Иванова Инна Григорьевна. Особенности оценки инвестиционной стоимости предприятий в условиях неопределенности : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Краснодар, 2006.- 197 с.: ил. РГБ ОД, 61 06-8/4675

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1, Теоретические основы определения инвестиционной стоимости предприятий в условиях неопределенности 14

1.1. Концептуальные подходы к определению стоимости предприятия 14

1.2. Понятие инвестиционной стоимости предприятия 31

1.3. Условия неопределенности и их учет при оценке инвестиционной стоимости предприятия 39

1.4. Факторы, влияющие на определение инвестиционной стоимости предприятий в российской экономике ..58

Глава 2. Методические основы определения инвестиционной стоимости предприятий в условиях неопределенности 79

2.1. Анализ основных методических подходов к определению инвестиционной стоимости предприятий 79

2.2. Методы оценки инвестиционной стоимости в условиях неопределенности 99

2.3. Обоснование ставки дисконтирования 126

2.4. Модель определения инвестиционной стоимости предприятия 136

Заключение 146

Список использованной литературы 154

Приложения „ 167

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Развитие рыночных отношений в российской экономике, реформирование финансовой системы, коснувшееся, в первую очередь, ее основного звена - финансов предприятий, преобразование отношений собственности в ходе приватизации, формирование финансового рынка, переход к новой модели инвестирования и другие процессы, сопровождающие рыночное переустройство российского хозяйства, предопределили формирование объективной потребности в развитии теории инвестиционной стоимости предприятия и разработке ее методических основ. Задачи в этой области осложняются тем, что в силу существенной специфики становления рыночных отношений в России подходы, выработанные научной мыслью Запада, не могут быть использованы без тщательного анализа их применимости *в*российских условиях.

Потребность в оценке стоимости предприятий возникла в нашей стране с момента начала экономических реформ и процесса приватизации государственных предприятий. Основным заказчиком оценки являлось государство, которое также действовало в качестве основного субъекта оценки. По мере становления рыночных отношений и расширения сферы оценочной деятельности совершенствовались теоретические и методические основы оценки имущественных комплексов; помимо затратного подхода, получившего преимущественное распространение на начальном этапе экономических преобразований, в российской практике стали активнее использоваться и иные оценочные подходы, апробированные мировой практикой - рыночный и доходный. Однако развитие теории, методики, а также практики процесса оценки коснулось в основном проблем оценки рыночной стоимости предприятий.

Между тем с формированием рынка собственности сложилась потребность в оценке возможности приобретения долей в собственном капитале, в проведении оценочных работ, позволяющих определить эффективность

4 инвестирования в тот или иной объект, принятии оптимальных решений в отношении привлечения заемного капитала, изменений параметров политики компании в области ассортимента продукции или услуг с учетом повышенных рисков, присущих реформируемой экономике России.

Эти обстоятельства актуализировали задачи качественной профессиональной оценки не только рыночной, но, прежде всего, инвестиционной стоимости, которая является наилучшим критерием эффективности капиталовложений, позволяющим принять верное решение с учетом всех сторон финансово-хозяйственной деятельности объекта инвестиций, что предопределяет необходимость разработки теоретических подходов и методического инструментария оценки инвестиционной стоимости предприятий в условиях динамичных изменений экономической среды.

**Степень разработанности проблемы.**Теоретические и методические основы оценки стоимости предприятий исследовались многими отечественными и зарубежными учеными. В разработку концепций стоимости, послуживших основой формирования теории стоимости предприятий, значительный вклад внесли фундаментальные труды П. Буагильбера, Э. Бем-Баверка, Л. Вальраса, У. Джевонса, Дж. Кларка, Т. Мальтуса, Дж. Милля, Ф. Модильяни, К. Маркса, К. Менгера, А. Маршалла, У. Пегги, В. Парето, Д. Риккардо, А. Смита, Н. Сениора, Дж, Уильямса, И. Шумпетера и др.

