

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Основи наукових досліджень. Марцин В.С. Основи наукових досліджень: Навчальний посібник / Марцин В.С., Міценко Н.Г., Даниленко О.А. та ін. – Л. : Ромус-Поліграф, 2002. – 128 с.
2. Кантаєва О.В., Кузнецова О.В. Проблеми розвитку організації та методики економічного аналізу екологічної та соціальної діяльності підприємств в системі прийняття управлінських рішень в сфері стійкого розвитку / Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. – Вип. 3 (24). – 2012. – С. 215–222.
3. Лізогуб р.П. Впровадження системи гірничо-екологічного моніторингу по об'єктах гірничого виробництва. – 2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.confcontact.com/2013-kachestvo-economichnogo-rozvitku/2_lizogub.htm.
4. Лозинський І.Є. Оптимізація розподілу бюджету між природоохоронними проектами гірничо-збагачувального комбінату [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://econindustry.org/arhiv/html/2009/st_44_27.pdf.
5. Тимошенко Л.В. Економічна ефективність екологізації виробничих процесів на відкритих і підземних розробках залізрудних родовищ : Автореф. дис. ...канд. екон. наук: 08.00.06/ Державний ВНЗ «НГУ». – Дніпропетровськ, 2011. – 19 с.
6. Олійник О.В. Стан економічного аналізу в Україні: проблеми адаптивності до інституційних змін // Міжнародний збірник наукових праць. – Випуск 1(16) – Житомир : ЖДТУ, 2010. – С. 158–169.
7. Постоловский В.В., Добрынин А.Е., Прокопенко В.И. Реструктуризация горно-обогатительных предприятий / В.В. Постоловский, А.Е. Добрынин, В.И. Прокопенко. – Кривой Рог : Минерал, 2000. – 335 с.
8. Офіційний сайт Групи «Метінвест» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.metinvestholding.com>.

УДК 658.015.3(477)

Цыбульская Э.И.

*кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономики предприятия
Харьковского гуманитарного университета
«Народная украинская академия»*

Задорожная А.В.

*магистр
Харьковского гуманитарного университета
«Народная украинская академия»*

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

В статье исследуется сущность и взаимосвязь нестабильности, неопределенности, риска и ущерба. Дана систематизация типов и степеней неопределенности внешней среды, а также видов стратегических установок предприятия в условиях неопределенности и нестабильности. Обосновываются адекватные подходы к оценке стоимости предприятий в условиях нестабильности и неопределенности на основе аппарата теории нечетких множеств.

Ключевые слова: неопределенность, нестабильность, риск, оценка, опционный подход, доходный подход, сценарно-вероятностный подход, теория нечетких множеств.

Цыбульська Е.І., Задорожна А.В. МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

У статті досліджується сутність і взаємозв'язок нестабільності, невизначеності, ризику та збитку. Дана систематизація типів та ступенів невизначеності зовнішнього середовища, а також видів стратегічних установок підприємства в умовах невизначеності та нестабільності. Обґрунтовуються адекватні підходи до оцінки вартості підприємств в умовах нестабільності та невизначеності на основі апарату теорії нечітких множин.

Ключові слова: невизначеність, нестабільність, ризик, оцінка, опційний підхід, дохідний підхід, сценарно-імовірнісний підхід, теорія нечітких множин.

Tsybulskaya E.I., Zadorozhnaya A.V. METHODOLOGICAL ASPECTS OF COST MANAGEMENT OF ENTERPRISE UNDER UNCERTAINTY

The article deals with the nature and interconnection of instability, uncertainty, risk and harm. It was given the systematizm of types and degrees of uncertainty in the external environment and the types of strategic business operations in conditions of uncertainty and instability. Verification of relevant approaches to assessing the enterprise value in conditions of instability and uncertainty on basis of the theory of fuzzy sets.

Keywords: uncertainty, instability, risk, evaluation of the, an optional approach, the income approach, scripted-probabilistic approach, fuzzy set theory.

