

УДК 336.64

ОПТИМАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ФОНДОВ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НА ЭТАПАХ ИХ СОЗДАНИЯ, МОНИТОРИНГА И ЗАКРЫТИЯ

Ю.М. Емохонова

Агентство по привлечению и защите инвестиций Кемеровской области

E-mail: emokhonova.yulia@gmail.com

Для осуществления эффективного управления фондом прямых инвестиций и для определения доходности по вложенным средствам необходимо определить оптимальные подходы к оценке стоимости фондов прямых инвестиций на стадии их создания, мониторинга и закрытия. В статье рассмотрены классические и современные подходы и методы оценки компаний, входящих в портфель фонда; выявлены основные преимущества, недостатки и случаи применения каждого из подходов; определены оптимальные подходы и методы оценки фондов в зависимости от этапа функционирования фонда.

Ключевые слова: фонд прямых инвестиций, подходы к оценке, методы оценки, стоимость фонда.

OPTIMAL APPROACHES TO ASSESSMENT OF VALUE OF DIRECT INVESTMENT FUNDS AT STAGES OF THEIR CREATION, MONITORING AND CLOSING

Yu.M. Emokhonova

Agency for Investment Attraction and Protection of Kemerovo Region

E-mail: emokhonova.yulia@gmail.com

Effective management of a direct investment fund and determination of return on investment require determination of the optimal approaches to assessment of value of direct investment funds at the stage of their creation, monitoring and closing. The article considers classic and modern approaches and methods of assessment of companies in the fund portfolio; main advantages and disadvantages and use cases of each approach are revealed; optimal approaches and methods of assessment of funds depending on the stage of fund functioning are defined.

Keywords: direct investment fund, approaches to assessment, methods of assessment, value of fund.

Актуальность. Вопросы оценки стоимости фондов прямых инвестиций и выбора оптимального подхода к оценке таких фондов в России являются достаточно дискуссионными и затруднительными. Оценка фондов с традиционными финансовыми активами, такими как акции и облигации публичных компаний, проводится на основе методов, которые имеют теоретическую обоснованность и применяются давно на российском рынке. История фондов прямых инвестиций в России началась сравнительно недавно и еще полностью не сформирована теоретическая и методологическая база для оценки стоимости таких фондов. Особенностью активов фондов прямых инвестиций является то, что они низколиквидные, доходность таких фон-

дов сложно спрогнозировать. Кроме того, фонды прямых инвестиций информационно непрозрачны, так как нет определенных требований со стороны регулятора о раскрытии информации.

Фонды прямых инвестиций (ФПИ) в России – новый инструмент управления активами, и поэтому актуальным остается определение оптимальных подходов и методов для получения наиболее реалистичной оценки стоимости фондов в зависимости от этапа их функционирования для принятия эффективных инвестиционных решений.

Постановка проблемы. В словаре бизнес-терминов под оптимизацией понимается выбор наилучшего варианта из множества возможных [26]. М.М. Гаджиев в своей работе определяет оптимальный подход как целостный и достоверный, способный теоретически обосновать экономически целесообразное решение и предложить пути его практической реализации [2]. Автор разделяет суть определений оптимизации, представленных в данных источниках. Исходя из этого, под оптимальным подходом в данной работе понимается подход, позволяющий определять наиболее точную стоимость ФПИ на разных этапах деятельности фондов в целях принятия инвестиционных решений на краткосрочный и долгосрочный периоды.

Как отметил Йоханнес Хут, член правления и Глава ККР региона Европа, Африка и Ближний Восток, одного из крупнейших мировых фондов прямых инвестиций, в 1980-х гг. на Западе фонды прямых инвестиций покупали относительно дешево компании и через непродолжительное время продавали их по большей цене. Тем самым стоимость фонда определялась стоимостью всех компаний, входящих в портфель фонда. При этом не учитывалось приращение стоимости компании за счет успешного менеджмента или внедрения новых технологий. Компании продавали и прибыль фонда складывалась из разницы покупки и продажи компаний. На сегодняшний день, как на Западе, так и в России фонды прямых инвестиций сменили тактику и стоимость фонда создается за счет роста стоимости компаний, входящих в портфель данного фонда. Повышение стоимости компаний происходит за счет изменения векторов работы менеджмента компаний, которые перестраиваются на активную работу по повышению стоимости, а также за счет выхода на новые рынки.

