

УДК 330.35

*С. А. Сидорова*

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,  
Департамент учета, анализа и аудита, Москва, e-mail: sidorova\_s94@mail.ru

## КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОЙ ОРГАНИЗАЦИИ: МЕТОДЫ И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ

**Ключевые слова:** анализ рыночной стоимости коммерческой организации, анализ стейкхолдерской стоимости, анализ устойчивого развития коммерческой организации, прозрачность отчетной информации, сравнительный анализ компаний, анализ прецедентных сделок, анализ дисконтированных денежных потоков.

Статья посвящена обзору теории методологии и практических подходов к анализу рыночной стоимости коммерческой организации. При этом методы разделяются на прямые (рыночные) и косвенные. Автор предлагает анализировать и оценивать рыночную стоимость коммерческой организации в контексте прозрачности отчетной информации в рамках анализа устойчивого развития и бизнес-анализа. Честное ведение хозяйственной деятельности, раскрытие релевантной информации для ключевых заинтересованных сторон, в том числе для потенциальных инвесторов, заимодавцев и прочих кредиторов относятся к наилучшим деловым практикам. В то же время следование наилучшим практикам корпоративного управления является основой создания положительной деловой репутации, которая рассматривается в качестве одного из ключевых факторов обеспечения финансовой устойчивости коммерческой организации. В качестве индикатора успешности влияния положительной деловой репутации на финансовую устойчивость экономического субъекта предлагается принимать рыночную стоимость компании. Она, с одной стороны, отражает степень удовлетворения ключевых заинтересованных сторон в части ведения хозяйственной деятельности, а, с другой стороны, – удовлетворенность в уровне прозрачности отчетной информации, предоставляемой внешними пользователями отчетности.

*S. A. Sidorova*

Financial University under the Government of the Russian Federation, Analysis and Auditing Department, Moscow, e-mail: sidorova\_s94@mail.ru

## CONCEPTUAL FUNDAMENTALS OF MARKET VALUE ANALYSIS OF A COMPANY: METHODS AND PRACTICAL APPROACHES

**Keywords:** market value analysis of a company, stakeholder value analysis, sustainable development analysis of a company, reporting transparency, comparable companies analysis, precedent transactions analysis, discounted cash flow analysis.

The article is devoted to a review of methods and practical approaches to market value analysis of a company. Moreover, methods are divided into direct (market) methods and indirect methods. The author's approach involves analyzing market value of a company in the context of reporting information transparency in the framework of sustainable development analysis and business-analysis. Honest business activities, disclosure of relevant information to key stakeholders, including potential investors and other lenders, are among the best business practices. At the same time, following the best practices of corporate governance is the basis for creating positive business reputation, which is considered as one of the key factors in ensuring financial stability of a company. It is proposed to take market value of a company as an indicator of successful impact of positive business reputation on financial sustainability of an economic entity. On the one hand, market value of a company reflects the degree of satisfaction of key stakeholders in terms of business activities, on the other hand, – satisfaction with the level of reporting information transparency provided by external users reporting.

### Введение

Актуальность данного исследования обусловлена чувствительной природой рыночной стоимости коммерческой организации, на которую влияют различные факторы. Разнообразие методов и практических подходов к анализу рыночной стоимости экономического субъекта определяется динамичностью и не-

предсказуемостью участников рынка, а также подвижностью самих условий на рынке [5]. В связи с этим внешние пользователи отчетности, включая инвесторов, заимодавцев и прочих кредиторов нуждаются в достаточной степени открытости отчетной информации (в ее прозрачности) в целях принятия эффективных управленческих решений [1].

Организации, применяющие наилучшие деловые практики, создают положительную деловую репутацию, тем самым повышая свою рыночную стоимость [13].

### **Цель исследования**

Целью исследования является изучение категории рыночной стоимости коммерческой организации, а также требований, предъявляемых к ее анализу и оценке.

### **Материал и методы исследования**

Методология основана на исследовании работ отечественных и зарубежных авторов по избранной тематике, а также национальные и международные стандарты отчетности, в частности, МСО 1-4, IRS RR 59-60.

### **Результаты исследования**

В соответствии с определением Международного стандарта оценки, рыночная стоимость – расчетная величина, исчисляемая в денежном выражении, по которой производится обмен имущества между продавцом и покупателем в результате заключения по добровольному согласию (исключая принудительный характер) коммерческой сделки. Она берется на дату оценки по итогам проведенного маркетингового исследования, так называемого, адекватного маркетинга. При этом предполагается, что потенциальный продавец и потенциальный покупатель свободны в своем выборе и действуют компетентно и расчетливо [2].