Большое значение для диссертационного исследования имели работы зарубежных ученых в области оценки стоимости предприятий: Д, Бишопа, Ф. Блэка, Р. Брэйли, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, М. Миллера, М. Модильяни, Дж. Мурина, Ш. Пратта, Б. Пети, Р. Райли, С. Росса, К. Ферриса, Дж. Фридмана, М. Шоулза, У. Шарпа, Ф. Эваиса. Они заложили основы теории оценки бизнеса, обозначили основные подходы и методы оценки стоимости предприятий в условиях развитой рыночной экономики.

Существенное влияние на развитие теории, методологии и методического аппарата оценки стоимости предприятий, в том числе и инвестиционной стоимости, оказали работы таких известных российских ученых и

5 специалистов, как С. Базоев, И. Бланк, Г. Булычева, С. Валдайцев, С. Грибовский, В. Григорьев, А. Грязнова, В. Демшин, В, Есипов, Л. Игонина, Л. Козырев, А. Ковалев, Ю. Козырь, Е. Колбачева, Р. Кащеева, Г. Микерин, В. Рутгайзер, В. Сычева, Г. Сычева, М. Федотова и др.

Следует отметить, что указанные исследователи в своих трудах наибольшее внимание уделяют проблемам оценки рыночной, а ие инвестиционной стоимости предприятий, имеющей свои особенности.

Изучение работ по рассматриваемой проблематике позволило также сделать вывод о том, что работы зарубежных специалистов по оценке инвестиционной стоимости бизнеса, несмотря на большую научную и прикладную значимость, нуждаются в адаптации к современным российским условиям, а исследования отечественных ученых, начавшие публиковаться лишь в конце прошлого десятилетия, характеризуются отсутствием единого подхода к ее анализу.

Кроме того, по мнению соискателя, явственно обозначилась потребность в теоретическом осмыслении и обобщении тех изменений, которые происходят в связи с модификацией общих подходов и методического инструментария оценки инвестиционной стоимости бизнеса с усилением фактора неопределенности экономической среды, а также выработке предложений по совершенствованию и адаптации методических подходов к оценке инвестиционной стоимости российских предприятий.

Актуальность и недостаточная проработанность ряда аспектов проблемы обусловили выбор темы диссертации, постановку его цели и задачи исследования.

**Цель и задачи исследования.**Целью настоящего исследования является обоснование теоретических подходов и разработка методического инструментария оценки инвестиционной стоимости предприятий в условиях неопределенности рыночной среды с учетом особенностей данного процесса в трансформируемой экономике России.

Достижение указанной цели обусловило необходимость решения

следующих основных задач:

- исследовать концептуальные подходы к определению стоимости  
предприятий;

- уточнить понятие инвестиционной стоимости как одного из видов  
стоимости предприятия, ее место и роль в системе оценки бизнеса, выявить  
ключевые факторы инвестиционной стоимости на основе сравнительного  
анализа инвестиционной я рыночной стоимости;

- обосновать необходимость учета условий неопределенности при определении инвестиционной стоимости предприятий;

- выявить специфику определения инвестиционной стоимости российских  
предприятий на основе анализа факторов, влияющих на ее оценку;

исследовать основные методические подходы к определению инвестиционной стоимости предприятий;

рассмотреть эволюцию современных подходов и методов оценки инвестиционной стоимости предприятий и на основе их сопоставительного анализа обосновать выбор подхода, в наибольшей степени отвечающего целям оценки инвестиционной стоимости предприятия в условиях неопределенности;

изучить методы определения ставки дисконтирования и обосновать выбор метода расчета ставки дисконтирования, позволяющий отразить условия неопределенности;

предложить методические рекомендации по оценке инвестиционной стоимости предприятий в российской экономике, обеспечивающие учет фактора неопределенности рыночной среды, разработать и апробировать модель определения инвестиционной стоимости предприятия.

**Объектом исследования**в дайной диссертационной работе являются инвестиционная стоимость предприятия как особый вид стоимости и экономическое содержание процесса ее оценки.

