

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ИССЛЕДОВАНИЮ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

В статье анализируется развитие теоретических подходов к трактовке инвестиционной стоимости в зарубежной литературе, российскими авторами, в международных стандартах и отечественном законодательстве. На основе анализа доказываемся необходимость перехода в российской практике на более широкую трактовку понятия «инвестиционная стоимость», учитывающую в качестве целей не только инвестиционные, но и операционные цели. Дается авторская классификация операционных целей, которые могут быть приняты во внимание при оценке инвестиционной стоимости.

**Ключевые слова:** инвестиционная стоимость предприятия, оценочная деятельность, инвестиции.

Потребность в оценочной деятельности как самостоятельном виде аналитической деятельности появилась в России с момента возникновения рынка собственности и реальных собственников, обладающих полной самостоятельностью и ответственностью за результаты хозяйственной деятельности. По мере становления рыночных отношений и расширения сферы оценочной деятельности, совершенствовались теоретические и методические основы оценки имущественных комплексов. Согласно ФЗ № 135 от 29 июля 1998 г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», под оценочной деятельностью понимается «профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости» [1].

В связи с переходом на новую степень взаимоотношений в современной российской экономике оценка стоимости бизнеса занимает особое место. Важность этого показателя объясняется рядом факторов, среди них:

- активное проведение операций по купле-продаже предприятий, требующее адекватной оценки стоимости продаваемых предприятий;
- недостоверность отражения в финансовой документации стоимости активов и фондов множества действующих компаний;
- бизнес-планирование, соответствующее мировым нормам, для выхода российских предприятий на международный финансовый рынок.

Исходя из ожиданий инвесторов, точной оценки стоимости бизнеса требуют процессы продажи, покупки, поглощения и слияния. Любое приобретение, в том числе и бизнес, в условиях рыночной экономики рассматривается как источник выгод, извлечение которых необходимо обеспечить владельцу, и обосновывается с точки зрения эффективности инвестирования.

Существует множество определений понятия инвестиционной стоимости. Причинами этого являются следующие факторы:

- относительная новизна понятия «инвестиционная стоимость» в разрезе фундаментальной экономической науки;
- субъективность оценочной деятельности в целом, позволяющая проявлять гибкость в определении самого понятия;
- необходимость постоянного обновления понятийного аппарата и методов оценки вследствие нестабильности на микро- и макроуровнях экономики.

Впервые понятие «инвестиционная стоимость» появилось в трудах зарубежных ученых в середине XX века, что обусловлено тем, что в это время происходит выделение финансового менеджмента как отдельной дисциплины из неоклассической теории финансов. Процесс инвестирования стал рассмат-

---

\* © Кряжева М.А., 2016

Кряжева Мария Александровна (makryazheva@gmail.com), кафедра финансов и кредита, Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королева, 443086, Российская Федерация, г. Самара, Московское шоссе, 34.

риваться не только с позиции инвестора, желающего выгодно разместить денежные средства, но и с точки зрения того участника рынка, который хочет после продажи бизнеса получить ресурсы для дальнейшего распоряжения. Финансовый менеджмент послужил также триггером того, что исследователи постепенно переходили к изучению управления финансовой деятельности фирмы вместо анализа процессов, происходящих на финансовых рынках.

В начале XX века Дж. Уильямс был первым, кто начал исследовать структуру капитала и стоимость источников финансирования. Он обратил внимание на глубинные компоненты стоимости и сформировал понятие «инвестиционная стоимость» в своей диссертации *The theory of investment value* (1937) [2, с. 6]. Дж. Уильямс определил понятие инвестиционной стоимости как текущей стоимости будущих доходов, выраженных в виде дивидендов или процентных платежей.