Расчетная величина представляет собой наиболее вероятную цену совершения коммерческой сделки. При этом цена выступает в качестве индикатора стоимости потенциального объекта купли-продажи, однако может ей и не соответствовать.

Рыночная стоимость должна быть определена во времени, что обусловлено подвижностью рынка, включая изменение существующих условий.

Добровольность сторон осуществляемого обмена должна быть обусловлена мотивами, а не принуждением, дабы избежать существенного влияния на цену, вследствие чего цена может существенно отклониться от реальной стоимости объекта сделки. Поэтому к мотивам потенциальной продажи не могут относиться ни горячее желание, ни острая необходимость.

Также потенциальному покупателю и потенциальному продавцу необходимо исходить из текущих реалий на рынке, которые обнаруживаются входе маркетингового исследования, а также из будущих ожиданий.

Таким образом, добровольность сторон определяется суверенностью, свободой выбора. Каждая сторона должна быть заинтересована в проведении сделки и никем и ничем не подталкиваться. В этом заключается принцип исключения принуждения, заложенный в определении рыночной стоимости.

В МСО 1-1 подчеркивается необходимость заключения коммерческой сделки. Подразумевается, что стороны не находятся в специфических заинтересованных отношениях, а действуют независимо друг от друга в своих интересах. В противном случае также возможно отклонение цены от реальной стоимости. При этом адекватность маркетинга предполагает, что имущество покупаемой организации выставляется на продажу по максимально возможно высокой цене, исходя из его рыночной стоимости.

Компетентность и расчетливость заключается в том, что стороны в достаточной степени информированы о предмете сделки, в том числе о непосредственных характеристиках продаваемого/покупаемого объекта (в данном случае имущества экономического субъекта), об его текущем и потенциально возможном использовании, а также об условиях рынка на дату оценки, действуя добровольно. Расчетливость подразумевает стремление к получению выгоды при установлении максимально возможной (для потенциального продавца) и к минимально возможной (для потенциального покупателя) цены.

В данном контексте рыночная цена коммерческой организации выступает своего рода индикатором ее успешности. Чем выше ее результативность и авторитетность, тем выше цена. Согласно VBM (Value-Based Management), долгосрочный целевой ориентир коммерческой организации видится в создании и повышении рыночной стоимости, которая может быть выражена в соответствующей цене, а не в получении выгоды в краткосрочном периоде. Тем не менее, нельзя делать однозначный вывод о том,

что организация, имеющая низкую рыночную стоимость, является менее привлекательной для потенциального покупателя, инвестора, заимодавца и прочего кредитора. Приобретенная по низкой цене компании со временем может возрасти в цене за счет реструктуризации бизнеса, совершения сделки слияния и поглощения, изменения коммерческих, управленческих политик. Поэтому следует подвергать анализу целевые установки собственников бизнеса и потенциального покупателя или инвестора.

Также согласно МСО 1-1, предполагается, что рыночная стоимость выражается в цене, достижение которой осуществляется договорным путем на открытом и конкурентном рынке. Поэтому чем большей степенью емкости обладает рынок, тем справедливее цена.

При этом существует понятие справедливой рыночной стоимости, определяющееся концепцией «желающего купить» и «желающего продать» («willing buyer» and «willing seller»). Согласно IRS RR 59-60, для вычисления справедливой рыночной стоимости, необходимо рассмотреть все релевантные факторы, оказывающие на нее влияние. Предполагается, что потенциальный продавец и потенциальный покупатель обладают такой информацией на определенную дату оценки рыночной стоимости при совершении гипотетической сделки.

К релевантным факторам, которые необходимо анализировать в контексте анализа и оценки рыночной стоимости организации, согласно URS RR 59-60 относятся.

1. Характер экономической деятельности, история организации с момента возникновения.
2. Экономическое состояние организации и ее перспективы в соответствии с общими перспективами отрасли в целом.
3. Балансовая стоимость акций компании, а также общее финансовое положение.
4. Доходность рассматриваемого экономического субъекта.
5. Способность организации выплачивать дивиденды акционерам.
6. Наличие/отсутствие деловой репутации, формирующейся у организации вследствие применения наилучших деловых практик (этики бизнеса) и других нематериальных активов.

7. Продажа акций рассматриваемой организации, а также размер оцениваемого пакета акций.

8. Рыночная цена акций экономического субъекта, который осуществляет такую же или похожую деятельность, акции которой торгуются на свободном открытом рынке, на бирже или находятся в свободной продаже.