**Предметом исследования**служат экономические отношения, возникающие в процессе формирования **и**оценки инвестиционной стоимости предприятия, а также теоретические и методические подходы, необходимые

**7**для адекватной оценки последней в условиях неопределенности, в том числе в современных российских условиях.

**Теоретической и методологической основой**диссертационного исследования послужили фундаментальные классические концепции, представленные в трудах отечественных и зарубежных ученых в области экономики и финансов, реализующих концептуальные подходы к анализу проблем стоимости и различные аспекты оценки стоимости предприятии.

В процессе исследования были использованы положения теорий стоимости, финансового менеджмента, теории оценки, теории переходной экономики.

**Инструмен гарно-методический аппарат работы. В**основу исследования поставленной проблемы и решения задач положены общенаучные методы познания экономических явлений и процессов: диалектический, системный анализ, эмпирическое исследование (наблюдение, сравнение, измерение), моделирование. При обосновании теоретических положений и аргументации выводов использовались методы: финансового, инвестиционного, экономико-математического, статистического анализа, экспертных оценок и прогнозирования.

**Информационно-эмпирическую базу исследования**составили статистические данные, опубликованные в экономической литературе, периодической печати, информационные, аналитические, методические материалы и экспертные оценки российских и зарубежных информационно-статистических агентств, оценочных и консалтинговых организаций, первичная финансовая отчетность компаний, собственные расчеты соискателя. Нормативно-правовая база исследования представлена федеральными законами, постановлениями Правительства Российской Федерации, нормативными и инструктивными актами Российской Федерации, зарубежных стран и международных организаций в сфере оценочной деятельности, ресурсы Интернет.

**Рабочая гипотеза диссертационного исследования**исходит из характеристики инвестиционной стоимости как ожидаемой стоимости объекта оценки, привлекательность которого определяется перспективами доходности с учетом неопределенности и риска для конкретного инвестора, действующего в соответствии с принципами предельной полезности, ожидания, наилучшего и наиболее эффективного использования. В свою очередь, формирование профессиональной оценки требует разработки методических рекомендаций по оценке инвестиционной стоимости предприятий, обеспечивающих учет высоких рисков российской экономики.

**Работа выполнена**в соответствии с пунктом 7.6 «Методологические основы определения стоимости различных объектов собственности в условиях неопределенности»: Финансы, денежное обращение и кредит Паспорта специальностей ВАК.

**Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту.**

1. Концептуальной основой формирования современных подходов к оценке инвестиционной стоимости предприятия является маржин ал истекая теория предельной полезности, обосновывающая зависимость стоимости от величины предельных доходов и предельных затрат. Инвестиционная стоимость предприятия представляет собой стоимость предприятия как инвестиционного товара, вложение в который осуществляется с целью получения дохода в будущем. Ее можно определить как ожидаемую стоимость объекта оценки, привлекательность которого определяется перспективами доходности с учетом неопределенности и риска для конкретного инвестора, действующего в соответствии с принципами предельной полезности, ожидания, наилучшего и наиболее эффективного использования. Основными функциями инвестиционной стоимости являются: обоснование эффективности управленческих решений; выбор наиболее эффективного инвестиционного проекта и функция оценки эффективности действующего бизнеса.

2, Учет условий неопределенности и риска при оценке инвестиционной

**9**стоимости предполагает выявление соотношения указанных категорий. Риск и неопределенность тесно связаны друг с другом, но они не тождественны. Неопределенность связана с неполноценностью или непрочностью информации об условиях реализации проекта, в том числе связанных с ним затрат и полученных результатов. Риск характерен для экономических систем с массовыми событиями и может быть определен количественно с определенной степенью достоверности. Неопределенность может трансформироваться в измеримый риск при определенных условиях, таким образом, риск в отличие от неопределенности измерим.

