

**Бусов Владимир Иванович**  
д-р экон. наук, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», г. Москва, Российская Федерация  
*e-mail:* busovv@mail.ru

## УЧЕТ КАЧЕСТВА МЕНЕДЖМЕНТА В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

**Аннотация.** Обоснована целесообразность расширения области применения и предложены методы использования параметра качества менеджмента компании при определении ее стоимости методами доходного и сравнительного подходов. В расчете ставки дисконтирования вместо применяемого на практике метода экспертных оценок предложен метод расчета надбавки за риск менеджмента к безрисковой ставке, дающий более объективный результат. Качество менеджмента рассмотрено как один из основных факторов несистематических рисков, выраженных в социально-экономической эффективности деятельности компании, в расчетах которой предложено применять ресурсно-целевой подход. В сравнительном подходе к оценке стоимости компании качество менеджмента использовано в качестве одного из критериев выбора компаний-аналогов.

**Ключевые слова:** безрисковая ставка, выбор компании-аналога, качество менеджмента, методы оценки, надбавка за риск, ресурсно-целевой подход, ставка дисконтирования, эффективность деятельности.

**Цитирование:** Бусов В.И. Учет качества менеджмента в оценке стоимости бизнеса // Вестник университета. 2020. № 6. С. 11–16.

**Busov Vladimir**  
Doctor of Economic Sciences, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia  
*e-mail:* busovv@mail.ru

## ACCOUNTING FOR THE QUALITY OF MANAGEMENT IN THE ASSESSMENT OF BUSINESS VALUE

**Abstract.** The expediency of expanding the scope of application has been justified and methods of using the quality parameter of the company's management in determining its value using the methods of revenue and comparative approaches have been proposed. In calculating the discount rate, instead of the expert assessment method used in practice, a method for calculating the management risk premium to the risk-free rate, which gives a more objective result, has been offered. The quality of management has been considered as one of the main factors of non-systematic risks, expressed in the socio-economic efficiency of the company, in the calculations of which it has been proposed to apply a resource-target approach. In a comparative approach to evaluating the value of a company, the quality of management has been used as one of the criteria for selecting similar companies

**Keywords:** choice of an analog company, discount rate, evaluation methods, performance efficiency, quality of management, resource-target approach, risk-free rate, risk premium.

**For citation:** Busov V.I. (2020) Accounting for the quality of management in the assessment of business value. *Vestnik universiteta*. I. 6, pp. 11–16. DOI: 10.26425/1816-4277-2020-6-11-16

В соответствии с существующими методиками и практикой оценки стоимости компании или ее бизнеса качество менеджмента в той или иной мере учитывают при использовании всех основных методов трех методологических подходов (доходного, сравнительного и затратного).

Наиболее распространенным и максимально соответствующим сути бизнеса является доходный подход к оценке его стоимости. Применяя его методы, оценщик старается учесть присущие данному бизнесу риски (в том числе риски качества менеджмента) в определении величин прогнозируемых доходов и расходов, ставок капитализации и дисконтирования, которые являются оценочными или расчетными. Так как формально в оценке бизнеса риски рассчитывают и учитывают в основном в определении ставок капитализации и дисконтирования доходов, то остановимся на рассмотрении наиболее распространенных методов их расчета: методе кумулятивного построения, модели оценки капитальных активов CAPM (Capital Asset Pricing Model) и модели средневзвешенной стоимости капитала WACC (weighted average cost of capital).

© Бусов В.И., 2020. Статья доступна по лицензии Creative Commons «Attribution» («Атрибуция») 4.0. всемирная (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

The Author(s), 2020. This is an open access article under the CC BY 4.0 license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).



В методе кумулятивного построения ставку дисконтирования определяют как сумму безрисковой ставки и надбавок за характерный для данной компании риск:

$$r = R + p_m + p_c + p_3 + \sum_{i=1}^n p_i + \sum_{j=1}^m p_j, \quad (1)$$

где  $r$  – ставка капитализации;  $R$  – безрисковая (базовая) процентная ставка;  $p_m$  – премия за риск вложения в малый бизнес;  $p_c$  – премия за страновой риск (учитывается только для зарубежных компаний, имеющих бизнес за рубежом и расчеты в иностранной валюте);  $p_3$  – премия за риск вложения в закрытую компанию;  $p_i$  – премия за  $i$ -й систематический риск (внешний, не зависящий от объекта оценки);  $n$  – количество систематических рисков для данного объекта оценки;  $p_j$  – премия за  $j$ -й несистематический риск (внутренний, присущий только данному объекту оценки);  $m$  – количество несистематических рисков для данного объекта оценки.

