

Международный научно-исследовательский журнал

«Прогрессивная экономика»

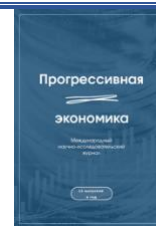
№ 5 / 2025 https://progressive-economy.ru/vypusk_1/upravlenie-czennostyu-biznesa-ekonomicheskie-metody-oczenki-stoimosti-kompanii/

Научная статья / Original article

Шифр научной специальности ВАК: 5.2.6

УДК 336.6:658.15

DOI: 10.54861/27131211_2025_5_65



УПРАВЛЕНИЕ ЦЕННОСТЬЮ БИЗНЕСА: ЭКОНОМИЧЕСКИЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Биттиев М.Х., студент, Санкт-Петербургский Политехнический университет Петра Великого (СПбПУ), г. Санкт-Петербург, Россия

Маянцев В.С., студент, Санкт-Петербургский Политехнический университет Петра Великого (СПбПУ), г. Санкт-Петербург, Россия

Мурзин С.А., студент, Санкт-Петербургский Политехнический университет Петра Великого (СПбПУ), г. Санкт-Петербург, Россия

Аннотация. В статье рассмотрены ключевые особенности российской модели оценки стоимости бизнеса, основанной на сочетании традиционных балансовых показателей и современных стоимостно-ориентированных методов. Актуальность научной проблемы обусловлена усиливающейся конкуренцией за инвестиционные ресурсы на внутреннем рынке капитала и необходимостью повышения прозрачности, предсказуемости и эффективности управленческих решений в условиях макроэкономической нестабильности. Практическая значимость исследования обусловлена тем, что в современной российской практике наблюдается параллельное сосуществование традиционных бухгалтерских ориентиров и элементов стоимостной парадигмы, что требует теоретического осмысления и практической адаптации зарубежных подходов к национальному контексту. В статье описана эволюция подходов к понятию ценности бизнеса, отражающая переход от учетно-балансовых ориентиров к концепциям, основанным на оценке будущих денежных потоков и экономической эффективности использования капитала, рассмотрены основные экономические модели оценки стоимости бизнеса, включая методы дисконтированных денежных потоков (DCF), экономической добавленной стоимости (EVA), рыночных мультипликаторов и модели остаточной прибыли. Особое внимание уделено анализу применения данных моделей в российской практике, с учётом институциональных особенностей. Научным результатом исследования стало обоснование необходимости развития внутренней системы оценки стоимости в российской практике, включающей раскрытие прогнозных и нефинансовых показателей, а также формализацию расчёта драйверов стоимости бизнеса. Сделан вывод о целесообразности постепенного перехода к стоимостной модели управления, обеспечивающей устойчивое позиционирование компаний на рынке капитала.

Ключевые слова: стоимость, стоимость компании, оценка стоимости компании, рыночная стоимость.

BUSINESS VALUE MANAGEMENT: ECONOMIC METHODS FOR ASSESSING THE VALUE OF A COMPANY

*Bittiev M.H., student, Peter the Great Polytechnic University (SPbPU),
St. Petersburg, Russia*

*Mayantsev V.S., student, Peter the Great Polytechnic University (SPbPU),
St. Petersburg, Russia*

*Murzin S.A., student, Peter the Great Polytechnic University (SPbPU),
St. Petersburg, Russia*

Abstract. The article examines the key features of the Russian business valuation model based on a combination of traditional balance sheet indicators and modern value-based methods. The urgency of the scientific problem is due to the increasing competition for investment resources in the domestic capital market and the need to increase transparency, predictability and efficiency of management decisions in the context of macroeconomic instability. The practical significance of the research is due to the fact that in modern Russian practice there is a parallel coexistence of traditional accounting guidelines and elements of the value paradigm, which requires theoretical understanding and practical adaptation of foreign approaches to the national context. The article describes the evolution of approaches to the concept of business value, reflecting the transition from accounting and balance sheet guidelines to concepts based on the assessment of future cash flows and the economic efficiency of capital use, examines the main economic models of business valuation, including methods of discounted cash flows (DCF), economic value added (EVA), market multipliers and models residual profit. Special attention is paid to the analysis of the application of these models in Russian practice, taking into account institutional features. The scientific result of the study was the justification of the need to develop an internal value assessment system in Russian practice, including the disclosure of forecast and non-financial indicators, as well as the formalization of the calculation of business value drivers. The conclusion is made about the expediency of a gradual transition to a cost-based management model that ensures a stable positioning of companies in the capital market.