Дальнейшие исследования, основанные на модели дисконтирования денежных потоков (DCF), разработанной Дж. Уильямсом, заменили понятие инвестиционной стоимости на фундаментальную (внутреннюю) стоимость. Новый вид стоимости показывал текущую стоимость активов предприятия с учетом его финансового состояния. Характерной чертой ее является прогнозный характер, так как основанием для расчетов служат предположения аналитиков о последующем росте предприятия.

«Второе рождение» понятие инвестиционной стоимости получает на момент формирования концепции управления, направленной на формирование стоимости (Value-Based Management – VBM). Исходя из названия, можно понять, что основной целью данной концепции является совершенствование деятельности компании с целью повышения ее стоимости. VBM появилось в США в 80–90-х гг. прошлого века в связи с изменением законодательства, касающегося функционирования фондового рынка и корпоративного права, что привело к усилению роли инвесторов в управлении компанией. Была необходимость в создании концепции, которая позволила бы сформировать такую систему управления компанией, для которой главной целью была максимизация прибыли. Решением этой проблемы стало создание VBM, которая начала широко внедряться в публичные компании. В рамках этой концепции сформировалось общее понятие стоимости бизнеса, включающего в себя несколько видов. Одним из таких видов является инвестиционная стоимость.

Для публичных компаний У. Шарп сформировал такое понятие инвестиционной стоимости, как «стоимость акций компании на данный момент с учетом перспективной оценки уровня цены спроса на них и доходов по ним в будущем» [3, с. 108]. Он указывает, что стоимость рассчитана хорошо информированными и способными аналитиками, а данная величина может быть рассмотрена как справедливая стоимость акций. У. Шарп, в отличие от Дж. Уильямса, принял не будущие доходы, а стоимость акций как предмет оценки. Это было связано с актуальностью применения VBM. Также он делает поправку на уровень спроса на акции в будущем, что позволяет увеличить точность расчета показателя и сделать инвестиционную стоимость более информативным показателем для инвестора.

Совершенствование концепции VBM привело к тому, что ее внедрение стало возможным не только в публичных, но и в непубличных компаниях. В этот момент появляется новое определение инвестиционной стоимости, сформулированное А. Дамодараном, ставшее универсальным для компании с любой организационно-правовой формой. Он рассматривал инвестиционную стоимость как величину:

- определяемую восприятием инвестора;
- обусловленную спросом и предложением оцениваемого актива;
- отражающую текущую стоимость денежных потоков на инвестицию [4, с. 21]

А. Дамодаран пояснил, что показатель зачастую имеет субъективный характер, так как в нем отражаются убеждения аналитика. Он сумел объединить определения, данные У. Шарпом и Дж. Уильямсом, и дать конкретные характеристики инвестиционной стоимости, позволяющие отличить ее от других видов.

В российской практике в связи с достаточно поздним появлением оценочной деятельности как самостоятельного вида деятельности понятие инвестиционной стоимости не имеет аналогичной истории развития. Множество отечественных ученых, исследующих оценочную деятельность, сходятся во мнении относительно определения данного понятия. В таблице 1 приведены подходы к трактовке определения инвестиционной стоимости, сформулированного российскими учеными.

Исследование подходов к определению понятия инвестиционной стоимости, сформулированных российскими учеными, определило, что сущностью трактовки можно считать выгоду для инвестора в соответствии с его целями. В отличие от остальных, трактовка С.В. Валдайцева указывает, что инве-

стиционная стоимость рассчитывается для инвестора в соответствии с наличием информации об активе и возможностями самого инвестора.

Таблица 1

**Подходы к определению инвестиционной стоимости предприятия,  
сформулированные российскими учеными**

Российский ученый	Определения инвестиционной стоимости
Т.И. Теплова	Расчетная оценка выгод от вложения капитала в анализируемый актив (компанию) конкретным инвестором [5, с. 21].
М.А. Федотова	Стоимость, определяемая исходя из доходности объекта для конкретного лица при заданных инвестиционных целях [6, с. 56].
С.В. Валдайцев	Стоимость для конкретного инвестора с конкретной информированностью и деловыми возможностями [7, с. 25].
В.В. Царев	Стоимость для конкретного покупателя, основанная на его обстоятельствах и инвестиционных потребностях [8, с. 52].

