаторы, достаточно полно отражающие его внутренние бизнес-процессы и внешнее окружение.

Цель исследования – провести комплексный анализ развития теоретических концепций стоимости в экономической науке, систематизировать методологические подходы к ее оценке, определить ключевые факторы, влияющие на динамику стоимости в современных условиях, и разработать рекомендации для формирования актуальных практик управления стоимостью.

Исследование опирается на фундаментальные труды классиков экономической мысли (А. Смит, Д. Рикардо, К. Менгер и др.), заложивших основы теории стоимости, а также рассматривает современные интерпретации этого многогранного понятия, сохраняющего свою дискуссионность. Через призму историко-экономического анализа планируется выявить закономерности трансформации подходов к определению стоимости, их связь с изменениями рыночных реалий и технологическими сдвигами, что позволит предложить инструменты для адаптации теоретических моделей к текущим вызовам.

Результаты исследования направлены на преодоление разрыва между классическими теориями стоимости и потребностями современных рынков, включая разработку гибридных методов оценки, учитывающих как объективные экономические параметры (спрос, издержки), так и субъективные факторы (восприятие ценности, ESG-критерии).

Трудовая теория стоимости заложила основы экономической науки, но ее ограничения привели к развитию более комплексных моделей, учитывающих рыночные и субъективные факторы.

Обзор литературы

Теория предельной полезности Карла Менгера перевернула представление о стоимости, сместив фокус с производства на потребление [1]. Она объясняет, почему цена зависит не только от затрат, но и от воспринимаемой ценности, что делает ее ключевой для понимания рыночной экономики. Однако для полной оценки стоимости необходим синтез с другими подходами, учитывающими как субъективные, так и объективные факторы.

Исторический анализ показывает, что в период XVII–XIX веков сформировались и преобладали три ключевых подхода к определению стоимости:

1. Трудовая теория (А. Смит, Д. Рикардо) – стоимость как результат затрат труда.

2. Теория маржинализма (К. Менгер, У. Джевонс) – стоимость через предельную полезность.

3. Теория ценности – синтез объективных и субъективных факторов.

Каждый из этих подходов сохраняет практическую и теоретическую актуальность, однако современная методология оценки стоимости бизнеса в значительной степени базируется на достижениях финансовой науки, активно развивающейся с середины XX века. Эволюция подходов к оценке стоимости отражает переход от абстрактных экономических концепций к финансово ориентированным моделям, учитывающим рыночные реалии и инвестиционные риски. Поворотным моментом стала работа Ф. Модильяни и М. Миллера (1958), доказавших, что стоимость компании определяется ее способностью генерировать доходы, а не структурой капитала. Теория Модильяни-Миллера объясняет, почему высоко долговые компании могут сохранять высокую рыночную стоимость, если их операционные доходы стабильны [2]. Это утверждение заложило основу для современных моделей, таких как DCF (Discounted Cash Flow), CAPM и других.

Модель Модильяни-Миллера заложила основы понимания влияния структуры капитала на стоимость компании. Хотя ее исходные допущения редко выполняются в реальности, она остается ключевым инструментом для

анализа финансовых решений и формирования стратегий оптимизации капитала.

Существенную роль в формировании методологической базы оценки стоимости компаний сыграли М. Гордон и А. Шапиро [3]. Предложенная ими в 1956 году модель дисконтирования дивидендов, которая позднее была доработана М. Гордоном в 1962 году (известная как «модель Гордона»), заложила фундамент для современных подходов к определению стоимости бизнеса. Эта концепция, учитывающая прогнозируемые дивиденды и темпы их роста, стала ключевым инструментом в оценке акционерного капитала, особенно в условиях долгосрочного планирования и нестабильности рынков. Ее влияние прослеживается в большинстве современных методик, где принцип временной стоимости денег и анализ устойчивых финансовых потоков остаются основой для расчетов.