При расчете ставки капитализации кумулятивным методом наиболее часто используют премии за следующие несистематические риски:

- вложения в малый бизнес;
- вложения в закрытую компанию;
- неэффективный менеджмент (качество менеджмента);
- источники финансирования;
- товарная диверсификация;
- недостаточная диверсификация рынков сбыта предприятия;
- недостаточная диверсификация хозяйственной деятельности;
- недостаточная диверсификация источников закупки ресурсов.

Первые три надбавки используют в расчете ставки дисконтирования методом кумулятивного наращивания практически всегда. Состав остальных надбавок к безрисковой ставке, как и их величины, устанавливают экспертно и, как правило, это зависит от многих факторов, определяемых спецификой отрасли, к которой относится объект оценки, и особенностями функционирования и развития самого объекта. В зависимости от степени влияния того или иного фактора на стоимость оцениваемого бизнеса определяется значение соответствующей ему надбавки. При этом в получении величины надбавки имеется большая доля субъективизма, которая зависит от многих характеристик группы экспертов. Повысить уровень обоснованности величины надбавки при таком методе ее оценки можно через учет дополнительных факторов, влияющих на уровень риска данной компании. Однако введение в расчет надбавки за каждый дополнительный фактор риска приводит к повышению ставки дисконтирования и, следовательно, к понижению стоимости оцениваемой компании (или бизнеса).

По рекомендации специалистов рейтингового агентства S&P, которую используют оценщики в расчетах, величина надбавки к безрисковой ставке за каждый риск принимается в пределах 0–5 % [7]. Если ее принять равной максимальному значению, то при учете 5 видов риска ставка дисконтирования превысит безрисковую ставку на 25 %, 6 видов риска – на 30 % и т. д. Поиск методов обоснованного определения надбавок по каждому фактору риска в расчете ставки дисконтирования – важнейшая задача повышения объективности оценки стоимости компании (бизнеса). В российской практике состав и величину надбавок к безрисковой ставке предприятий отрасли определяют в основном соответствующие отраслевые организации или консультационные фирмы через статистическую обработку значительного объема информации, учитывающей особенности риска деятельности предприятий данной отрасли. При этом основным выступает метод экспертных оценок. Особую сложность имеет оценка влияния на стоимость компании качества ее менеджмента. Это в основном определяется отсутствием более или менее приемлемой для практики и действительно отражающей реальность методики количественной оценки такого влияния.

Нами вместо экспертного метода предлагается подход расчета премии за риск качества менеджмента, базирующийся на ресурсно-целевом подходе к оценке эффективности деятельности компании. Его методология и основы методики изложены автором в статьях [1; 2].

В соответствии с методологией оценки стоимость бизнеса определяют исходя из принципа наиболее эффективного и наилучшего использования имеющихся ресурсов, которое обеспечивает менеджмент (организация и управление) каждой компании через формирование структуры и основных параметров ее ресурсов, процессов и потребителей, их устойчивости, надежности и развития [5]. Это определяет менеджмент

как важнейший фактор эффективности компании и, соответственно, создания ее стоимости. Эффективность управляемой компании (или управляемого процесса) является критерием качества менеджмента по мнению многих ученых в области управления [3; 4],

Управление объединяет все используемые в данном бизнесе ресурсы в систему через вовлечение их свойств в процессы компании, формирует необходимые для этого рабочие места и подразделения, определяет их отношения (связи). Количество (объем) ресурсов компании зависит от уровня использования их свойств, который определяет одну сторону ее эффективности (эффективность входа). Вторая сторона – уровень достижения целей (эффективность выхода), определяемых самой системой (компанией) и ее суперсистемой – обществом, в котором осуществляется данный бизнес. Первый показатель выражают через отношение фактического использования компанией (бизнесом) интегративных свойств ее ресурсов к их потенциалу, второй – через отношение фактических и целевых величин выходных параметров деятельности компании. При этом рассматривают производственно-экономические, научно-технические, социально-политические и экологические цели. Общий критерий эффективности компании по входу и выходу, а также по системе в целом, определяется как среднее арифметическое параметров, их составляющих.

Определение и оценка указанных выше показателей в статике и динамике показывает изменения уровня качества управления оцениваемой компании в анализируемом периоде, а при сопоставлении с аналогичными показателями наиболее успешной компании отрасли – уровень имеющихся у оцениваемой компании резервов совершенствования управления.