Keywords: cost, company value, company valuation, market value.

JEL classification: G32, G34, F21.

Для цитирования: Биттиев М.Х., Маянцев В.С., Мурзин С.А. Управление ценностью бизнеса: экономические методы оценки стоимости компании // Прогрессивная экономика. 2025. № 5. С. 65–75. DOI: 10.54861/27131211_2025_5_65.

Статья поступила в редакцию: 29.24.2025 г. Одобрена после рецензирования: 11.05.2025 г. Принята к публикации: 14.05.2025 г.

For citation: Bittiev M.H., Mayantsev V.S., Murzin S.A. Business value management: economic methods for assessing the value of a company // Progressive Economy. 2025. No. 5. pp. 65–75. DOI: 10.54861/27131211_2025_5_65.

The article was submitted to the editorial office: 29/04/2025. Approved after review: 11/05/2025. Accepted for publication: 14/05/2025.

Введение

Постоянное усложнение бизнес-среды, а также нарастающее внимание к устойчивому развитию требуют переосмысления ключевых ориентиров корпоративного управления. В фокусе современных стратегических решений всё чаще оказывается не только максимизация прибыли, но и создание рыночной стоимости, способной отражать как финансовые, так и нефинансовые характеристики компании. При этом, оценка стоимости бизнеса выходит за пределы бухгалтерской отчётности, требуя использования комплексных экономических методов. Проблематика управления ценностью бизнеса является междисциплинарной, объединяя подходы финансового анализа, стратегического менеджмента и оценки нематериальных активов. Настоящая статья посвящена исследованию современных экономических методов оценки стоимости компании, а также их роли в выработке решений, направленных на устойчивое и долгосрочное развитие бизнеса.

Эволюция концепций управления стоимостью

Эволюция концепций управления стоимостью бизнеса отражает трансформацию от сугубо учетной, бухгалтерской трактовки к многоаспектному, стратегическому подходу, интегрирующему как финансовые, так и нефинансовые показатели. Первоначально стоимость бизнеса отождествлялась со стоимостью активов, представленных в бухгалтерском балансе. В рамках данной парадигмы предприятие рассматривалось как имущественный комплекс, состоящий из зданий, оборудования, сырья, оборотных средств и т.п. Оценка его стоимости сводилась к определению суммы материальных активов, обладающих полезностью и подлежащих купле-продаже. Согласно материалам научной статьи О.В. Аскановой и А.В. Карпенко, подход к определению стоимости как совокупности ресурсов, вовлечённых в производственный процесс, преобладал в классической экономической науке XVIII–XIX веков, и ему соответствовала трудовая теория стоимости, восходящая к работам У. Петти, А. Смита, Д. Рикардо и К. Маркса [2].

Ключевым этапом в отходе от активориентированного подхода стало признание того, что рыночная стоимость компании может существенно превышать ее балансовую стоимость за счёт наличия нематериальных (неосязаемых) активов. Сдвиг в понимании природы стоимости бизнеса произошёл во второй половине XX века, когда Ф. Модильяни и М. Миллер доказали, что стоимость фирмы определяется исключительно её способностью генерировать будущие денежные потоки, а не источниками финансирования [10]. Переход от представления о стоимости бизнеса как

суммы активов к её интерпретации через призму ожидаемых доходов стал результатом фундаментального переосмысления природы капитала и его продуктивности. Развивая доходный подход к оценке бизнеса, М. Гордон и А. Шапиро предложили модель, получившую широкое распространение как модель дисконтирования дивидендов (Dividend Discount Model, DDM). М. Гордон и А. Шапиро предложили практический инструмент для расчета стоимости акционерного капитала (value of stock) на основе текущих дивидендных выплат и ожидаемых темпов их роста (1):

$$Value\ of\ Stock = \frac{EDPS}{CCE - DGR} \quad (1)$$

где EDPS – это ожидаемые дивиденды на акцию; CCE – стоимость собственного капитала, а DGR – темп роста дивидендов. Дальнейшее развитие концепции стоимости связано с работами У. Шарпа, Д. Линтнера и Я. Моссина, которые разработали модель оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Модель оценки доходности финансовых активов стала ключевым элементом теории инвестиционного выбора и управления портфелем, поскольку позволяла рассчитывать требуемую доходность актива в зависимости от его систематического риска (бета-коэффициента) и тем самым формировать обоснованные ожидания относительно справедливой цены капитала (2):

$$ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f) \quad (2)$$

где ER_i – ожидаемая отдача от инвестиций; R_f – безрисковая ставка; β_i – коэффициент чувствительности актива к изменениям рыночной доходности; $(ER_m - R_f)$ – премия за рыночный риск.