В 1960-х годах У. Шарп, Дж. Линтнер и Дж. Моссин предложили инновационный метод анализа доходности капитала, известный как модель CAPM (Capital Asset Pricing Model) [4]. Эта модель стала теоретической базой для множества современных оценочных методик, учитывающих риск и ожидаемую доходность. Параллельно развитие рынка деривативов (опционы, фьючерсы) благодаря работам Ф. Блэка, М. Шоулза, М. Рубинштейна и Р. Мертона позволило компаниям проводить комплексную оценку бизнеса в условиях M&A-сделок и реструктуризации [5].

В 1990-х годах появилась модель Ольсона, объединяющая доходный и имущественный подходы. Ее суть – определение стоимости через текущие активы и «сверхдоходы», которые возникают при превышении прибылью среднеотраслевого уровня [6].

Сверхдоход – это прибыль, значительно превышающая стандартные показатели. Его источниками могут быть:

– дисбаланс спроса и предложения (например, дефицит полупроводников в 2021–2023 гг. увеличил доходы производителей микросхем).

– монопольное положение (компании вроде Google или Microsoft используют доминирование на рынке для завышения цен).

Высокие доходы корпораций укрепляют экономику государства за счет роста налоговых поступлений, но их устойчивость зависит от рыночных условий и регулирования. Высокие доходы крупных компаний позволяют

быстро и эффективно укреплять финансы и экономику страны, так как чем выше доход предприятия, тем больше финансовых средств в виде налогов и иных сборов оно отчисляет в государственный бюджет.

Несмотря на многовековое развитие экономической мысли, единое понимание понятия «стоимости компании» по-прежнему отсутствует. Теория корпоративных финансов утверждает, что ценность любых инвестиций определяется совокупностью текущей стоимости прогнозируемых денежных потоков.

Ведущие эксперты в этой области, такие как А. Дамодаран [7], Р. Брейли и С. Майерс [8], трактуют стоимость бизнеса как ценность, создаваемую всеми активами компании и выражаемую через текущие показатели ожидаемых будущих потоков средств.

З. Боди и Р. Мертон подчеркивают, что стоимость компании не эквивалентна дисконтированной стоимости ее будущей прибыли и может отклоняться от рыночной цены [9, 10]. Это несоответствие возникает из-за того, что чистые инвестиции могут принимать как положительные, так и отрицательные значения. Согласно их выводам, стоимость компании следует рассчитывать, как разницу между приведенной стоимостью будущих доходов и реинвестированной прибылью.

Некоторые исследователи, например, К. Уолш, отождествляют стоимость компании с ее рыночной капитализацией, определяя последнюю как сумму рыночной стоимости заемного и собственного капитала [11]. Однако эти термины не являются синонимами. Рыночная капитализация имеет следующие особенности:

- рассчитывается на основе котировок миноритарных пакетов акций;
- не включает премии за контрольный пакет;
- всегда ниже рыночной стоимости компании.

Таким образом, рыночная стоимость – более широкое понятие, учитывающее стратегические надбавки и долгосрочный потенциал.

Материалы и методы

Несмотря на схожесть определений, в экономической науке отсутствует единая трактовка как термина «оценка», так и методологии расчета стоимости бизнеса, что создает сложности в практике управления стоимостью.

Основные подходы:

1. Объективистский (Рутгайзер В.М.): предполагает, что стоимость бизнеса эквивалентна текущей ценности будущих выгод от его деятельности, при этом единственный критерий – рыночная цена при продаже.

2. Субъективистский (Боди З., Мертон Р.) предполагает, что стоимость может отклоняться от приведенной стоимости прибыли из-за реинвестиций и макроэкономических факторов.

3. Рыночная капитализация (К. Уолш): стоимость рассчитывается как сумма рыночной стоимости заемного и собственного капитала, но не учитывает премии за контроль.

Специалисты единодушны в том, что оценка стоимости активов опирается на субъективные прогнозы их будущей доходности. Вследствие этого между объективной стоимостью и ее оценкой неизбежно возникает расхождение, вызванное неполнотой данных и различиями в методологических подходах. В то время как одни исследователи делают акцент на итоговых результатах оценки, другие рассматривают ее как процесс, требующий детального анализа.