В указанных факторах заложены практические подходы к анализу рыночной стоимости организации, включающие в себя сравнительный анализ компаний и анализ прецедентных сделок. В дополнение к ним, применяется анализ дисконтированных денежных потоков для осуществления комплексного анализа в целях большей достоверности оценки.

Сравнительный анализ предполагает определение набора сопоставимых компаний при помощи расчета различных финансовых показателей. Компании-аналоги служат релевантным ориентиром для анализа, поскольку имеют схожие деловые и финансовые характеристики, а также обладают одинаковыми рисками и факторами эффективности деятельности. Сравнительный анализ позволяет определить текущую оценку рыночной стоимости организации. К недостаткам такого метода можно отнести:

- 1) природу рынка, которая подвижна и чувствительна, следовательно, рынок подвергается настроениям инвесторов, что может привести к существенным колебаниям рыночной стоимости организации, выраженной в рыночной цене;
- 2) факт того, что не существует абсолютно идентичных организаций, поэтому рыночная стоимость рассматриваемой организации может быть искажена [4].

Анализ прецедентных сделок, так же как и сравнительный анализ основан на коэффициентном анализе, который позволяет определить диапазон значений рыночной стоимости организации. При помощи расчета соответствующих коэффициентов и мультипликаторов подлежит сравнительному анализу целевая компания и организация, которая была определена в ходе проведения сделки слияния и поглощения. Недостаток данного метода к анализу рыночной стоимости организации также состоит в сложности нахождения набора сопоставимых приобретений. Наиболее релевантными транзакциями являются транзакции, совершенные в течение

двух-трех лет, предшествующие потенциально текущей сделке купли-продажи [4].

Сравнительный анализ и анализ прецедентных сделок позволяют определить непосредственно рыночную стоимость организации. Тем не менее, также существуют альтернативные методы анализа, позволяющие определить внутреннюю стоимость экономического субъекта, что является косвенным показателем рыночной стоимости организации. При этом следует подчеркнуть, что внутренняя стоимость во многом является основой определения рыночной стоимости организации и отражается в ее рыночной цене.

Анализ внутренней стоимости коммерческой организации включает в себя анализ дисконтированных денежных потоков и анализ стейкхолдерской стоимости.

Анализ дисконтирования денежных потоков является основополагающим подходом к анализу стоимости коммерческой организации. Согласно данному методу, стоимость организации определяется путем расчета приведенной стоимости прогнозируемого свободного денежного потока. Прогноз свободного денежного потока основан на предположениях, связанных с ожидаемыми финансовыми результатами, а также с требованиями, предъявляемыми организацией к чистому оборотному капиталу. Как правило, прогнозный период составляет сроком до пяти лет, однако может быть расширен, исходя из секторальной принадлежности экономического субъекта, стадии развития, степени предсказуемости получения определенных финансовых результатов. Анализ дисконтирования денежных потоков служит проверкой и подтверждением результатов рыночной оценки стоимости коммерческой организации [4].

Анализ стейкхолдерской стоимости осуществляется в контексте анализа устойчивого развития и бизнес-анализа.

Устойчивое развитие экономического субъекта во многом определяется его способностью создавать добавленную стоимость [6]. При этом анализу необходимо подвергать финансовые и нефинансовые факторы, в том числе связанные с удовлетворением ключевых заинтересованных сторон [12]. С одной стороны, удовлетворение ключевых стейкхолдеров создает положительную деловую репутацию для организации, с другой стороны, поддерживает финансовую устойчивость.

При этом можно выделить различные методики для анализа и последующей оценки вклада отдельного стейкхолдера в создание стоимости организации. Основополагающим фактором, положенным в каждую методику, является взаимодействие с ключевыми заинтересованными сторонами. Так, Фигге Ф. и Шальтеггер С. такой вклад определяют, используя метод дисконтирования доходов и расходов, получаемых от взаимодействия с ними [15]. Похожую методику предлагает Ивашковская И.В. Предполагается расчет добавленной стоимости для всех стейкхолдеров путем расчета индекса вклада каждого. Данный индекс отражает разницу доходов и расходов, полученных при взаимодействии с ключевыми заинтересованными сторонами [10]. Согласно методике Ефимовой О.В., следует рассчитывать добавленную стоимость для акционеров компании при помощи определения экономических выгод стейкхолдеров от взаимодействия с организацией. При этом экономические выгоды выражаются в показателях, характеризующих различные виды устойчивости экономического субъекта [9].

Таким образом, анализ рыночной стоимости коммерческой организации также предполагает анализ устойчивого развития и бизнес-анализ, которые находятся в тесной взаимосвязи [7, 8, 11].