Постановка проблеми. Трансформація національної економіки України, заключаючися в переході від командно-адміністративної моделі господарювання к риночної, проходить дуже складний, тривалий і болючий шлях. Процеси трансформації супроводжуються скачкообразним наростанням ентропії системи, коли одночасно спостерігаються як наростання хаосу, так і нового порядку в національній економіці. Діалектика процесів хаосу і структуризації порядку порушують рівно-

важність національної економіки. Нерівноважність і наростання хаосу призводить до нестабільності, неопределенності і високим ризикам макросереды, в якій функціонують національні підприємства. В основі ринкової моделі господарювання економіки лежить закон вартості. Степень конкурентоспособності підприємства в ринковій середі визначається величиною його капіталізації. По мірі розвитку ринкових відносин управління вартістю підприємства стає все більш актуальною задачею.

Управление стоимостью предприятий в переходной экономике происходит в очень нестабильной и неопределенной среде, с высокой степенью риска. Оценка стоимости предприятия является основополагающим моментом, а также мерилем эффективности процесса управления хозяйствующим субъектом. Необходимо отметить, что существующие методики оценки не приспособлены к адекватной оценке бизнеса в условиях нестабильности и неопределенности. Поэтому возникает вопрос, какие методы использовать при оценке стоимости предприятия в условиях неопределенности? Ведь неопределенность подразумевает возможность отклонения результата от ожидаемого (или среднего) значения, как в меньшую, так и в большую сторону. То есть возможна как недооценка стоимости, так и ее переоценка. И классические подходы к оценке стоимости бизнеса в условиях нестабильной и неопределенной среды показывают свою ограниченность и несостоятельность, так как они не учитывают риски и будущие ожидания собственников. Проблему неопределенности устранить невозможно, но исследование неопределенности, идентификация ее уровней поможет усовершенствовать методические подходы к оценке стоимости предприятий. В связи с этим тема исследования, посвященная особенностям управления стоимостью предприятий в условиях неопределенности и нестабильности, является весьма актуальной для Украины.

Анализ публикаций по теме исследования. Необходимо отметить, что вопросы оценки стоимости предприятий всегда были объектом пристального внимания экономистов всего мира. В разработке теории стоимости (ценности) предприятия значительный вклад внесли фундаментальные труды Е. Бем-Баверка, Л. Вальраса, У. Джевонса, Дж. Кларка, Т. Мальтуса, К. Маркса, А. Маршала, К. Менгера, Дж. Милля, В. Парето, У. Петти, Д. Рикардо, Н. Сениора, А. Смита. Большое значение в разработке теории и методов оценки стоимости бизнеса имеют работы современных зарубежных ученых: Д. Бишопа, Дж. Мурина, Ф. Эванса, Дж. Фридмана, Н. Ордуэй, Г. Харрисона, К. Джозефа, Э. Келли, Д. Фишмена, Ш. Пратта, Т. Коупленда, А. Грегори и целого ряда других авторов. Однако следует отметить, что в данных работах оценка стоимости рассматривается в стабильной и устойчивой среде, чего нельзя сказать о современной тенденции развития отечественной экономики.

На Западе вопросами стратегического управления в условиях неопределенности занимались такие ученые, как Джозеф Бауэр, Адам Брандербургер, Джон фон Нейман, Оскар Моргенштерн, Шон Браун, Клейтон Кристенсен, Хью Кортни, Гиллел Эйхорн, Кэтлин Эйзенхард, Барри Нейлбафф, Патрик Вигери. В частности, Джозеф Бауэр, профессор делового администрирования, обратил свое внимание на исследование корпоративной добавленной стоимости (Corporate Value Added) в быстроизменяющейся глобальной экономике [1]. Адам Брандербургер – профессор Гравардской школы, занимается решением проблем стратегического менеджмента с использованием теории игр [2-3]. Управлением добавленной стоимостью компании с применением теории игр занимались экономист Оскар Моргенштерн и Джон фон Нейман. Они опубликовали в 1994 г. книгу «Теория игр и экономическое поведение», за которую получили Нобелевскую премию [4]. Шон Браун, консультант в McKinsey & Company, занимается вопросами менеджмента в сфере инноваций на быстроменяющихся рынках с высоким уровнем неопределенно-

сти [5]. Барри Нейлбафф, будучи специалистом по теории игр, писал о возможностях ее использования в менеджменте [6].

В мировой оценочной практике существуют несколько подходов к решению непростой проблемы анализа инвестиционных проектов в условиях риска и неопределенности. Рассмотрим наиболее известные из них.