Согласно стандартам Американского общества оценщиков (ASA), оценка бизнеса определяется как «действие или процесс установления стоимости предприятия или доли в его капитале». Эту позицию разделяют и другие ученые, подчеркивая, что оценка объединяет экспертное суждение и формализованные расчеты. В противовес этому, часть ученых фокусируется на целевом характере оценки, где ключевым результатом является научно обоснованное заключение о стоимости объекта на определенную дату, учитывающее конкретные задачи анализа²¹.

Ключевые аспекты:

- субъективность прогнозов противопоставляется объективным данным;
- методологический плюрализм (разные подходы к оценке);
- компромисс между экспертным мнением и стандартизированными методами.

Оценка стартапа может варьироваться в зависимости от того, фокусируется ли оценщик на текущих финансовых показателях (балансовая

²¹Стандарты оценки Американского общества оценщиков (ASA). URL: <https://www.appraisers.org/> (дата обращения: 24.03.2025).

стоимость) или на потенциале будущих инноваций (дисконтированные денежные потоки).

Оценка стоимости – это баланс между аналитической строгостью и учетом неопределенностей, где результат зависит как от выбранной методологии, так и от профессионального суждения эксперта.

Следует особо отметить, что термин «оценка» в русском языке ориентирован на определение цены объекта, а не его стоимости, так как эти понятия принципиально различаются.

- цена отражает фактическую выгоду, полученную собственником при продаже актива.

- стоимость связана с совокупностью затрат на создание, поддержание и использование актива в течение определенного периода.

Однако в международной практике термин «оценка» (англ. *valuation, appraisal*) подразумевает комплексный анализ, включающий как расчет стоимости, так и установление цены. Несмотря на языковые различия, в профессиональном контексте оценка объединяет оба аспекта, формируя диалектическую связь между затратной и рыночной составляющими.

Таким образом, оценка – это процесс, который охватывает два ключевых аспекта:

- определение стоимости (на основе затрат и функциональных характеристик);

- прогнозирование цены (с учетом рыночных условий и спроса).

Например, при оценке здания учитываются как затраты на строительство (стоимость), так и его рыночная цена, которая может быть выше или ниже в зависимости от локации и конъюнктуры. Этот подход позволяет избежать терминологической путаницы и обеспечить полноту анализа при принятии управленческих решений.

Интересный подход к оценке предлагает Ю.А. Бабаев, определяя ее как целенаправленный процесс установления денежного эквивалента цены объекта с учетом текущих и потенциальных доходов [12]. Многоаспектность формирования стоимости отмечается в работе Пироговой О.Е. [13]. Другие исследователи акцентируют внимание на присвоении объекту оценки денежно выраженной ценности, что подчеркивает субъективную природу этого процесса.

Из этого следует, что стоимость компании существует только при ее полезности для собственника, которая проявляется в способности генерировать доход в конкретных условиях. Если полезность неочевидна или не может быть измерена, актив теряет рыночный спрос и, как следствие, стоимость.

Следует отметить и двойственность трактовки предприятия (компании) как объекта оценки:

– предприятие как имущественный комплекс: оценка всех материальных активов на балансе (здания, оборудование, запасы);

– предприятие как действующий бизнес: учет нематериальных активов (бренд, клиентская база) и способности создавать денежные потоки.

Исследователи М.А. Федотова и А.С. Золотарева, акцентируют разницу между оценкой бизнеса и оценкой предприятия [14]. Согласно их позиции:

–бизнес – это предпринимательская деятельность, осуществляемая через организационную структуру компании;

–предприятие – имущественный комплекс (земля, здания, оборудование), который служит инструментом для реализации бизнеса.

Ключевые признаки, позволяющие выделить эти различия:

1.Правовой статус:

– предприятие не является самостоятельным субъектом права;
– лицензии и разрешения оформляются на владельца бизнеса, а не на имущественный комплекс.

2.Оценка бизнеса:

– может охватывать несколько предприятий, объединенных под единым управлением;
– учитывает права, обязательства, лицензии и нематериальные активы (бренд, технологии, клиентская база).