Модель CAPM расширила инструментарий анализа, позволив перейти от частной оценки конкретной компании к стратегическому сопоставлению рисков и доходностей на уровне портфеля. Данная модель получила широкое распространение на фоне активного развития фондовых рынков, так как её инструментальной позволял ликом и инвестором соотносить текущую рыночную цену акции с её фундаментальной внутренней стоимостью, выраженной через ожидаемую доходность [2]. Таким образом, в центре оценки впервые оказались не активы как таковые, а будущие выгоды, которые эти активы способны приносить. Стоимость бизнеса является отражением рыночных ожиданий относительно его будущей доходности, устойчивости и способности к созданию добавленной стоимости.

Эволюция понимания категории «стоимость бизнеса» оказала определяющее влияние на формирование и развитие концепций управления стоимостью. Изначально управление компанией ориентировалось преимущественно на показатели бухгалтерской отчётности – прибыль, выручку, балансовую стоимость активов. В такой логике стоимостное

управление воспринималось как производная от текущих операционных результатов. Иными словами, в условиях преобладания активориентированного подхода управление компанией сводилось, по сути, к сохранению и наращиванию её имущественной базы, то по мере утверждения доходного подхода изменилась сама логика управленческих решений. Стоимость перестала восприниматься как результат прошлого накопления ресурсов – она стала рассматриваться как функция эффективности использования этих ресурсов в будущем. Изменение парадигмы стало причиной создания принципиально новых моделей корпоративного управления, ориентированных не на формальное увеличение балансовых показателей, а на целенаправленное формирование устойчивого потока экономических выгод для собственников капитала. Именно так возникла концепция Value-Based Management (управления, основанного на ценности), в которой целью деятельности становится не просто прибыль или рост объёмов, а именно увеличение стоимости бизнеса в глазах инвесторов, акционеров и других заинтересованных сторон [1].

Значительный вклад в развитие концепции управления ценностью внёс А. Дамодаран, систематизировавший экономические методы оценки. Ключевым методологическим инструментом выступает модель дисконтированных денежных потоков (DCF), которая в общем виде записывается следующим образом (3):

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (3)$$

где V – это стоимость компании, CF_i – ожидаемый свободный денежный поток в прогнозном периоде i , n – горизонт планирования, а r – ставка дисконтирования [8].

Свободный денежный поток определяется по формуле (4) и рассчитывается как сумма чистой операционной прибыли компании после уплаты налога на прибыль (NOPAT) и амортизации (A) за вычетом прироста оборотного капитала (ΔNWC) и капитальных затрат ($CapEx$):

$$CF = NOPAT + A - \Delta NWC - CapEx \quad (4)$$

Требуемая доходность собственного капитала обычно рассчитывается по модели CAPM, представленной формулой (2), а ставка дисконтирования определяется как средневзвешенная стоимость капитала WACC по формуле (5):

$$WAC = R_e * \frac{E}{E+D(1-T)} + R_d(1-T) * \frac{D}{E+D(1-T)} \quad (5)$$

где R_d – это стоимость заемного капитала, E и D соответственно стоимости собственного и заемного капитала, T – ставка налога на прибыль.

А. Дамодаран интегрировал различные методы оценки стоимости компании в целостную управленческую систему, где инструменты анализа приобретают прикладное значение в стратегическом контексте. Суть подхода состоит в том, что каждый элемент оценки превращается в управляемый параметр. Например, если стоимость компании определяется через модель дисконтированных денежных потоков (DCF), то каждый её компонент становится объектом внимания менеджмента, а управленческие решения принимаются с учётом их влияния не на бухгалтерскую прибыль, а на долгосрочную ценность для инвесторов [5]. На практике это проявляется следующим образом. Если компания планирует запуск нового продукта или выход на новый рынок, модель оценки стоимости позволяет просчитать, как изменится поток будущих доходов и как это повлияет на общую стоимость бизнеса. Если инвестиции не обеспечивают отдачи выше стоимости капитала (WACC), от них следует отказаться. Если внутренние бизнес-процессы неэффективны, это отражается в снижении маржи и, следовательно, в обесценивании бизнеса.