Подходы, связанные с определением величины поправки на риск. Ставка дисконтирования с поправкой на риск – наиболее часто применяемый подход. Но, несмотря на очевидные достоинства, у этого метода есть ряд недостатков:

- использование ставки дисконтирования с поправкой на риск взято из модели определения цены капитальных активов (САРМ) [7] – модели, построенной для совершенного рынка, а реальный рынок не удовлетворяет требованиям к совершенному рынку капитала (полная информация, неограниченное количество продавцов и покупателей, низкие входные и выходные барьеры и т. д.). Кроме того, под риском в этой модели понимают степень отклонения фактической доходности инвестиций от среднерыночной, тогда как в реальной жизни риск более ассоциируется у менеджеров с опасностью потерь или, в крайнем случае, с вероятностью недополучения ожидаемых доходов;

- метод основан на неявном предположении о том, что более отдаленные по времени денежные потоки более рискованны, причем рискованность денежных потоков растет заранее известным нам темпом (в реальности это не всегда так);

- метод повышения ставки дисконтирования не позволяет учитывать конкретные источники риска;

- очень трудно определить точное значение поправки на риск. Не всегда можно найти аналог оцениваемому инвестиционному проекту.

Второй метод учета риска состоит в том, чтобы непосредственно оценить поправку на риск и вычесть ее из величины текущей стоимости, рассчитанной по ставке безрискового вложения [8].

Третий возможный подход состоит в том, чтобы заменить ожидаемый денежный поток в каждый момент времени на его достоверный эквивалент и дисконтировать эти эквиваленты по ставке безрискового вложения. Вместо того, чтобы менять ставку дисконтирования, многие исследователи предлагают корректировать сами денежные потоки, рассчитав достоверные эквиваленты неопределенных денежных потоков. Достоверный эквивалент неопределенных денежных потоков – это такие определенные денежные потоки, полезность которых для предприятия точно такая же, как и полезность неопределенных денежных потоков. Использование в качестве достоверного эквивалента математического ожидания денежных потоков – самый простой метод анализа достоверных эквивалентов. Чтобы сделать поправку на риск, находят математическое ожидание денежных потоков для каждого момента времени. Очевидный недостаток метода в том, что если лицо, принимающее решение, не склонно к риску, то полезность случайной величины не может быть равна математическому ожиданию [9].

Проблемами оценки предприятий в условиях неопределенности в Украине практически никто не занимался. Анализ теоретической базы по теме исследования позволяет прийти к выводу, что знания по данному вопросу разобщены, носят фрагментарный характер, результаты существующих исследований, а также уже существующий накопленный практи-

ческий опыт управления в оценочном бизнесе требуют обобщения и дальнейшего развития. Возникла насущная потребность в современном быстроменяющемся мире создания парадигмы управления стоимостью в условиях неопределенности. В связи с этим методологическая база управления стоимостью предприятия в условиях неопределенности требует своего развития.

Постановка задачи. Цель исследования – обобщение и развитие методологической базы управления стоимостью предприятия в условиях неопределенности и нестабильности внешней среды.

Для достижения цели в исследовании решаются такие задачи:

- исследование сущности и взаимосвязи категорий риска, неопределенности, нестабильности в предпринимательской среде;
- систематизация типов и степеней неопределенности внешней среды;
- систематизация видов стратегических установок предприятия в условиях неопределенности и нестабильности среды;
- обоснование наиболее адекватных подходов к оценке стоимости предприятий в условиях нестабильности и неопределенности.

Результаты исследований. Предпринимательская среда потенциально несет в себе нестабильность и неопределенность в отношении будущих событий. Первопричиной этого выступают риски. Поэтому целесообразным является рассмотрение сущности таких понятий, как нестабильность и неопределенность, и их связь с риском.

Понятие нестабильности предполагает переход к неизвестному состоянию. Шкала колебаний нестабильности достаточно широка: от изменений, которые можно предвидеть, до совершенно непредсказуемых изменений. Условия нестабильности разрушают устойчивость предпринимательской деятельности. Нестабильность характеризуется следующими признаками:

- а) приводит к потере устойчивости предпринимательской единицы, соответственно, ухудшает количественные значения показателей, ее характеризующих. Ухудшение данных показателей неблагоприятно влияет на эффективность и целесообразность работы предприятия;
- б) изменяет структуру и качественный состав предпринимательской единицы;
- в) ухудшает показатели управляемости предпринимательской единицы. Основное предназначение системы управления – обеспечить целостность и устойчивость деятельности. О целостности деятельности можно говорить тогда, когда все органы большого сложного организма действуют как одно целое:

только в этом случае и возможно двигаться, не отклоняясь от заданной цели. Задача управления в условиях нестабильности состоит в том, чтобы своевременно «защитить» стоимость компании от колебания внешних факторов;

г) преобразует предпринимательскую организацию в новую предпринимательскую структуру (делит или ликвидирует ее) согласно принципам самоорганизации.