3.Роль нематериальных факторов:

– стоимость бизнеса часто определяется не материальными активами, а потенциалом генерировать доход, например, стартап без значительных материальных ресурсов может иметь высокую оценку благодаря уникальному программному обеспечению или перспективной бизнес-модели.

Бизнес как деятельность шире понятия предприятия. Его стоимость отражает не только физические активы, но и способность создавать ценность через инновации, репутацию и стратегические преимущества.

Для инвестора ключевым объектом сделки является бизнес, включая конкурентные преимущества, партнерские сети и лицензии, а не только материальные активы.

Е.А. Смирнова разделяет оценку предприятия на два аспекта [15]:

- оценка имущества – анализ материальных активов (здания, оборудование, запасы);
- оценка бизнес-линий – учет нематериальных компонентов (права, технологии, активы), способных генерировать будущие доходы.

Ключевое отличие между оценкой действующего бизнеса и имущественного комплекса заключается в широте понятия «бизнес».

Бизнес – это динамическая система, которая включает не только материальные активы, но и репутацию, команду, клиентские базы, а также может быть объектом купли-продажи, но требует особых методов оценки из-за своей комплексности [16, 17].

Имущественный комплекс – статичная категория, охватывающая все материальные ресурсы, обеспечивающие деятельность: здания, технику, сырье, обязательства, имеющая рыночную стоимость, которая определяется полезностью этих активов для покупателя.

Как правило, стоимость бизнеса превышает цену имущественного комплекса за счет нематериальных активов, таких как квалификация сотрудников, корпоративная культура, уникальные технологии. Эти факторы объясняют, почему компании с отрицательным капиталом (например, стартапы) могут обладать высокой рыночной привлекательностью.

Пример: IT-стартап без значительных материальных активов может быть оценен в миллионы долларов благодаря патентам, экспертизе команды и перспективам монетизации продукта. Из вышесказанного следует, что оценка бизнеса требует интеграции материальных и нематериальных факторов, что делает ее сложнее, но и точнее, чем простая оценка имущественного комплекса.

Концепция управления стоимостью компании сформировалась в 1980-х годах. Ее ключевая идея заключается в том, что главная задача управления – достижение рыночной стоимости, максимально приближенной к реальной.

Реальная стоимость определяется эффективностью использования активов и результатами финансово-хозяйственной деятельности, тогда как оценочная – это величина, на которую ориентируются акционеры и инвесторы. Цель – минимизировать разрыв между ними.

Современные принципы управления стоимостью:

- приоритет денежных потоков как основного индикатора эффективности.
- рентабельность инвестиций должна превышать стоимость их привлечения.
- оптимизация структуры активов для максимизации роста стоимости.
- отказ от традиционных бухгалтерских метрик (например, чистой прибыли) в пользу показателей, отражающих долгосрочную ценность.

Можно выделить следующие вызовы и решения в управлении стоимостью предприятий на современном этапе развития экономики:

- отсутствие консенсуса в определении «стоимости компании» затрудняет разработку универсальных стандартов;
- для создания эффективной системы управленческого учета необходима четкая терминология, интегрирующая подходы из финансов, стратегического менеджмента и оценки.

Так, например, предприятие, фокусирующееся на денежных потоках и рентабельности инвестиций, может повысить свою рыночную стоимость даже при умеренной бухгалтерской прибыли – за счет оптимизации активов и снижения рисков.

Результаты и обсуждение

Успешное внедрение концепции управления стоимостью требует не только методологической базы, но и единого понимания ключевых терминов всеми участниками процесса – от топ-менеджеров до инвесторов.

На основе анализа исследований экспертов из различных областей – банков, финансов, корпоративного управления, инвестиционной деятельности, страхования – изучающих вопросы управления стоимостью компании для решения задач разнообразных стейкхолдеров, определены следующие подходы к трактовке данного понятия:

- аддитивный (суммарная оценка активов).
- ценовой (ориентация на рыночные аналоги).

– комплексный по эффективности (баланс внутренних и внешних факторов).