Анализ эффективности деятельности компаний различных отраслей экономики (электроэнергетики, газовой промышленности, машиностроения и металлообработки, обслуживания населения и других) показывает: чем выше значение ее оценочных показателей, тем выше качество и ниже риски менеджмента.

Исходя из сказанного и учитывая несопоставимость натуральных величин потерь различных ресурсов компании, уровень их использования определяют через стоимостные показатели:

$$\mathcal{E}_p = \frac{Z_d - \sum_{i=1}^n \Pi_i}{Z_d}, \quad (2)$$

где  $\mathcal{E}_p$  – эффективность использования ресурсов компании;  $\Pi_i$  – стоимость потерь  $i$ -го вида ресурсов за исследуемый период;  $Z_d$  – общие затраты компании на деятельность в исследуемый период;  $n$  – количество видов располагаемых компанией ресурсов.

В работе [6] приведен достаточно полный перечень потерь ресурсов предприятий машиностроения и металлообработки, который с некоторыми корректировками может использоваться и для компаний других отраслей экономики.

В оценке эффективности деятельности компании, с точки зрения целей управления, важен не только уровень использования ресурсного потенциала данной системы, но не в меньшей степени – его изменение (динамика). Отсюда эффективность компании по использованию потенциала ресурсов (входа системы) целесообразно определять как разницу между уровнями потерь (в процентах) каждого вида ресурсов компании в базовом и рассматриваемом периодах ее деятельности.

Уровень достижения целей определяется по каждому из указанных блоков и компании в целом через отношение фактических и целевых величин выходных параметров деятельности компании. Его расчет имеет специфику для компаний каждой отрасли. Это определяется:

- их местом в процессах циклов «источник ресурсов – использование ресурсов для производства продукции или услуг – потребление и влияние на жизнедеятельность людей», «идея – исследования и разработки – применение в развитии производства и общества»;
- технологией процессов и влиянием на окружающую среду, социальной и экономической значимостью деятельности, влиянием на окружающую среду.

В статье [2] автор сформулировал некоторые методические соображения по расчету показателей эффективности территориальных систем бытового обслуживания населения, основанные на ресурсно-целевом подходе (социально-экономической эффективности).

Для определения надбавки за риск менеджмента в оценке стоимости компании предлагается определить предприятия соответствующей отрасли, имеющие минимальное и максимальное значения уровня социально-экономической эффективности деятельности. При этом принимается, что надбавка за риск качества управления (менеджмента)  $p_{км}$  колеблется от 0,01 (как это принято в практике оценки, так как безрискового управления практически не бывает) до 0,05, что соответствует максимальному и минимальному значению эффективности предприятий данной отрасли, то есть  $\mathfrak{E}_{мо}^{\min} = 0,05$ ,  $\mathfrak{E}_{мо}^{\max} = 0,01$ . Надбавка за качество менеджмента для оцениваемой компании при данном диапазоне ее значения для предприятий данной отрасли будет равна:

$$p_{км} = 0,01 + \frac{(0,05 - 0,01) \cdot (\mathfrak{E}_{мо}^{\max} - \mathfrak{E}_{м}^{\text{оц}})}{\mathfrak{E}_{м}^{\max} - \mathfrak{E}_{м}^{\min}} \quad (3)$$

Например, в совокупности предприятий данной отрасли предприятие «А» имеет минимальный коэффициент социально-экономической эффективности  $\mathfrak{E}_{мо}^{\min} = 0,3$ , предприятие «В» –  $\mathfrak{E}_{мо}^{\max} = 0,6$ , оцениваемое предприятие «С» –  $\mathfrak{E}_{м}^{\text{оц}} = 0,5$ . Надбавка за риск менеджмента  $p_y$  для предприятия «С» будет:

$$p_{км} = 0,01 + (0,6 - 0,54) \cdot 0,04 / (0,6 - 0,3) = 0,018.$$

Из сравнения структур расчета ставки дисконтирования методами кумулятивного построения и оценки капитальных активов (САРМ) следует, что они отличаются друг от друга учетом систематических рисков:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (4)$$

где  $R$  – ставка доходности на собственный капитал;  $R_f$  – безрисковая (базовая) ставка дохода;  $\beta$  – мера систематического риска, обусловленного макроэкономическими и политическими процессами в стране нахождения объекта оценки;  $R_m$  – среднерыночная доходность активов в стране;  $S_1$  – премия для малых предприятий;  $S_2$  – премия за риск инвестиций в компанию;  $C$  – страновой риск.