ФПИ в России обычно создаются в организационно-правовой форме закрытого паевого инвестиционного фонда для квалифицированных инвесторов и в форме инвестиционного товарищества для неквалифицированных инвесторов [19]. Оценка активов паевого инвестиционного фонда проводится на регулярной основе в соответствии с законодательством об инвестиционных фондах и, в частности, Указанием Банка России от 25.08.2015 № 3758-У «Об определении стоимости чистых активов инвестиционных фондов». Оценка активов фонда прямых инвестиций должна осуществляться при его приобретении, а также не реже одного раза в год.

Оценка стоимости ФПИ, созданных в форме инвестиционного товарищества, обязательно должна проводиться как в целях формирования стратегии управляющей компании, так и для сведения инвесторов.

Американские исследователи, такие как Дж. Кон, Л. Миллс и Э. Товери, отметили, что стоимость компаний при вхождении в портфель фонда падает. Данные выводы они сделали, когда в период с 1995 по 2007 г. в США

изучили 317 сделок с фондами [20]. Также они отметили, что на стадии функционирования фонда стоимость компаний выше, так как менеджмент лучше.

Помимо повышения дисциплины менеджмента, уровень долга также влияет на стоимость компании. Теорема Модильяни – Миллера при добавлении налогов утверждает, что стоимость компании возрастает на размер, равный процентным отчислениям по долговым обязательствам, умноженный на ставку налога на прибыль [20]. Таким образом, само по себе увеличение долга компании будет приводить к увеличению ее стоимости за счет снижения прибыли, облагаемой налогом. Долговые обязательства могут стимулировать менеджмент к более эффективному использованию свободных денежных средств и влияют на стоимость компании и ФПИ.

Отечественные авторы и эксперты рынка прямых и венчурных инвестиций, такие как Ю.В. Соколова и А. Тюрина, в своих работах [15, 17] отмечают влияние вхождения инвесторов в совет директоров на стоимость компаний на прединвестиционной стадии, инвестиционной стадии и стадии «выхода» инвестора из компании, тем самым данные изменения влияют и на стоимость фонда в целом.

Изучив различные точки зрения и принимая во внимание требования регулятора, согласно которым оценка стоимости ФПИ, созданного в форме закрытого паевого инвестиционного фонда, производится не реже одного раза в год, оценку ФПИ, созданного в форме договора инвестиционного товарищества, необходимо проводить как минимум три раза: на стадии создания, мониторинга и закрытия фонда¹.

Подходы к оценке стоимости ФПИ и методы на этих этапах могут отличаться в зависимости от того, на каком этапе проводится оценка.

На стадии формирования фондов и осуществления инвестирования целесообразно осуществлять оценку рыночной стоимости ФПИ исходя из представленных данных в бизнес-плане каждой компании, которая включена в портфель фонда. В качестве основы используются приведенные будущие денежные потоки от инвестиционных вложений [9, 12].

$$V_{\text{акт}} = \frac{\sum_{t=1}^T I_t \cdot (1+Y)^{(T-t)}}{(1+Y)^T}, \quad (1)$$

где, $V_{\text{акт}}$ – стоимость управляемых активов ФПИ; Y – декларируемая доходность инвестиций; I_t – планируемые к осуществлению совокупные инвестиции; T – срок осуществления вложений.

На этапе создания фонда применяется доходный подход. Синергетический эффект на данном этапе не наблюдается.

На стадии мониторинга и закрытия ФПИ целесообразно определить суммарную рыночную стоимость всех проектов, входящих в его инвестиционный портфель на дату проведения оценки. На данном этапе возможно проявление синергетического эффекта.

Синергетический эффект представляет собой дополнительную стоимость, которая возникает как результат объединения стоимости всех компаний при определении стоимости ФПИ. Эффект синергизма является

¹ Исследование автора.