– открытый (учет влияния макросреды).

– стратегический (долгосрочные перспективы и сценарии).

– ценностный (субъективная значимость для заинтересованных сторон).

Особенности и содержание каждого из подходов представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Подходы к понятию «стоимость компании»

Подход	Сущность подхода
Аддитивный (суммарный) подход	<p>Аддитивный подход к оценке стоимости компании предполагает, что ее величина равна сумме стоимостей всех активов предприятия. Хотя в основе метода лежит учет материальных ресурсов, его нельзя считать исключительно «имущественным», так как он допускает включение нематериальных активов (бренд, патенты, технологии). Сторонников этого подхода условно делят на две группы:</p> <ol style="list-style-type: none">1. Строгие имущественники: рассматривают стоимость только через призму физических активов (здания, оборудование, запасы).2. Синтетики: дополняют имущественную составляющую оценкой нематериальных ресурсов, роль которых в современной экономике постоянно растет. <p>Название «балансовый подход» связано с тем, что исходные данные берутся из бухгалтерского баланса. Однако его главный недостаток – неполнота информации, так как баланс не отражает рыночную стоимость многих активов (например, неосязаемых), а фиксирует исторические затраты, а не текущую ценность.</p> <p>В условиях глобализации и цифровизации экономики аддитивный подход становится все менее релевантным. Реальная стоимость компании часто превышает сумму ее активов за счет факторов, которые невозможно учесть в балансе:</p> <ul style="list-style-type: none">– репутация, клиентская база, инновационный потенциал.– синергия между подразделениями и рыночные преимущества. <p>Пример: Стоимость Tesla складывается не только из заводов и оборудования, но и из технологического лидерства в области электромобилей и ИИ, что не отражено в балансе. Таким образом, аддитивный подход полезен для первичной оценки, но требует дополнения другими методами (доходным, сравнительным) для получения объективных результатов.</p>

Подход	Сущность подхода
Ценовой подход	<p>Ценовой подход определяет стоимость бизнеса через призму его рыночной цены, то есть суммы, за которую предприятие может быть куплено или продано. Однако ключевым моментом здесь является четкое разграничение между «стоимостью» и «ценой» компании.</p> <p>Цена – это конкретный финансовый показатель, фиксируемый в момент совершения сделки (например, при продаже бизнеса или обмене активами). В отличие от нее, стоимость представляет собой многогранную категорию, которая учитывает не только рыночные условия, но и внутренние аспекты деятельности компании (рентабельность, потенциал роста, риски), а также внешние факторы (экономическая конъюнктура, регулирование).</p> <p>Хотя стоимость влияет на цену, их значения редко совпадают. Расхождения возникают из-за:</p> <ul style="list-style-type: none"> – субъективных интересов сторон (например, стратегических целей покупателя или срочности продажи у владельца); – несовершенства рынка, особенно в условиях недостаточной прозрачности данных и информационной асимметрии. <p>Идеальное совпадение цены и стоимости возможно лишь на гипотетически эффективном рынке с полной информационной доступностью. Однако в реальности, особенно на развивающихся рынках (включая российский), достичь этого баланса практически невозможно.</p> <p>Пример: Предприятие с сильным брендом может быть продано по цене, превышающей балансовую стоимость, если покупатель видит потенциал монетизации репутации.</p>
Комплексный по эффективности подход	<p>Данный подход определяет стоимость предприятия как интегральный индикатор его эффективности, учитывающий такие параметры, как рентабельность различных направлений деятельности, перспективы увеличения акционерной стоимости и достижение стратегических целей. Однако фокусироваться исключительно на внутренней эффективности некорректно, поскольку предприятие функционирует как открытая система, активно взаимодействующая с внешней средой через обмен ресурсами (материальными, интеллектуальными, данными).</p> <p>Для точного отражения сути метода целесообразно использовать термин «комплексный подход по эффективности», который подчеркивает:</p> <ul style="list-style-type: none"> – учет как внутренних метрик (например, операционная маржа), так и внешних факторов (рыночные тренды, регуляторные изменения);