3. Современный этап развития рыночной экономики характеризуется  
возрастанием роли факторов, влияющих на определение инвестиционной  
стоимости предприятий в российской экономике. В составе указанных  
факторов можно выделить: факторы, обусловленные объективным процессом  
глобализации и вхождения России в состав мировой хозяйственной системы  
(развитие информационных технологий; унификация схем делового оборота,  
подходов и стандартов в оценочной деятельности; рост конкуренции между  
массой мелких производителей и их ассоциациями; масштабы и направления  
потоков иностранных инвестиций), макроэкономические факторы  
(инвестиционные риски; экономическая и политическая ситуация в стране;  
степень развития инвестиционных и финансовых рынков; инфляционные  
процессы) и микроэкономические факторы (качество менеджмента, фактор  
продукта, рентабельность инвестиций, перспективы развития).

4. Сопоставление известных оценочных подходов и анализ степени их  
соответствия задачам оценке инвестиционной стоимости предприятий в  
динамично меняющейся среде показали, что классические методы в своем  
оригинальном виде не позволяют дать адекватную оценку инвестиционной  
стоимости предприятия. Кроме того, определение инвестиционной стоимости  
компании, действующей в развивающейся стране или в стране с переходной  
экономикой, требует учета повышенных рисков, характерных для  
формирующихся рынков, что определяет необходимость модификации

**10**традиционных оценочных методов. Оценка инвестиционной стоимости предприятия должна основываться на анализе доходообразующих факторов стоимости и учитывать высокую степень неопределенности получения будущих доходов. С этих позиций из традиционных методов оценки в наибольшей степени целям оценки инвестиционной стоимости соответствуют методы доходного подхода. Сущностью данного подхода является определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования предприятия и его возможной продажи в будущем.

1. Исследование способов оценки инвестиционной стоимости предприятий позволило установить, что наиболее широко применяемым в рамках доходного подхода является метод дисконтирования денежного потока, позволяющий оценить будущий потенциал предприятия. Данный метод является наиболее приемлемым с позиций инвестиционного выбора, он может использоваться для оценки действующего бизнеса, генерирующего денежные потоки. Вместе с тем для оценки инвестиционной стоимости предприятия целесообразно использовать и модель опционного ценообразования, которая дает возможность обосновать инвестиционные решения под углом зрения получения дополнительных выгод или уменьшение потерь. В этом плане метод опционов дополняет метод дисконтированных денежных потоков, нивелируя его недостатки и позволяя выбрать наиболее эффективные задачи управленческих решений.
2. Применение метода дисконтированного денежного потока предполагает определение размера ставки дисконтирования. Ряд используемых в практике оценки инвестиционной стоимости методов (расчет средневзвешенной стоимости капитала компании, модель оценки капитальных активов и модель арбитражного ценообразования) более соответствуют целям оценки рыночной стоимости бизнеса, поскольку опираются на статистику рыночных показателей. Для целей оценки инвестиционной стоимости целесообразно использовать кумулятивную модель, которая позволяет учесть больший спектр рисков инвестиционных вложений, связанных, как с факторами общего для экономики

и отрасли характера (систематические риски), так и с функционированием объекта (несистематические риски).

7. С учетом результатов сопоставительного анализа современных подходов и методов оценки инвестиционной стоимости и обоснования выбора подхода, в наибольшей степени отвечающего целям оценки инвестиционной стоимости предприятия в условиях неопределенности, разработана модель оценки инвестиционной стоимости с помощью метода дисконтированных денежных потоков и опционного метода в синтезе со сценарно-вероятностным подходом.

**Научная новизна диссертационной работы**состоит в обосновании концептуальных подходов и методического инструментария оценки инвестиционной стоимости предприятий в условиях неопределенности, а таюке разработке методических рекомендаций по оценке инвестиционной стоимости отечественных предприятий с учетом высоких рисков российской экономики.