Предпринимательская деятельность осуществляется в условиях наличия той или иной меры неопределенности. Понятие неопределенности дается в словаре С. И. Ожегова и трактуется как «неточность, неясность» [10]. Неопределенность предполагает наличие нестабильности, при которой результаты действий не обусловлены, а степень возможного влияния этих факторов на результаты неизвестна. Неопределенность представляет собой неполноту или неточность информации об условиях реализации предпринимательской деятельности, в том числе связанных с ними затратах и результатах. Неопределенность определяется следующими факторами:

- неполным знанием всех параметров, обстоятельств, ситуации для выбора оптимального решения, а также невозможностью адекватного и точного учета всей, даже доступной, информации и наличием вероятностных характеристик поведения среды;
- наличием фактора случайности, то есть реализацией факторов, которые невозможно предусмотреть и спрогнозировать даже в вероятностной реализации;
- наличием субъективных факторов противодействия, когда принятие решений совершается в ситуации игры партнеров с противоположными или несопадающими интересами.

Однако даже самая неопределенная бизнес-среда содержит много полезной информации для выбора правильной стратегии. Во-первых, почти всегда можно идентифицировать явные тенденции и на их основе прогнозировать тенденцию развития. Во-вторых, всегда существуют такие факторы, о которых мы пока не знаем, однако вполне познаваемы при условии грамотного анализа. Параметры используемых технологий, эластичность спроса на некоторые устойчивые категории продуктов, планы расширения производственных мощностей у конкурентов – подобные переменные часто неизвестны, но их можно установить.

Неопределенность, которая сохраняется после того, как испробованы все доступные методы анализа, называется окончательной, и ее необходимо как-то измерять. Нами предлагается качественная шкала измерения степени неопределенности, представленная в табл. 1.

Таблица 1

Шкала степени сложности, динамичности и неопределенности внешней среды предприятия

Параметры среды	Степени сложности, динамичности и неопределенности параметров среды (по 10-ти балльной шкале оценок)		
	низкие (1 – 3)	средние (4 – 7)	высокие (8 – 10)
Сложность (число факторов и частота их воздействий)	Ниже среднеотраслевой	Среднеотраслевая	Выше среднеотраслевой
Динамичность (скорость и темп изменения факторов среды)	Ниже, чем скорость реагирования системы управления развитием на изменения среды	Сопоставимы со скоростью реагирования системы управления на основе синхронных типовых ее изменений	Выше скорости реагирования системы управления на основе предвидения сильных сигналов об изменениях среды
Неопределенность (непредсказуемость изменений параметров среды)	Сочетание низких степеней сложности и динамичности изменений среды	Сочетание средних степеней сложности и динамичности изменений среды	Сочетание высоких степеней сложности и динамичности изменений

Степень неопределенности среды предлагается измерять качественным методом с помощью оценок экспертов по десятибалльной шкале. Неопределенность среды считается высокой, если она оценивается в 8-10 баллов.

Неопределенность среды можно свести к четырем типам, причем каждому уровню присущ свой набор инструментов выработки стратегических решений. Систематизация типов неопределенности и соответствующих им аналитических инструментов выработки стратегических решений представлены в табл. 2.

В вопросах управления стоимостью хозяйствующих субъектов неопределенность требует более гибкого подхода к анализу ситуации, чем в случае стабильной среды. Традиционный аналитический подход просто не работает. Так или иначе, предприятия, компании большинства отраслей всегда будут сталкиваться со стратегическими проблемами окончательной неопределенности разного уровня, поэтому жизненно важно приспосабливать стратегический анализ к уровню неопределенности. Существует три стратегических установки в условиях неопределенности: формирование будущего; адаптация к будущему; резервирование права хода.