Подход	Сущность подхода
	<p>–необходимость баланса между финансовыми результатами и устойчивостью бизнес-модели в долгосрочной перспективе.</p> <p>Пример: даже высокорентабельное предприятие может потерять стоимость из-за экологических рисков или изменения потребительских предпочтений, что подтверждает важность комплексного анализа.</p>
Открытый (внешний) подход	<p>Стоимость предприятия представляет собой результат активного взаимодействия с внешней средой. В современных реалиях на нее напрямую влияют:</p> <ul style="list-style-type: none"> –изменения в законодательстве (например, налоговые реформы), –колебания рыночного спроса, –геополитические события. <p>Концентрация исключительно на инвестициях для роста или максимизации стоимости, хотя и важна, не раскрывает всей сложности понятия. Для глубокого анализа необходимо учитывать и другие критические аспекты, такие как репутационные риски – ущерб от негативного имиджа или скандалов, инновационный потенциал – способность создавать продукты/услуги с высокой добавленной стоимостью и устойчивость бизнес-модели – адаптивность к кризисам и внешним шокам.</p> <p>Пример:</p> <p>Компания, игнорирующая экологические стандарты, может столкнуться с падением стоимости из-за репутационных потерь, даже при высоких текущих доходах.</p> <p>Стоимость – это не статичный показатель, а динамический результат синтеза внутренних возможностей и внешних вызовов.</p>
Стратегический (перспективный) подход	<p>Стоимость предприятия в рамках данного подхода определяется через оценку его будущих денежных потоков. Этот метод, именуемый доходным подходом, фокусируется на способности компании генерировать экономические выгоды в долгосрочной перспективе. В отличие от аддитивного подхода, который опирается на сумму активов, доходный метод интегрирует как внутренние факторы (финансовое состояние, ресурсная база), так и внешние условия (инфляция, рыночные риски, применяемые методики оценки).</p> <p>Однако даже при всех своих преимуществах – таких как учет перспектив развития – доходный подход не дает исчерпывающего обоснования понятия «стоимость компании». Основная сложность заключается в вероятностной природе прогнозируемых доходов, которые сложно точно предсказать в условиях нестабильности.</p>

Подход	Сущность подхода
	<p>Особенно это актуально в контексте усиления кризисных тенденций в мировой и национальной экономике, где динамичность и непредсказуемость становятся ключевыми вызовами для оценки.</p>
<p>Ценностный подход</p>	<p>В рамках данного подхода стоимость компании трактуется как финансовое воплощение ее экономической роли. Метод близок к комплексной оценке, которая измеряет эффективность бизнеса через его способность генерировать не только экономические, но и социальные результаты. Однако в отличие от ценового подхода, ограничивающегося рыночной ценой, здесь ключевым элементом становится внутренняя ценность, проявляющаяся в разнообразных формах, таких как увеличение прибыли и рентабельности, социальное воздействие (например, создание рабочих мест или экологические инициативы), долгосрочная устойчивость бизнес-модели.</p> <p>Пример: Компания, внедряющая «зеленые» технологии, может иметь высокую внутреннюю ценность благодаря снижению экологических рисков, даже если ее текущая рыночная цена не отражает этого преимущества.</p> <p>Подход подчеркивает, что реальная стоимость бизнеса выходит за рамки рыночных котировок и включает вклад в устойчивое развитие и общественное благополучие.</p> <p>При этом ценность предприятия субъективна:</p> <ul style="list-style-type: none"> – для владельца она может быть связана с историей компании, ее репутацией или стратегическими целями. – для покупателя – с потенциалом прибыли, синергией активов или рыночными возможностями. <p>Пример: Производитель экопродукции может иметь высокую ценность для инвестора, ориентированного на ESG-принципы, но скромную рыночную цену из-за низкой текущей рентабельности.</p> <p>Таким образом, подход подчеркивает, что стоимость – это не статичный показатель, а динамическая категория, зависящая от контекста и целей оценки.</p>

Источник: составлено авторами

Выводы

Оценка стоимости компании остается многогранной задачей, требующей учета как объективных данных (финансовые отчеты, рыночные мультипликаторы), так и субъективных факторов (бренд, стратегические перспективы). Отсутствие единой терминологии усложняет процесс, но синтез классических и современных подходов позволяет минимизировать риски ошибок. Для успешного управления стоимостью критически важны:

- четкое разделение понятий «цена» и «стоимость»;
- учет неосязаемых активов при оценке;
- адаптация методов к специфике отрасли (например, для IT-стартапов или промышленных гигантов).