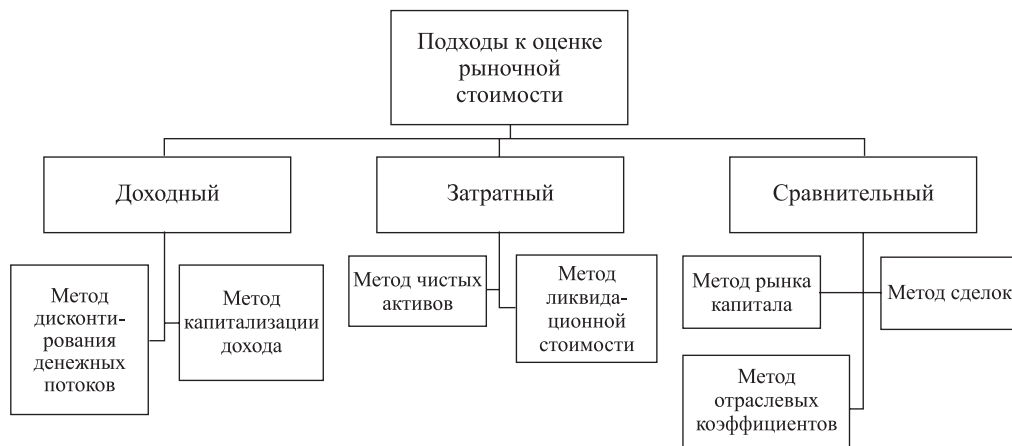
результатирующим показателем, характеризующим увеличение стоимости ФПИ за счет управления рядом проектов. Определить синергетический эффект возможно экспертным путем.

Согласно Указанию Банка России от 25.08.2015 № 3758-У «Об определении стоимости чистых активов инвестиционных фондов», оценщик должен определить стоимость чистых активов фонда, которая определяется как разница между стоимостью всех активов фонда прямых инвестиций, созданного в форме закрытого паевого фонда, и величиной всех обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов, на момент определения стоимости чистых активов. Стоимость активов и величина обязательств определяются по справедливой стоимости в соответствии с Международным стандартом финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» [10]. Справедливая стоимость и рыночная являются в целом эквивалентными категориями. Справедливая стоимость обычно используется в финансовой отчетности и как показатель рыночной стоимости, и как показатель нерыночной стоимости. В тех случаях, когда имеется возможность установить рыночную стоимость актива, она будет эквивалентна справедливой стоимости этого актива [11].

Анализ существующих подходов к оценке. Как было отмечено выше, для определения стоимости ФПИ на этапе создания, мониторинга и закрытия фонда необходимо определить стоимость каждой компании, входящей в ФПИ, и суммировать полученный результат для определения стоимости фонда в целом.

Согласно Приказу Минэкономразвития России от 20 мая 2015 г. № 297 «Об утверждении федерального стандарта оценки “Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)”», в целях определения рыночной стоимости организации используется три подхода: доходный, затратный и сравнительный.

В свою очередь каждый подход включает в себя различные методы оценки и определения стоимости компании (см. рисунок)².



Подходы и методы оценки рыночной стоимости компаний

² Исследование автора.

На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, где предложение и спрос не находятся в равновесии. Данные подходы и методы могут давать различные показатели стоимости и в зависимости от того, кто осуществляет расчеты и в каких целях проводится оценка стоимости компании.

Для определения стоимости фонда необходимо рассмотреть подходы и реализуемые в их составе методы, с помощью которых даются денежные оценки стоимости компаний, входящих в портфель фонда.

Доходный подход. Исходя из определения, приведенного в Приказе Минэкономразвития России от 20 мая 2015 г. № 297 «Об утверждении федерального стандарта оценки “Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)”», доходный подход представляет собой процедуру оценки стоимости, исходящую из принципа непосредственной связи стоимости бизнеса компании с текущей стоимостью его будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности и (или) возможной дальнейшей его продажи.

Доходный подход применим, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен приносить, а также связанные с объектом оценки расхода.

Как отметил Л. Санден³ на форуме финансовых директоров, проведенном компанией McKinsey в 2006 г. в Лондоне, «...фонды прямых инвестиций – лишь временные владельцы компаний, такова их модель деятельности. Но, если мы хотим дорого продать компанию инвестору или на фондовом рынке, мы должны помнить, что потенциальные покупатели будут платить лишь за то, что, с их точки зрения, будет иметь значительную стоимость в долгосрочной перспективе» [6]. Таким образом, доходный подход является одним из основополагающих для определения стоимости компаний в составе фонда и тем самым фонда в целом.