Российская практика управления ценностью бизнеса

Несмотря на активное развитие управления, основанного на ценности, в российской практике управления стоимостью бизнеса все еще сохраняется устойчивая привязка к балансовой стоимости, что проявляется как на уровне институциональных требований, так и в повседневной управленческой практике [8]. Несмотря на активное внедрение западных методик оценки бизнеса, в российских компаниях доминирует ориентир на показатели бухгалтерского учёта. В частности, стоимость компании зачастую отождествляется с суммой её материальных активов, отражённых в балансе. Данная логика подкрепляется требованиями банков и других кредитных институтов, которые при принятии решений о финансировании ориентируются прежде всего на предоставляемую бухгалтерскую отчётность, а не на оценку будущей доходности бизнеса или его рыночной стоимости [3].

Таким образом, российская практика управления ценностью бизнеса на сегодняшний день представляет собой смешанную модель, в которой элементы современной стоимостной парадигмы, основанной на оценке будущих доходов, интегрируются с традиционными подходами, сохраняющими ориентацию на бухгалтерскую и балансовую стоимость. Такое положение обусловлено рядом институциональных, нормативных и рыночных факторов, оказывающих влияние на выбор экономических методов оценки стоимости компании и их применимость в управленческих решениях.

Несмотря на наличие в российской академической и профессиональной среде представлений о современных экономических подходах к оценке стоимости бизнеса, таких как модели дисконтированных денежных потоков (DCF) и экономической добавленной стоимости (EVA), их широкое и последовательное применение в управленческой практике остаётся ограниченным. Как показывает исследование С.О. Календжяна и Е.Г. Бусыгина, даже в крупном корпоративном секторе, включая государственные

нефтегазовые компании, концепция управления стоимостью пока не получила полноценной реализации. Основные управленческие решения в таких компаниях, как ПАО «Роснефть» и ПАО «Газпром», по-прежнему основываются преимущественно на показателях отчётности, а системы мотивации топ-менеджмента слабо связаны с динамикой рыночной капитализации или приростом стоимости для акционеров [6]. Таким образом, российская практика управления ценностью бизнеса находится на этапе перехода: с одной стороны – сохраняется институциональная инерция в пользу балансового подхода, с другой – усиливается интерес к интеграции современных стоимостных методов в корпоративную политику.

Тем не менее, согласно подходу С.А. Калайды и Х.А. Чупановой, ценностно-ориентированное управление приобретает всё большую популярность в условиях усиливающейся конкуренции за капитал. В российской практике, особенно на фоне ограниченного доступа к международному финансированию, акцент при принятии инвестиционных и стратегических решений смещается в сторону оценки соотношения доходности и риска. Особое значение ценностно-ориентированное управление приобретает для компаний, активно присутствующих на рынке капитала – эмитентов акций и корпоративных облигаций [5]. Именно для таких субъектов становится принципиально важным не только соблюдение формальных требований по раскрытию финансовой отчётности (что, безусловно, остаётся основным ориентиром для российских регуляторов и инвесторов), но и демонстрация способности компании генерировать устойчивые денежные потоки в перспективе. Инвесторы, особенно институциональные, всё чаще ориентируются на долгосрочную ценность бизнеса, а не только на текущую прибыльность [9].

Ярким примером эффективной интеграции зарубежных стоимостно-ориентированных практик в российскую корпоративную среду является кейс лизинговой компании «Европлан», которая в преддверии первичного публичного размещения акций (IPO) в марте 2023 года представила структурированную публичную отчетность, отражающую применение концепции управления стоимостью бизнеса. Финансовая отчетность компании была направлена на демонстрацию устойчивости ключевых показателей, включающих прирост лизингового портфеля (рис. 1), а также величины чистой прибыли (рис. 2).