Стратегическая установка создания будущего направлена на установку хозяйствующим субъектом «правил игры» в отрасли или на рынке (установка стандартов, формирование спроса). Эта установка характерна для 1-го уровня неопределенности.

Стратегическая установка приспособления к будущему направлена на выявление и использование возможностей существующих рынков. При невысокой степени неопределенности это установка реализуется путем стратегического позиционирования – то есть где и как конкурировать в существующей отрасли. При более высоких уровнях неопределенности стратегии приспособления основываются на способности распознавать тенденции развития рынка и быстро реагировать на них.

Третья стратегическая установка – резервирование права хода – особая форма адаптации. Эта установка пригодна лишь для 2-4-го уровня неопределенности. Она предполагает постепенное наращивание инвестиций, обеспечивающих ей либо доступ к ценной информации, либо оптимальную структуру затрат, либо связи с клиентами и поставщиками. Это позволяет хозяйствующему субъекту дожидаться момента, когда среда станет более определенной. Многие фармацевтические компании резервируют право хода на рынке генной терапии, объединяясь с не-

большими биотехнологическими фирмами, имеющими нужный опыт, или приобретая их. Обеспечивая себе преимущественный доступ к новейшим отраслевым разработкам, они экономят средства, поскольку у них нет необходимости проводить собственные исследования в области генной терапии.

С нестабильностью и неопределенностью связан предпринимательский риск, имеющий объективную основу из-за нестабильности внешней среды и неопределенности ее воздействия по отношению к предпринимателю.

Можно выявить взаимосвязь между категориями нестабильности, неопределенности, риска и, как следствие, – потери (рис. 1). Нестабильность во внешней среде ведет к неопределенности, которая, в свою очередь, генерирует риски разного рода (политические, экономические, инвестиционные предпринимательские).



Рис. 1. Взаимосвязь категорий: нестабильность – неопределенность – риски – потери

Все вышеперечисленные категории – неопределенность, нестабильность и риск взаимосвязаны и взаимообусловлены и при оценке стоимости предприятия – должны анализироваться и оцениваться совместно.

Существующая на сегодняшний день мировая практика оценки стоимости предприятий различает четыре подхода: рыночный (сравнительный), имущественный (затратный), опционный и доходный.

Рыночный подход основан на сравнении стоимости предприятия со стоимостью аналогичных (сопоставимых) и уже проданных предприятий или же на определении курсовой стоимости акций сопоставимых предприятий. Использование рыночного подхода носит ограниченный характер в силу отсутствия

Таблица 2

Характеристика четырех уровней неопределенности среды

Тип неопределенности	Характеристика	Аналитические инструменты выработки стратегии	Примеры в мировой практике
1-ый уровень	Достаточно ясное будущее. Единственный и точный прогноз для определения стратегии	«Традиционный» набор инструментов для выработки стратегии	Стратегия, направленная против нового конкурента – низкозатратного авиаперевозчика
2-ой уровень	Альтернативные варианты будущего. Несколько альтернативных вариантов, определяющих будущее	Анализ решений, модели оценки вариантов, теория игр	Стратегия провайдеров международной телефонной связи в отношении выхода на местные рынки. Стратегии наращивания мощности для химических предприятий.
3-ий уровень	Широкий диапазон вариантов будущего. Диапазон возможных вариантов, но не настоящие сценарии	Исследование латентного спроса, прогнозирование развития технологий, сценарное планирование	Выход на развивающиеся рынки (Индия). Разработка или приобретение новых технологий в бытовой электронике
4-ый уровень	Полная неопределенность. Отсутствие базы для прогнозирования будущего	Методы аналогий и распознавания образов, нелинейные динамические модели	Выход на рынок потребительских мультимедийных приложений. Выход на российский рынок в 1992 г.

обширной достоверной информации о совершившихся сделках купли-продажи предприятий в финансовых показателях продажных предприятий на момент совершения сделок. Однако даже на развитых рынках сравнительный подход к оценке стоимости предприятий фиксирует опыт прошлых сделок с аналогами оцениваемого бизнеса со всеми вытекающими из этого недостатками.