Следует обратить внимание на премию за риск инвестиций в компанию. Он особенно важен в случаях наличия у оцениваемой компании значительного объема инвестиций в ее деятельность и для инвестиционных компаний. Одной из его существенных составляющих является риск качества менеджмента. Его необходимо учитывать независимо от наличия других составляющих инвестиционного риска, так как он характерен любой организации и в каждой имеет свои особенности и значительно влияет на результаты ее деятельности.

Следует отметить, что возможность применения модели САРМ для расчета ставки дисконтирования определяется множеством факторов, поэтому ее используют для оценки стоимости:

- собственного капитала компании;
- публичных акционерных компаний, имеющих котирующиеся на фондовой бирже акции;
- компаний, характеризующихся показателями для рынка в целом.

Средневзвешенную стоимость капитала WACC рассчитывают по формуле:

$$WACC = k_d w_d (1 - tax) + k_e w_e, \quad (5)$$

где  $k_d$  – ставка по заемному капиталу;  $tax$  – ставка налога на прибыль компании;  $k_e$  – ставка (норма) доходности на собственный капитал;  $w_d$  – доля заемного капитала в структуре капитала компании;  $w_e$  – доля собственного капитала в структуре инвестированного капитала компании.

Ставку доходности на собственный капитал  $k_e$  определяют по модели САРМ, где, как указано выше, учитывается риск качества менеджмента оцениваемой организации, величина надбавки за который рассчитывают по формуле (3).

При сравнительном подходе к оценке стоимости компании, ее бизнеса отбор компаний-аналогов рекомендуется выполнять по восьми основным критериям [5]. Один из них – качество управления (менеджмента). По данному критерию, в зависимости от имеющихся условий, оцениваемая компания сравнивается:

- с компаниями данной отрасли, имеющими более близкие значения других критериев сравнения;
- с его среднеотраслевым значением;
- с отдельными наиболее существенными характеристиками менеджмента компаний отрасли (количество менеджеров разного звена на общую численность персонала, уровень образования, опыт, возраст, зарплата управленческого персонала, ее соотношение с финансовыми показателями компании, качество финансовой документации). Если у оцениваемой компании нет присущих только ей преимуществ, дается общая оценка работы менеджмента: более успешная, чем в среднем по отрасли, менее успешная или соответствующая, объем занимаемого рынка, динамика изменения этого объема.

При отсутствии до настоящего времени в теории и практике оценки стоимости компании методов расчета показателя качества менеджмента автором статьи предлагается для сравнения оцениваемой компании с компаниями-аналогами использовать уровень социально-экономической эффективности их деятельности, рассчитанный по ресурсно-целевому подходу, который, как показано выше, отражает качество менеджмента [1]. В качестве аналогов отбирают компании, имеющие минимальное отклонение параметра  $\mathcal{E}_M^{an}$  от его значения для оцениваемой компании  $\mathcal{E}_M^{oc}$ , то есть  $\mathcal{E}_M^{an} - \mathcal{E}_M^{oc} \rightarrow \min$ .

При сравнительном подходе в окончательное значение стоимости компании  $C_k$ , полученное при использовании методов оценки, вносят итоговые корректировки. В качестве одной из таких корректировок автор предлагает использовать надбавки (скидки) за качество менеджмента оцениваемой компании, выраженное в уровне социально-экономической эффективности деятельности. Величину надбавки определяют в зависимости от отклонения уровня эффективности оцениваемой компании от среднеотраслевого уровня  $\mathcal{E}_M^{cpo}$  – уровня качества менеджмента оцениваемой компании от среднеотраслевого его значения. Положительное отклонение соответствует надбавке, отрицательное – скидке к величине  $C_k$ . Величину надбавки (скидки) рассчитывают как произведение стоимости оцениваемой компании, рассчитанной применением сравнительного подхода, на отклонение уровня качества ее менеджмента от среднеотраслевого значения, то есть  $C_n = C_k (\mathcal{E}_M^{oc} - \mathcal{E}_M^{cpo})$ .

Проведенный при отборе и сравнении компаний-аналогов анализ факторов и уровней их социально-экономической эффективности будет во многом определять выбор и величину мультипликаторов для определения стоимости оцениваемой компании сравнительным подходом.