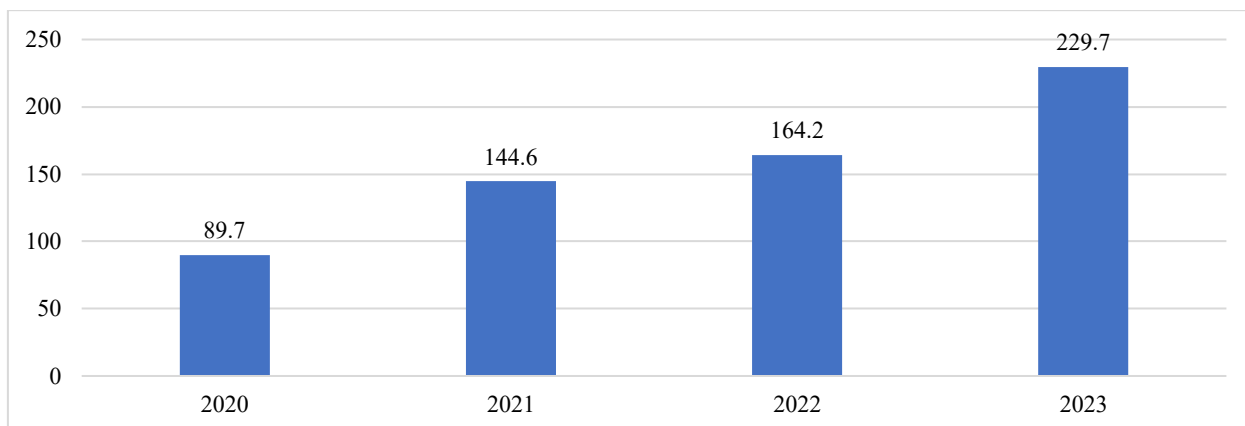


Рис. 1. Динамика лизингового портфеля лизинговой компании «Европлан», млрд рублей

Источник: составлено авторами по данным [7]

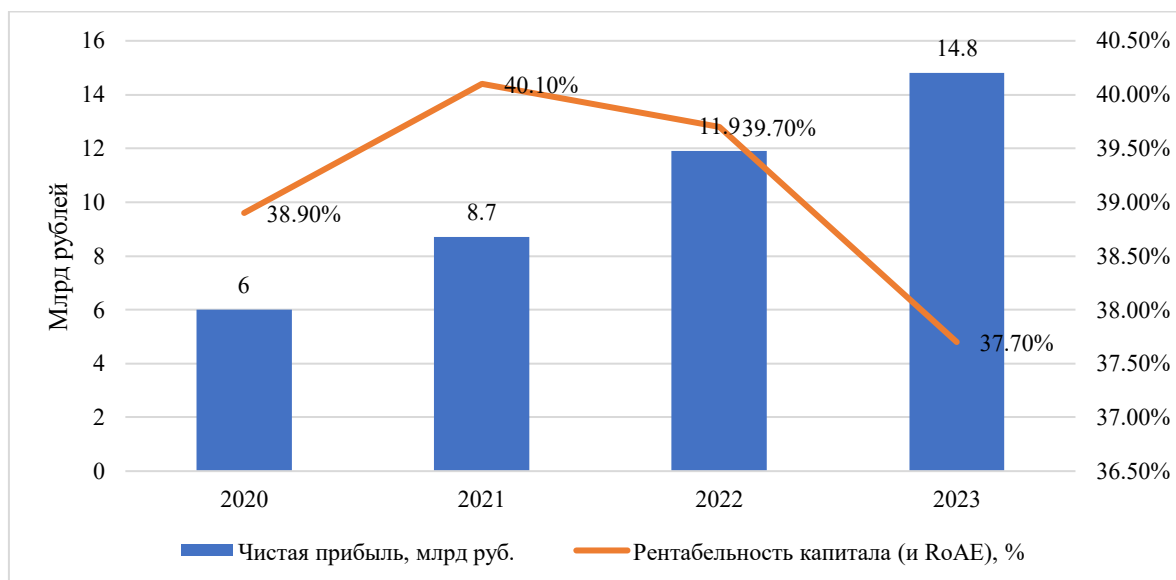


Рис. 2. Динамика финансовых показателей лизинговой компании «Европлан»

Источник: составлено авторами по данным [7]

Анализ данных отчетности указывает на высокую степень прозрачности бизнес-модели и позволяет судить способности генерировать стабильные денежные потоки, что соответствует принципам ценностного подхода, принятым в международной практике корпоративного управления. В процессе размещения акций в рамках первичного публичного предложения компания «Европлан» привлекла 120 000 000 рублей акционерного капитала, что отражено в бухгалтерской отчетности. Однако для понимания реальной динамики стоимости бизнеса необходимо обратиться к показателям рыночной капитализации, которые демонстрируют восприятие компании со стороны инвесторов и отражают стоимостной потенциал, основанный на будущих ожиданиях (рис. 3). Капитализация в 1 квартале 2024 года составила 114,2 млрд рублей, на 9,2 млрд превысив показатель 2023 года.