Приращение научного знания, полученное в работе, представлено следующими элементами:

уточнено понятие инвестиционной стоимости как: ожидаемой стоимости объекта оценки, привлекательность которого определяется перспективами доходности с учетом неопределенности и риска для конкретного инвестора, действующего в соответствии с принципами предельной полезности, ожидания, наилучшего и наиболее эффективного использования;

определены функции инвестиционной стоимости: функция обоснования эффективности управленческих решений; функция выбора наиболее эффективного инвестиционного проекта; функция оценки эффективности действующего бизнеса;

- выявлена специфика процесса оценки инвестиционной стоимости  
предприятий в современных российских условиях на основе выделения  
воздействующих на нее факторов: факторы, обусловленные объективным  
процессом глобализации и вхождения России в состав мировой хозяйственной  
системы (развитие информационных технологий; унификация схем делового  
оборота, подходов и стандартов в оценочной деятельности; рост конкуренции

**12**между массой мелких производителей и их ассоциациями; масштабы и направления потоков иностранных инвестиций), макроэкономические факторы (инвестиционные риски; экономическая и политическая ситуация в стране; степень развития инвестиционных и финансовых рынков; инфляционные процессы) и микроэкономические факторы (качество менеджмента, фактор продукта, рентабельность инвестиций, перспективы развития);

на основе анализа трансформации традиционных подходов к оценке инвестиционной стоимости предприятий проведена систематизация существующих оценочных методов и дана их сравнительная характеристика, в результате чего определена адекватность последних российским условиям и доказана необходимость применения для оценки инвестиционной стоимости предприятий методов доходного подхода, которые, в отличие от методов сравнительного и затратного подходов, учитывают сущностный атрибут инвестиционной стоимости предприятий - потенциальный доход от инвестирования, предполагающий реализацию целей и задач потенциального инвестора.

предложена и апробирована модель определения инвестиционной стоимости предприятия, включающая применение метода дисконтированных денежных потоков и метод опционов в синтезе со сценарно-вероятностным подходом, отличающаяся от существующих тем, что она обеспечивает учет особо высоких рисков и неопределенность рыночной среды в современной российской экономике и получение более достоверных результатов оценки.

Теоретическая и практическая значимость работы. Основные положения и выводы, составляющие новизну диссертации, состоят в концептуально целостном осмыслении процесса оценки инвестиционной стоимости предприятий и развитии теории оценочной деятельности.

Практические рекомендации могут эффективно использоваться при оценке инвестиционной стоимости предприятий финансовыми институтами и профессиональными организациями участников рынка оценки и фондового рынка для определения инвестиционного потенциала предприятия; при анализе

**#**

**13**инвестиционных проектов, оценке рисков, присущих данному бизнесу; а также хозяйствующими субъектами с целью разработки стратегии развития предприятия, повышения эффективности финансового менеджмента.

Ряд положений диссертации может использоваться в преподавании учебных курсов «Финансовый менеджмент», «Оценка бизнеса», «Управление стоимостью компании», «Инвестиции».

**Апробация работы.**Основные положения диссертационного исследования докладывались на международных, всероссийских и региональных научно-практических конференциях, научно-практических семинарах по проблемам оценки стоимости бизнеса. Предложенная в работе методика оценки инвестиционной стоимости предприятий была реализована в практике деятельности отдельных российских компаний,

Результаты исследования отражены в 7 печатных работах общим объемом 3,3 п.л.

**Структура работы.**Структура диссертации отражает логику и специфику авторского подхода к исследованию проблемы. Диссертация состоит из введения, двух глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка использованной литературы и приложений.

## Концептуальные подходы к определению стоимости предприятия

В условиях формирования рыночных отношений в России возникает потребность в оценке стоимости предприятий, основанной на современных методологических подходах. Определение стоимости предприятия является наиболее востребованным направлением в оценке. В последние годы в России начала развиваться теоретическая и практическая деятельность по оценке предприятий, основанная как на отечественном, так и на зарубежном опыте.

Рассматривая концептуальные подходы к определению стоимости предприятий, целесообразно вначале определить фундаментальные характеристики и условия создания теории стоимости в работах известных представителей различных школ экономической науки.

Прежде всего, для полноценного исследования инвестиционной стоимости предприятий необходимо обратиться к теоретическим основам оценки стоимости.