Таким образом, проведенный анализ различных подходов к определению стоимости компании позволяет сделать вывод: разнообразие трактовок обусловлено не их ошибочностью или устареванием, а тем, что стоимость – это динамическая категория, отражающая субъективную оценку ценности бизнеса в конкретный момент. На ее формирование влияют:

Прогнозные факторы:

- ориентация не только на исторические затраты, но и на будущие показатели (продажи, рентабельность, капитальные вложения);
- различия в ожиданиях заинтересованных сторон (собственники, кредиторы, инвесторы);
- многообразие целей оценки (собственники фокусируются на ликвидности и стратегии распоряжения активами, кредиторы оценивают платежеспособность, а аналитики – справедливость рыночных котировок);
- методологический плюрализм, когда каждый субъект использует инструменты, релевантные его задачам (например, DCF для инвесторов, сравнительный анализ для M&A).

Для преодоления терминологической неоднозначности предложен синтетический подход, объединяющий:

- учетные данные (баланс, отчет о прибылях);
- финансовые показатели;
- неосязаемые активы (бренд, технологии);
- рыночную информацию (котировки, мультипликаторы);
- прогнозные модели (денежные потоки, сценарии роста);
- макроэкономические и отраслевые риски.

Кроме этого, требуется совершенствование подходов к оценке по следующим направлениям:

1. Интеграция динамических факторов:

- учет способности компании адаптироваться к изменениям рынка;
- оценка потенциала генерации добавленной стоимости.

2. Анализ инвестиционной деятельности:

- влияние объема и структуры инвестиций на будущие денежные потоки;
- корреляция между капиталовложениями и ростом стоимости.

3. Включение нефинансовых параметров:

- управленческая компетентность, инновационность, ESG-факторы;
- мультипликативный эффект от синергии активов.

Стоимость бизнеса – это комплексный показатель, отражающий способность компании генерировать экономические выгоды (включая неосязаемые активы) при заданном уровне риска. Она основана на текущих и прогнозируемых результатах, а также на рыночном восприятии ее потенциала.

Таким образом, справедливая оценка требует баланса между объективными данными и субъективными ожиданиями, что делает ее не только научной, но и стратегической задачей.

Список источников

1. **Менгер К.** Основания политической экономии. М.: Экономика, 2005. С. 117–175.
2. **Модильяни Ф., Миллер М.** Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций // *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. P. 261–297.
3. **Гордон М., Шапиро А.** Модель оценки дивидендов: подход к определению стоимости акций // *Journal of Finance*. 1956. Vol. 11. P. 13–24.
4. **Sharpe W.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // *Journal of Finance*. 1964. Vol. 19. P. 425–442.
5. **Black F., Scholes M.** The Pricing of Options and Corporate Liabilities // *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81. P. 637–654.
6. **Ohlson J.** Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation // *Contemporary Accounting Research*. 1995. Vol. 11. P. 661–687.
7. **Дамодаран А.** Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. С. 127–345.