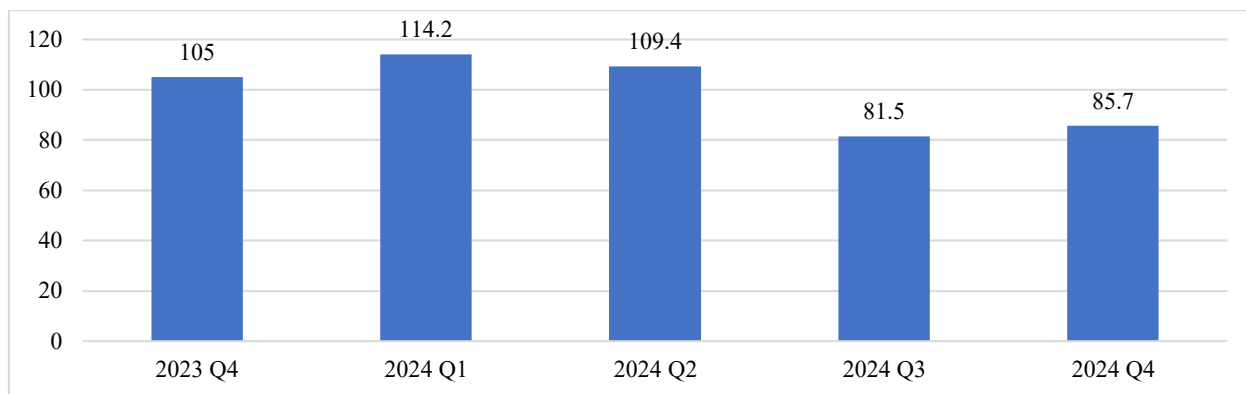


Рис. 3. Рыночная капитализация лизинговой компании «Европлан», млрд. рублей

Источник: составлено авторами по данным [4]

Но несмотря на успешное размещение и устойчивую финансовую динамику, в частности, рост чистой прибыли на 24% и рентабельность собственного капитала на уровне 40%, к концу 2024 года рыночная капитализация снизилась до 85,7 млрд рублей. Данная коррекция во многом может быть связан с ростом ключевой ставки, повышение которой повысила доходность низко рискованных инструментов таких как банковские депозиты. Рост процентной ставки, как было показано ранее, приводит к снижению дисконтированных денежных потоков, на которых основана оценка акций по модели DCF, и как следствие – к падению рыночной капитализации.

Несмотря на успешную реализацию стратегии управления стоимостью, устойчивую рентабельность и положительную динамику финансовой отчетности, компания «Европлан» столкнулась с рядом рыночных ограничений, характерных для условий повышенной волатильности. Среди ключевых факторов – высокая чувствительность к изменениям макроэкономической политики, прежде всего уровню процентных ставок, а также переоценка краткосрочных ожиданий со стороны инвесторов после размещения. Таким образом, на основании анализа кейса компании «Европлан», можно сделать вывод, что успешная реализация стоимостной стратегии и выход на IPO не гарантируют стабильного роста капитализации в среднесрочной перспективе. На стоимость бизнеса оказывают значительное влияние такие внешние факторы, как уровень ключевой процентной ставки, доступность капитала, изменения в регулировании и поведенческие реакции инвесторов.

В свете выявленных ограничений ключевыми направлениями развития внутренней системы оценки стоимости бизнеса представляются меры, направленные на повышение информационной прозрачности и формализацию управленческих метрик. В частности, приоритетным становится расширение раскрытия нефинансовых и прогнозных показателей в рамках корпоративной отчетности. Такие данные, как ожидаемый рост выручки, планируемые капитальные вложения, сценарные расчёты устойчивости бизнеса и т.д. позволяют инвесторам формировать более взвешенное и долгосрочное

представление о ценности компании, выходя за пределы традиционной отчётной модели.