Оценка стоимости является одной из центральных проблем экономической науки, которая изучается учеными-экономистами во все времена, начиная с меркантилистов и классиков и заканчивая нашими современниками.

В экономической теории ничто не порождало так много ошибок и разногласий, как именно неточность и неопределенность смысла, который вкладывается в слово стоимость. В течение XVII - XIX веков сформировались основные концепции экономистов по вопросу о стоимости товаров.

К концу XVII - началу XVIII в., благодаря творчеству У. Петти (Англия) и с появлением трудов П. Буагильбера (Франция) стали формироваться признаки зарождающего меркантилизма нового учения. В трудах этих экономистов были сделаны первые попытки обоснования теории стоимости, выделение роли материального производства, приоритетного значения либеральных принципов хозяйствования в создании национального (не денежного) богатства.

У. Петти попытался выявить природу происхождения стоимости товаров, а также причин, влияющих на уровень их ценности на рынке. Предложенные им трактовки, впоследствии позволили признать его первым автором трудовой теории стоимости. У. Петти основывал свою теорию стоимости на стоимости денег. Он считал, что стоимость определяет то количество денег, которое можно получить за продукт, а стоимость, в свою очередь, может быть выражена через затраты труда на производство серебра и золота.

В одной из них говорится, что стоимость товара создается трудом по добыче серебра и является его «естественной ценой». Их «истинной рыночной ценой» является стоимость товаров, выясненная приравниванием к стоимости серебра. В другой трактовке стоимость товара обусловлена участием в её создании труда и земли. Об этом свидетельствует одно из высказываний, в котором У. Петти утверждает, что «нам следовало бы говорить: стоимость корабля или сюртука равна стоимости такого-то и такого-то количества труда, потому что ведь оба - и корабль, и сюртук - произведены землей и человеческим трудом» .

П. Буагильбер обосновал трудовую теорию стоимости, к пониманию которой он пришел, анализируя механизм ценового отношения между товарами на рынке с учетом количества затраченного труда или рабочего времени. Несмотря на известное несовершенство такой концепции, в основе которой лежит затратный принцип, она для своего времени была, несомненно, прогрессивной, поскольку не исходила из якобы естественной (природной) роли денег в ценообразовании.

Подход меркантилистов к определению стоимости, связывающий стоимость с денежным выражением стоимости на рынке, фактически обуславливает применение в оценке предприятий методов, основанных на сравнительном подходе к оценке.

## Понятие инвестиционной стоимости предприятия

Развитие экономики страны тесно связано с инвестиционным процессом. С появлением возможности приобретения долей в собственном капитале у российских предприятий возникла необходимость в проведении оценочных работ, позволяющих определить тот объем инвестиций, который обеспечит их эффективность и окупаемость. Инвестиций, привлекаемых российскими предприятиями, недостаточно для создания новых производственных линий и модернизации производственных фондов действующих предприятий. От эффективности использования привлеченных финансовых ресурсов зависит уровень инвестиций, в том числе иностранных.

На данном этапе важнейшим аспектом инвестиционного анализа становится качественная профессиональная оценка не только рыночной, но, прежде всего, инвестиционной стоимости.

В настоящее время, основное внимание уделяется оценке рыночной стоимости предприятий, использование оценки инвестиционной стоимости для целей развития бизнеса повышение эффективности инвестиционной политики не имеет достаточного распространения. Российские оценщики полагаются на богатый опыт их зарубежных коллег, где оценка инвестиционной стоимости получила значительное развитие. Некоторые работы ведущих зарубежных авторов (Т. Коупленда, А. Дамодарана, Ш. Пратта и др.) уже переведены на русский языки используются российскими специалистами.

Анализ работ, посвященных непосредственно проблеме оценки инвестиционной стоимости, свидетельствует о том, что многие авторы используют термины инвестиционная стоимость, внутренняя стоимость и фундаментальная стоимость как синонимы. Однако, проанализировав ряд других книг и статей, в которых используются эти термины, мы можем увидеть определенные различия между этими видами стоимостей. Поэтому определим место и роль инвестиционной стоимости в современной системе оценки предприятий, а также ее отличия от других видов стоимостей.