В заключение следует заметить, что изложенное выше:

- базируется на материале статей автора, ранее опубликованных в журнале «Вестник университета»;
- в полном объеме практически может использоваться только при условии определения социально-экономической эффективности деятельности компаний, а не только экономической (прибыли, рентабельности). Это обусловлено современным уровнем развития общества, требующим более глубокого и тщательного учета использования ресурсов на всех стадиях их преобразования в полезные для общества результаты деятельности компаний и реализации всех блоков целей;
- в современных условиях отсутствия расчета уровня социально-экономической эффективности и методов оценки качества менеджмента в определении стоимости компании с большой оговоркой могут использоваться отдельные изложенные в статье предложения при принятии рентабельности в качестве критерия эффективности, но это не соответствует современным требованиям и будет завышать или занижать рыночную стоимость компании.

#### Библиографический список

1. Бусов, В. И. Ресурсно-целевая оценка эффективности деятельности современных компаний // Вестник университета. – 2018. – № 11 – С. 103-109.
2. Бусов, В. И. Оценка эффективности территориальных систем бытового обслуживания населения. – «Экономика. Налоги. Право». – 2019. – № 4. – С. 94-101.
3. Вакуленко, Р. Я. Методология оценки эффективности управления производственными системами: автореф. дис. д. экон. наук: 08.00.05 / Нижегород. ин-т менеджмента и бизнеса. – Нижний Новгород, 2003. – 46 с.
4. Латфуллин, Г. Р., Никитин, А. С., Серебренников, С. С. Теория менеджмента: учебник для студентов высших учебных заведений по направлению «Менеджмент». – 2-е изд. – Москва: Питер, 2016. – С. 458.
5. Оценка стоимости бизнеса: учебник / коллектив авторов; под ред. М. А. Эскиндарова, М. А. Федотовой. – 2-е изд. стер. – М.: КНОРУС, 2016. – 320 с.

6. Фигурнова, Н. П., Красникова, Е. В., Бабашкина, А. М. и др. Ресурсный потенциал экономического роста / Введ. ред. Н. Н. Шаповалова. – М.: Путь России: Экон. лит. – 2002. – 566 с.
7. Шеннон, П. Оценка бизнеса. Скидки и премии Business Valuation. Discounts and Premiums / науч. ред. В. М. Рутгайзер, С. А. Табакова; пер. с англ. С. А. Филин. – 2-е изд. – М.: Маросейка, 2011. – 413 с.

*References*

1. Busov V. I. Resursno-tselevaya otsenka effektivnosti deyatel'nosti sovremennykh kompanii [*Resource-target assessment of the performancr of modern companies*]. Vestnik Universiteta, 2018, no. 11, pp. 103-109.
2. Busov V. I. Otsenka effektivnosti territorial'nykh sistem bytovogo obsluzhivaniya naseleniya [*Assessment of the effectiveness of territorial systems of consumer services*]. Ekonomika. Nalogi. Pravo [*Economy. Taxes. Law*], 2019, no. 4, pp. 94-101.
3. Vakulenko R. Ya. Metodologia otsenki effektivnosti upravleniya proizvodstvennymi sistemami [*Methodology for evaluating the effectiveness of production systems management*]: avtoref. dis. d. ekon. nauk: 08.00.05. Nizhnegor. in-t menedzhmenta i biznesa. Nizhny Novgorod, 2003. 46 p.
4. Latfullin G. R., Nikitin A.S., Serebrennikov S. S. Teoria menedzhmenta: uchebnyk dlya studentov vysshikh uchebnykh zavedenii po napravleniyu "Menedzhment" [*Management theory: textbook for students of higher educational institutions majoring in "Management"*]. 2-e izd. Moscow [et al], Piter, 2016. 320 p.
5. Otsenka stoimosti biznesa: uchebnyk [*Business valuation: textbook*]. kollektiv avtorov, pod red. M. A. Eskindarova, M. A. Fedotovoi. 2-e izd. Moscow, KNORUS, 2016. 320 p.
6. Figurnova N. P., Krasnikova E. V., Babashkina A. V. [et al]. Resursnyi potentsial ekonomicheskogo rosta [*Resource potential for economic growth*]. Vved. red. N. N. Shapovalova. Moscow, Put' Rossii, Ekon. Lit., 2002. 566 p.
7. Shannon P. Otsenka bisnesa. Skidki i premii [*Business valuation. Discounts and premiums*]. Nauch. red. V. M. Rutgaiszer, S. A. Tabakova; per. s angl. S. A. Filin. 2-e izd. Moscow, Maroseika, 2011. 413 p.