Имущественный (затратный) подход рассматривает предприятие как имущественный комплекс, стоимость которого определяется стоимостью всех его активов и понесенных издержек на их функционирование, оцененных отдельно, за исключением обязательств. При использовании затратного подхода итогом оценки оказывается не стоимость действующего бизнеса, а лишь суммарная стоимость взятых порознь отдельных составляющих имущественного комплекса этого бизнеса. При оценке предприятия как действующего наиболее часто используют метод чистых активов. С точки зрения этого метода стоимость предприятия может быть рассчитана как разница рыночной стоимости активов (материальных, нематериальных, финансовых) и переоцененной стоимости долговых обязательств организации, включая кредиторскую задолженность. Если предприятие прекращает свою деятельность, то рассчитывают его ликвидационную стоимость. Конечно, в идеале при корректной оценке нематериальных активов, что само по себе непросто, применение метода чистых активов дает адекватный результат, но это, к сожалению, обычно не позволяет учитывать влияние на стоимость отдельных факторов «живого» предприятия, например, ценности управленческих решений. Данный метод ни в коей мере не учитывает нестабильность и неопределенность внешней среды предприятия.

Опционный подход заключается в том, что стоимость оцениваемых объектов, являясь переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к их производственно-финансовым характеристикам условий, описывается с помощью техники опционного ценообразования. Важнейшая особенность метода – его способность учитывать быстро меняющиеся эконо-номические условия, в которых функционируют компании. Представляется, что это более чем актуально для украинских предприятий, функционирующих в очень нестабильной и неопределенной среде. Количественный учет «ценности» выбранных менеджментом стратегий и всех возможностей предприятия, которые традиционно не используются при проводимых расчетах, способствует получению более объективных результатов оценки любого бизнеса. Очевидно, что для хронически убыточных предприятий методы затратного подхода не вполне применимы, если мы говорим о рыночной оценке, а методы доходного не применимы вовсе. Причем таких предприятий в Украине более 40% от общего числа. Для них точная оценка стоимости имеет важнейшее значение. Опционная модель способствует получению более объективных результатов оценки, так как позволяет учесть вероятность роста стоимости активов относительно стоимости обязательств до момента их погашения (возможности, обусловленные изменениями рыночной конъюнктуры, технологическими новациями и управленческими решениями). К сожалению, используя опционы для оценки стоимости предприятий, и в целом характеризуя реальные опционы как метод оценки XXI века, авторы зачастую умалчивают о проблемах, с которыми сталкиваются на практике. В частности, нет информации о меха-

низме оценки значения одного из важнейших параметров модели – показателя волатильности. Иными словами, опыт практического применения опционов в литературе фактически не описан, и вопрос о степени применимости опционных моделей для стоимостной оценки остается актуальным.

Доходный подход основан на ожиданиях собственника относительно будущих выгод от владения бизнесом и играет доминирующую роль в оценке его стоимости, потому что бизнес по своей сути является одним из вариантов инвестирования средств. Методам доходного подхода присуща значительная недооценка стоимости предприятия, функционирующего в условиях неопределенности. Согласно принципу ожидания стоимость оцениваемого предприятия определяется настоящей стоимостью будущих выгод, которые данный объект будет обеспечивать своему владельцу. Основной причиной недооценки стоимости предприятий является неуклонное следование тезису об отсутствии гибкости оцениваемого бизнеса и, соответственно, должной реакции менеджмента на негативные изменения внешней среды. Прогнозирование доходов строится в рамках данного способа оценки на основе экстраполяции достигнутых компаниями результатов. Кроме того, исторически метод дисконтированных денежных потоков был разработан для оценки акций и облигаций. Инвесторы в эти ценные бумаги вынуждены быть пассивными: кроме ожиданий, они не располагают никакими средствами для улучшения процентной ставки или дивидендов. Конечно, акции или облигации можно продать, но это будет лишь замена одного пассивного инвестора другим. При оценке стоимости предприятия по доходному подходу в условиях нестабильности и неопределенности внешней среды целесообразно использование сценарно-вероятностного подхода, который предполагает учет стоимости предприятия по пессимистическому, наиболее вероятному, и оптимистическому сценарию развития бизнеса. В данном случае в результате оценки мы получаем диапазон стоимости предприятия. Но, следует отметить, сценарно-вероятностный подход формализует неопределенности лишь в качестве распределений вероятностей, построенных на основе субъективных экспертных оценок, что в очень большом количестве случаев является явно идеализированным. Таким образом, при сценарно-вероятностном подходе оценки стоимости предприятия неопределенность, независимо от ее природы, отождествляется со случайностью, и поэтому данный метод не позволяет в полной мере учесть все возможное разнообразие видов неопределенностей, воздействующих на формирование стоимости предприятия. Математический аппарат, адекватно обеспечивающий приемлемую формализацию неопределенности и нестабильности внешней среды и адекватное решение задачи оценки стоимости предприятия в таких условиях, по нашему мнению, дает теория нечетких множеств. Осуществляя арифметические операции с такими нечеткими интервалами по правилам нечеткой математики, эксперты и лица, принимающие решения, получают результирующий нечеткий интервал для целевого показателя. На основе исходной информации, опыта и интуиции эксперты часто могут достаточно уверенно количественно охарактеризовать границы (интервалы) возможных (допустимых) значений параметров и области их наиболее возможных (предпочтительных) значений. Для оценки стоимости предприятий в условиях неопределенности приемлем, в качестве частного случая, интервальный метод. Данный метод соответствует