Рассматривая сущность инвестиционной стоимости, мы исходим из того, что это вид стоимости, определяющий стоимость актива для конкретного инвестора. Инвестиционная стоимость в отличие от рыночной, характеризует, прежде всего, привлекательность актива для данного инвестора, с точки зрения перспектив доходности, с учетом принятия предполагаемых управленческих и инвестиционнвгх решений. А так же можно отметить, что инвестиционная стоимость напрямую связана с производственным и финансовым планированием на предприятии.

Отсюда следует, что понятие инвестиционной стоимости предприятия -это ожидаемая стоимость объекта оценки, привлекательность которого определяется перспективами доходности с учетом неопределенности и риска для конкретного инвестора, действующего в соответствии с принципами предельной полезности, ожидания, наилучшего и наиболее эффективного использования.

Инвестиционная стоимость играет ключевую роль при эффективном управлении предприятием. Принятие инвестиционных решений, изменений параметров политики компании в области ассортимента продукции или услуг, в отношении привлечения заемного капитала и других важных аспектов, зачастую невозможно без оценки инвестиционной стоимости предприятия. Расчет и анализ инвестиционной стоимости необходим для обеспечения наиболее эффективного распределения инвестируемых ресурсов.

Для определения отличия инвестиционной стоимости от рыночной обратимся к известной работе по оценке недвижимости1:

Рыночная стоимость может быть названа «стоимостью на рынке», а инвестиционная стоимость - конкретной стоимостью товаров или услуг для конкретного инвестора, исходя из его личных инвестиционных целей.

## Анализ основных методических подходов к определению инвестиционной стоимости предприятий

С развитием процессов глобализации и повышением мобильности капитала растет актуальность оценки компаний. Оценка инвестиционной стоимости основывается на анализе доходообразующих факторов стоимости предприятий. Между тем классические методы в своем оригинальном виде не позволяют дать адекватную оценку инвестиционной стоимости предприятия. Кроме того, определение инвестиционной стоимости компании, действующей в развивающейся стране или в стране с переходной экономикой, требует учета повышенных рисков, характерных для формирующихся рынков, что определяет необходимость модификации традиционных оценочных методов.

Для оценки инвестиционной стоимости предприятий зачастую используется традиционный методический аппарат, основанный на трех основополагающих подходах к определению стоимости предприятий: доходном, затратном и сравнительном (рыночном)1.

Данные подходы определены в международных стандартах оценки, которым соответствуют стандарты оценочной деятельности, принятые в различных странах. Поэтому терминология указанных подходов в документах, регламентирующих оценочную деятельность в различных странах, несмотря на некоторые различия, в общем, отражают единое понимание методического инструментария.

Об этом, в частности, свидетельствуют результаты сопоставления определений основных подходов к оценке стоимости предприятия в 80 соответствии с международными, европейскими и российскими стандартами оценки (таблица 2.1.1).

В практике оценочной деятельности встречаются самые различные ситуации. При этом каждому классу ситуаций соответствуют свои, адекватные только ему подходы и методы. Оценщик не обязан использовать все имеющиеся методы, а может ограничиться лишь теми, которые более всего соответствуют ситуации. Для правильного выбора методов необходимо предварительно классифицировать ситуации оценки с использованием группировки объектов, типа сделки, момента, на который производится оценка, и т. д. (рисунок 2.1.1).

Особо отметим, что каждый подход привносит особую точку зрения на стоимость и её факторы. С позиции доходного подхода наиболее часто рассматриваются будущие прибыли, дисконтированные с целью отражения уровня их относительного риска. В то же время сравнительный подход предполагает стоимость на основе цены, уплаченной за альтернативные инвестиции. Затратный подход устанавливает стоимость, основанную на гипотетической продаже базовых активов предприятия.