8. **Брейли Р., Майерс С.** Принципы корпоративных финансов. 10-е изд. М.: McGraw-Hill/Irwin. 2011. 1008. С. 490-600.
9. **Merton R.C.** Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1973. Vol. 4(1). P.141–183.
10. **Black F.** Noise. *Journal of Finance*. 1986. Vol. 41(3). P.529–543. DOI:10.1111/j.1540-6261.1986.tb04515.x
11. **Уолш К.** Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Паблишер, 2009. С. 123-125.
12. **Бабаяев Ю.А.** Подходы к оценке стоимости бизнеса // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2011. № 2. С. 56–65.
13. **Пирогова О. Е.** Фундаментальная стоимость - основа формирования системы управления развитием торгового предприятия // Экономика и управление. 2015. № 5(115). С. 49-55.
14. **Федотова М.А., Золотарева А.С.** Особенности применения доходного подхода при оценке бизнеса // Бизнес в законе. 2016. № 3. С. 45–50.
15. **Смирнова Е.А.** Оценка стоимости компаний с высокой долей нематериальных активов: современные подходы // Финансы и кредит. 2022. № 3. С. 56–67.
16. **Подтихова Н.Н., Круглова И.А.** Система показателей оценки и мониторинга финансовой безопасности угледобывающих организаций // Ученые записки международного банковского института. 2024. №2(48). С. 161-175.
17. **Petrova E., Kharitonov A.** Valuation of intangible assets in M&A: A strategic investor perspective // *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*. 2022. Vol. 17(2). DOI: 10.1515/jbvela-2021-0034.

References

1. **Menger K.** *Osnovaniya politicheskoy ekonomii*. М.: Ekonomika, 2005. S. 117–175.
2. **Modil'yan F., Miller M.** Stoimost' kapitala, korporativnyye finansy i teoriya investitsiy // *American Economic Review*. 1958. Vol. 48. P. 261–297.
3. **Gordon M., Shapiro A.** Model' otsenki dividendov: podkhod k opredeleniyu stoimosti aktsiy // *Journal of Finance*. 1956. Vol. 11. P. 13–24.
4. **Sharpe W.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // *Journal of Finance*. 1964. Vol. 19. P. 425–442.
5. **Black F., Scholes M.** The Pricing of Options and Corporate Liabilities // *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81. P. 637–654.
6. **Ohlson J.** Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation // *Contemporary Accounting Research*. 1995. Vol. 11. P. 661–687.

7. **Damodaran A.** Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubyykh aktivov. M.: Al'pina Biznes Buks, 2006. S. 127-345.
8. **Breyli R., Mayyers S.** Printsipy korporativnykh finansov. 10-ye izd. M.: McGraw-Hill/Irwin, 2011. P. 490-600.
9. **Merton R.C.** Theory of Rational Option Pricing. Bell Journal of Economics and Management Science. 1973. Vol. 4(1). P.141–183.
10. **Black F.** Noise. Journal of Finance. 1986. Vol. 41(3). P.529–543. DOI:10.1111/j.1540-6261.1986.tb04515.x
11. **Uolsh K.** Otsenka kompaniy pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh: Sozdaniye stoimosti v chastnykh kompaniyakh. M.: Al'pina Publisher, 2009. S. 123-125.
12. **Babayev Yu.A.** Podkhody k otsenke stoimosti biznesa // Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika. 2011. № 2. S. 56–65.
13. **Pirogova O. Ye.** Fundamental'naya stoimost' - osnova formirovaniya sistemy upravleniya razvitiyem torgovogo predpriyatiya // Ekonomika i upravleniye. 2015. № 5(115). S. 49-55.
14. **Fedotova M.A., Zolotareva A.S.** Osobennosti primeneniya dokhodnogo podkhoda pri otsenke biznesa // Biznes v zakone. 2016. № 3. S. 45–50.
15. **Smirnova Ye.A.** Otsenka stoimosti kompaniy s vysokoy doley nematerial'nykh aktivov: sovremennyye podkhody // Finansy i kredit. 2022. № 3. S. 56–67.
16. **Podtikhova N.N., Kruglova I.A.** Sistema pokazateley otsenki i monitoringa finansovoy bezopasnosti ugledobvyayushchikh organizatsiy // Uchenyye zapiski mezhdunarodnogo bankovskogo instituta. 2024. №2(48). S. 161-175.
17. **Petrova E., Kharitonov A.** Valuation of intangible assets in M&A: A strategic investor perspective // Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis. 2022. Vol. 17(2). DOI: 10.1515/jbvela-2021-0034.