ситуациям, когда достаточно точно известны лишь границы значений анализируемого параметра, в пределах которых он может изменяться, но при этом отсутствует какая-либо количественная или качественная информация о возможностях или вероятностях реализации различных его значений внутри заданного интервала. В соответствии с данным методом входные переменные денежного потока задаются в виде интервалов, функции принадлежности которых являются классическими характеристическими функциями множества, поэтому далее возможно прямое применение правил нечеткой математики для получения результирующего показателя годового денежного потока в интервальном виде. В интервальном методе за уровень (степень) риска предлагается принимать размер максимального ущерба, приходящегося на единицу неопределенности [11], то есть:

$$P = \frac{q_N - q_{\min}}{q_{\max} - q_{\min}}, \quad (1)$$

$$P = \frac{q_{\max} - q_N}{q_{\max} - q_{\min}}, \quad (2)$$

где q_N – требуемое значение параметра;
 q_{\min} – минимальное значение параметра;
 q_{\max} – максимальное значение параметра;

P – уровень (степень) риска, или отношение расстояния от требуемой величины до ее минимального (максимального) значения к интервалу между ее максимальным и минимальным значениями.

Вывод и перспективы дальнейших исследований. Проведенный анализ методических подходов к оценке предприятий позволяет сделать вывод о том, что в условиях нестабильной и неопределенной среды рыночный и имущественный подходы показывают свою ограниченность и несостоятельность, так как они не учитывают риски и будущие ожидания собственников. Перспективными являются доходный

и опционный подходы, которые следует использовать в синтезе со сценарно-вероятностным подходом, а также применяя аппарат теории нечетких множеств. В качестве дальнейших исследований перспективным является разработка методической базы оценки стоимости предприятий в условиях неопределенности и нестабильности на основе аппарата теории нечетких множеств.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Управление в условиях неопределенности/ пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 213 с. – (Серия «Классика Harvard Business Review»).
2. Adam M. Brandenburger and Adborn Stewart, Value-based Business Strategy, Journal of Economics & Management Strategy, 2006.
3. Adam M. Brandenburger and Barry J. Nalebuff. The Right Game: Use Game Theory to Shape Strategy, РИК July-August, 1995.
4. Нейман фон Дж., Моргенштерн О. Теория игр и экономическое поведение/ Нейман фон Дж, О. Моргенштерн. – М. : Наука, 1970. – 254 с.
5. Shona L. Brown, Kathleen M. Eisenhardt. Competing on the Edge: Strategy as Structured Chaos, HBS Press. 1998.
6. Barry J. Nalebuff, Thinking Strategically: The Competitive Edge in Business, Politics, and Everyday Life.
7. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг/ Ю. Ф. Касимов. – М. : Информационно-издательский дом «Филинь», 1998. – 254 с.
8. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции/ Л. Крушвиц. – СПб. : «ПИТЕР», 2000. – 218 с.
9. Фишберн П.К. Теория полезности для принятия решения / П.К. Фишберн. – М. : «Наука», 1978. – 305 с.
10. Ожегов С.И. и Шведова Н.Ю. Толковый словарь русского языка: 80 000 слов и фразеологических выражений / С.И. Ожегов, Н.Ю. Шведова // Российская АН.; Российский фонд культуры; – 3-е изд., стереотипное. – М. : АЗЪ, 1996. – 928 с.
11. Виленский П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. – М. : Дело, 2004. – 888 с.