Авторский подход к анализу рыночной стоимости организации также вытекает из анализа устойчивого развития и бизнес-анализа. Устойчивое развитие экономического субъекта основано на принципе непрерывности деятельности. Это значит, что компания будет осуществлять свою деятельность в обозримом будущем [3]. Для этой цели необходимо поддержание финансовой устойчивости организации. При этом на финансовую устойчивость экономического субъекта оказывает влияние деловая репутация. Деловая репутация формируется вследствие применения наилучших деловых практик, в том числе в части корпоративного гонвернанса и удовлетворения требований ключевых заинтересованных сторон. Потенциальные инвесторы, работодатели и прочие кредиторы получают большие экономические выгоды, вкладывая денежные средства в компанию, которые следуют кодексам этики, чем те, кто

инвестирует в организации, которые демонстрирует незитичное поведение управление бизнесом [14]. При этом рыночная стоимость коммерческой организации выступает в качестве индикатора успешности влияния положительной деловой репутации на финансовую устойчивость, и, как следствие на устойчивое развитие экономического субъекта. Предполагается, что положительная деловая репутация, с одной стороны, формируется в результате удовлетворения требований ключевых заинтересованных сторон, с другой стороны, в результате удовлетворения потенциальных инвесторов, работодателей и прочих кредиторов в степени открытости отчетной информации, предоставляемой внешним пользователям.

## Выводы

В ходе исследования были рассмотрены теоретические принципы и практические подходы к анализу рыночной стоимости коммерческой организации. При этом методы разделяются на чисто рыночные и опосредованные рыночные. Нерыночные методы и подходы выступают серьезным дополнением к анализу рыночной стоимости коммерческой организации. При этом анализ транспарентности отчетной информации представляется наиболее перспективным, поскольку затрагивает анализ влияния деловой репутации на финансовую устойчивость коммерческой организации в рамках анализа устойчивого развития.

*Научный руководитель: Никифорова Наталья Александровна, профессор Департамента учета, анализа и аудита, кандидат экономических наук, доцент ФГОБУ ВО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации» (Финунверситет), Москва, e-mail: nanikiforova@fa.ru*

### Библиографический список

1. Концептуальные основы финансовой отчетности [Электронный ресурс]. URL: [www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_160581](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_160581).
2. Международные стандарты оценки (МСО 1-4) [Электронный ресурс]. URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=EXP&n=303165#04548160406829629>.
3. Приказ Минфина России от 09.01.2019 № 2н «Международный стандарт аудита 570 (пересмотренный) «Непрерывность деятельности»» [Электронный ресурс]. URL: [www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_317495/8c5b0a7fc966dba4fb0c9322dc3ae6935953db0e](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_317495/8c5b0a7fc966dba4fb0c9322dc3ae6935953db0e).
4. Rosenbaum J., Pearl J. Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisition. Second edition. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2013. 497 p.
5. Taleb N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. The New York Times. April 22, 2007. 369 p.
6. Абрамова К., Козенкова Т. Методические подходы к определению стоимости капитала // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. 2012. № 4. С. 466–471.
7. Бариленко В., Ефимова О., Никифорова Е., Сергеева Г. Информационно-аналитическое обеспечение механизма устойчивого развития экономических субъектов // РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. 2015. № 2. С. 128–135.
8. Гилевич А.В. Рыночная стоимость как инновационный фактор устойчивого развития организации // Инновационное развитие экономики: тенденции и перспективы. 2016. № 1. С. 465–471.
9. Ефимова О.В. Анализ устойчивого развития компании: стейкхолдерский подход // Вопросы управления. 2013. № 45 (348). С. 41–51.
10. Ивашковская И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // Корпоративные финансы. 2012. № 6 (1). С. 14–23.
11. Курилов К.Ю., Курилова А.А. К вопросу оценки стоимости организации // Карельский научный журнал. 2016. № 5 (4(17)). С. 149–152.
12. Никифорова Н.А. Анализ несостоятельности организаций: история и реальность // Финансовый менеджмент. 2018. № 6. С. 49–56.
13. Сидорова С.А. Взаимосвязь транспарентности отчетности и рыночной стоимости организации // Вестник евразийской науки. 2019. Т. 11. № 3. С. 26.
14. Biglari J., The Impact of Management Ethics on Stock Performance in Malasia. Journal of Accounting & Marketing. 2018. Vol. 7. № 2. P. 1–8.
15. Figge F., Schaltegger S. What Is Stakeholder Value? Developing a Catchphrase into Benchmarking Tool. Luneburg: University of Luneburg and UNEP, 2000.