Дополнительно важным направлением является формализация расчёта ключевых драйверов стоимости, включая свободный денежный поток (Free Cash Flow), стоимость капитала (WACC) и качественные параметры активов (например, уровень просроченной задолженности или доходность новых проектов). Институционализация таких оценок необходима для повышения доверия со стороны внешних стейкхолдеров, а размещение и регулярное обновление таких показателей в публичном пространстве позволяет повысить достоверность рыночных оценок и, в долгосрочной перспективе, сократить чувствительность капитализации к внешним шокам, таким как изменение ключевой процентной ставки или валютной конъюнктуры. Хотя устранить влияние макроэкономических факторов полностью невозможно, структурное раскрытие информации, ориентированной на будущую доходность, смещает фокус инвесторов с краткосрочных рыночных настроений на фундаментальные параметры, отражающие реальную способность бизнеса создавать стоимость. Именно в этом заключается стратегическая роль ценностно-ориентированного управления в устойчивом развитии российской корпоративной модели.

Заключение

В процессе исследования автором было выявлено, что в отечественной корпоративной среде продолжает доминировать смешанная модель оценки стоимости, в которой современные стоимостные подходы (DCF, EVA и др.) лишь частично интегрированы в управленческую практику, что объясняется как институциональной инерцией, так и особенностями нормативно-правового регулирования. На основе кейс-стади выявлено, что даже при наличии благоприятных внутренних факторов (устойчивого роста прибыли, высокой рентабельности и прозрачной отчетности) рыночная стоимость компании может демонстрировать волатильность, обусловленную макроэкономическими условиями.

Таким образом, российская модель управления стоимостью бизнеса характеризуется переходным состоянием: с одной стороны, усиливается интерес к интеграции международных подходов, ориентированных на будущую доходность и долгосрочную стоимость; с другой – сохраняются ограничения, связанные с доминированием бухгалтерской логики, высокой чувствительностью к макроэкономической политике и недостаточной зрелостью фондового рынка. Таким образом, развитие внутренней системы оценки стоимости бизнеса в российской практике должно опираться на расширение раскрытия нефинансовых и прогнозных показателей, а также формализацию расчёта ключевых драйверов стоимости, таких как свободный денежный поток, стоимость капитала и качество активов. Публикация расширенных позволит снизить волатильность капитализации под влиянием макроэкономических факторов, в частности – изменения процентной ставки. В целом, расширение стандартов раскрытия информации в российской

практике позволит создать основу для перехода от бухгалтерской логики к долгосрочному стоимостному подходу в управлении бизнесом.

Литература

1. Арехина И.А. Эволюция концепций управления стоимостью компании: от экономической прибыли к стратегическим драйверам роста // Вестник евразийской науки. 2025. Т. 17. № 1. URL: <https://esj.today/PDF/60FAVN125.pdf>.
2. Асканова О.В., Карпенко А.В. Эволюция подходов к осознанию сущности понятия стоимости бизнеса и ее оценки // Общество: политика, экономика, право. 2010. №2. С. 38–42.
3. Гузовский Я.Е. Актуальность применения концепции управления стоимостью компании (VBM) для российских компаний // Вестник Московской международной академии. 2022. №2. С. 93–95.
4. Европлан (LEAS) капитализация МСФО (годовые значения) // URL: <https://investfunds.ru/stocks/Europlan-LC/>.
5. Калайда С.А., Чупанова Х.А. Теоретические основы формирования категории «стоимость компании» и современные практические аспекты ценностно-ориентированного управления // Экономика, предпринимательство и право. 2024. Т. 14. № 6. С. 3243–3262.
6. Календжян С.О., Бусыгин Е.Г. Применение концепции управления стоимостью в российских нефтяных компаниях // Креативная экономика. 2021. Т. 15. № 4. С. 1459–1482.
7. Отчёты и прогнозы // Европлан. URL: <https://europlan.ru/investor/reports>.
8. Рожковский А.Л. Концепция управления стоимостью компании: теория, методология и практика в свете современных тенденций организационного дизайна: моногр. М.: ИНФРА-М, 2018. 276 с.
9. Таквель В.В. Потенциал юаневых корпоративных облигаций на российском фондовом рынке // Прогрессивная экономика. 2024. № 11. С. 28–38.
10. Титов В.А., Долгополов А.А. Взаимозависимость структуры капитала и стадии жизненного цикла производственной компании // Фундаментальные исследования. 2014. № 6–5. С. 1018–1022.