В то время как в научной литературе продолжают дискуссии о сущности и факторах формирования инвестиционной стоимости предприятия, нормативно-правовые акты по оценочной деятельности исходят из определенного понимания данной категории. Так, обновленный Международный стандарт оценки (МСО 1-4) устанавливает понятие инвестиционной стоимости как стоимость активов для конкретного или предполагаемого инвестора, рассчитанных в целях совершения частного инвестирования или в других операционных целях [9]. Данный стандарт оценки предполагает, что этот вид стоимости отражает выгоды, прогнозируемые в будущем от владения объектом оценки.

Нормативные документы Российской Федерации регламентируют понятие инвестиционной стоимости как «стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки». [10]

При кажущейся идентичности понятий, принятых в российской и зарубежной практике, существует один ключевой момент, который позволяет говорить о существенном расширении области применения инвестиционной стоимости в Международном стандарте оценки (МСО 1-4). В таблице 2 приведен сравнительный анализ определения инвестиционной стоимости, закрепленный в упомянутых нормативных документах.

Таблица 2

**Сравнительный анализ определения инвестиционной стоимости,  
закрепленный в нормативных документах**

Наименование	Российское законодательство	Международный стандарт оценки (МСО 1-4)
1. Предмет	Объект оценки	Актив
2. Заказчик	Конкретное лицо или группа лиц	Конкретный или предполагаемый инвестор
3. Цель	Инвестиционная цель использования объекта оценки	Частное инвестирование или другие операционные цели

Первые два пункта анализа при различной формулировке имеют абсолютно одинаковое значение, однако третий пункт позволяет говорить о расширении функционала применения инвестиционной стоимости.

Между понятиями инвестиционная цель и инвестирование можно условно поставить знак равенства. Это объясняется тем, что само понятие инвестиций означает размещение ресурсов с целью получения выгод в будущем периоде. Инвестиционная цель – финансовая задача, на которую направлено инвестирование. Такими задачами могут быть:

- Увеличение каналов сбыта;
- Диверсификация активов и производства;
- Перепрофилирование производства;

- Переход на новую организационно-правовую форму;
- Разработка новых стандартов сотрудничества.

Новый МСО 1–4 к описанным выше целям добавляет еще и операционные. Операционная цель – цель, определяющая плановую эффективность реализации основных функций компании. На рисунке представлена классификация операционных целей компании, разделенных на 3 основных направления.



Рис. Классификации операционных целей компании

Исходя из схемы, можно заметить, что инвестиционные и операционные цели близки друг к другу, но имеют различия. Инвестиционная цель прежде всего несет в себе получение выгоды от размещения ресурсов. Операционная цель – повысить эффективность текущей работы предприятия при уже имеющихся фондах.

Международный стандарт оценки рассматривает инвестиционную стоимость не только как показатель уровня инвестиционной привлекательности предприятия для конкретного инвестора, но и как инструмент оценки достижения определенных внутренних целей компании.

Таким образом, в связи с последними изменениями подходов к трактовке инвестиционной стоимости в международных стандартах необходимо уточнение определения, используемого в российском законодательстве и практике. Опираясь на действующие стандарты и исследования ученых, можно сформулировать инвестиционную стоимость как стоимость, определяемую из доходности актива, учитывающую его качественные характеристики, рассчитанную для конкретного инвестора с целью частного инвестирования или анализа эффективности деятельности компании.

### Библиографический список

1. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19586](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586).
2. Williams J.B. The Theory of Investment Value. Burlington, Great Britain, Fraser Publishing Corp., 1997. 593 p.
3. Шарп У.Ф., Александер Г. Дж., Бейли Дж. Инвестиции: пер. с англ. М: ИНФРА-М, 1997. 1024 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2010. 1344 с.
5. Теплова Т.В. Инвестиции. М.: Юрайт, 2012. 724 с.
6. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса: учебник. М.: Финансы и статистика, 2011. 387 с.

7. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие для вузов. М.: ЮНИТИ-Дана, 2001. 720 с.
8. Царев В.В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учебное пособие. М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2007. 575 с.
9. International Valuation Standards Board 2017. International Valuation Standard 104 Bases of Value. Proposed New International Valuation Standards. Exposure Draft, Published June 2016. URL: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/812>.
10. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 255. URL: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70934722>.

## References

1. *Ob otsenochnoi deiatel'nosti v Rossiiskoi Federatsii: Federal'nyi zakon ot 29.07.1998 № 135-FZ* [Concerning Valuation Activities in the Russian Federation: Federal Law dated 29.07.1998 № 135–FZ]. Retrieved from: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19586](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586) [in Russian].
2. Williams J.B. *The Theory of Investment Value*. Burlington, Great Britain, Fraser Publishing Comp., 1997, 593 p. [in English].
3. Sharp U.F., Alexander G.J., Bailey J. *Investitsii: per. s angl.* [Investments: Transl. from English]. M: INFRA-M, 1997, 1024 p. [in Russian].
4. Damodaran A. *Investitsionnaia otsenka. Instrumenty i tekhnika otsenki liubykh aktivov* [Investment valuation. Tools and techniques for valuing any assets]. M: Alpina Publisher, 2010, 1344 p. [in Russian].
5. Teplova T.V. *Investitsii* [Investments]. M.: Izd. Iurait, ID Iurait, 2012, 724 p. [in Russian].
6. Gryaznova A.G., Fedotova M.A. *Otsenka biznesa: Uchebnik* [Business valuation: Textbook]. M.: Finansy i statistika, 2011, 387 p. [in Russian].
7. Valdaytsev S.V. *Otsenka biznesa i upravlenie stoimost'iu predpriatiia: ucheb. posobie dlia vuzov* [Business valuation and enterprise value management: textbook for universities]. M.: IuNITI-Dana, 2001, 720 p. [in Russian].
8. Tsarev V.V. *Otsenka stoimosti biznesa. Teoriia i metodologiya: uchebnoe posobie* [Business valuation. Theory and methodology: tutorial]. M.: IuNITI-Dana, 2007, 575 p. [in Russian].
9. International Valuation Standards Board 2017. International Valuation Standard 104 «Bases of Value». Proposed New International Valuation Standards. Exposure Draft, Published June 2016. Retrieved from: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/812> [in English].
10. *Federal'nyi standart otsenki «Tsel' otsenki i vidy stoimosti (FSO № 2)», utverzhdennyi prikazom Minekonomrazvitiia Rossii ot 20 iul'ia 2007 g. № 255* [Federal standard of valuation «Purpose of valuation and types of value (FSO No. 2)», approved by the Order of the Ministry of Economic Development of Russia dated July 20, 2007 No. 255]. Retrieved from: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70934722/> [in Russian].

**М.А. Кряжева\***

## THEORETICAL APPROACHES OF STUDING INVESTMENT VALUE

The article analyzes the development of theoretical approaches of interpreting investment value in foreign and Russian literature, international standards and domestic legislation. Due to the analysis, the necessity of transition to a broader interpretation of the concept of investment value, taking into account not only investment but also operational goals, is proved in Russian practice. Author's classification of operational goals is given, which can be taken into account during assessing the investment value.

**Key words:** investment value, evaluation activities, investments.

Статья поступила в редакцию 16/IX/2016.  
The article received 16/IX/2016.

---

\* *Kryazheva Mariya Alexandrovna* (makryazheva@gmail.com), Department of Finance and Credit, Samara National Research University, 34, Moskovskoye shosse, Samara, 443086, Russian Federation.