В рамках доходного подхода применяются различные методы, основанные на дисконтировании денежных потоков и капитализации дохода [5].

В сложившейся практике оценочной деятельности как в России, так и в зарубежных странах для определения рыночной стоимости компании наиболее часто используется метод дисконтированных денежных потоков. Метод основан на прогнозировании потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода. Если доход компании нестабилен, то данный метод необходим в использовании [22].

При использовании данного метода предполагается, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник, в свою очередь, не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов [4].

³ Л. Санден в 2006 г. являлся президентом и генеральным директором компании Sanites, одной из ведущих парфюмерно-косметических компаний Европы, которая контролировалась фондом прямых инвестиций EQT, с 1977 по 1998 г.

П.В. Карцев и А.А. Аканов в своей работе «Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса» описывают алгоритм определения стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков последовательностью следующих действий:

- 1) прогнозирование периода расчетов;
- 2) составление детального прогноза денежных потоков в течение прогнозного периода;
- 3) расчет ставки дисконтирования;
- 4) расчет терминальной стоимости (реверсии) – будущего значения стоимости бизнеса на конец прогнозного периода;
- 5) расчет стоимости бизнеса путем суммирования дисконтированных к дате оценки денежных потоков прогнозного периода и дисконтированной терминальной стоимости;
- 6) введение итоговых корректировок [8].

Для определения стоимости компании методом дисконтирования денежных доходов используется, как было отмечено выше, ставка дисконтирования. Под ставкой дисконтирования понимается требуемая инвестором норма доходности на вложенный капитал.

Отечественные и зарубежные авторы [7, 8, 25] выделяют несколько основных методов определения ставки дисконтирования (табл. 1).

Таблица 1

Методы определения ставки дисконтирования

Метод оценки капитальных активов (CAPM)	Метод арбитражного ценообразования	Метод кумулятивного построения
Использование модели предполагает наличие высоколиквидного эффективного рынка финансовых активов и величины требуемой отдачи на средства, вложенные в какой-либо актив, определяется общим уровнем риска, характерным для фондового рынка. Модель CAPM в полной мере применима только к акциям, имеющим постоянный оборот на фондовых биржах	Данный метод рассматривается как многофакторная модель оценки капитальных активов. Однако применима в течение определенного периода, после которого возникает необходимость строить ее заново из-за изменения факторов. Если факторов несколько, то у каждого фактора может быть свое характеристическое время. Модель достаточно трудоемкая в построении	Основной акцент в данной модели перенесен на выбор и обоснование премии за риск инвестиций в компанию. Ставка дисконтирования определяется суммированием безрисковой ставки и премии за риск. Метод достаточно субъективен в части определения премии за риск [16]

Источник: исследование автора.

Изучив различные методы определения ставки дисконтирования, можно сделать вывод, что для оценки стоимости компаний, входящих в ФПИ, наиболее оптимальным является метод кумулятивного построения, поскольку метод оценки капитальных активов (CAPM) применяется только для компаний, чьи акции торгуются на фондовом рынке, а метод арбитражного ценообразования является трудоемким в построении. При определении стоимости компании, входящей в портфель ФПИ, целесообразно использовать ставку дисконтирования, рассчитанную методом кумулятивного построения. Акции компаний, которые входят в портфель ФПИ, не обращаются на фондовом рынке, и тем самым экспертная оценка и тщательный анализ

финансово-хозяйственной деятельности компании необходимы для определения ставки дисконтирования, и метод кумулятивного построения позволяет это сделать.

Метод капитализации дохода основан на том, что стоимость компании прямо пропорциональна величине «репрезентативного дохода» (выручке от реализации, чистой прибыли, прибыли до уплаты налогов).

Основное отличие коэффициента капитализации, который используется в методе капитализации, от ставки дисконтирования в том, что она применяется ко всем денежным потокам, а коэффициент капитализации только к отдельно взятому денежному потоку [4].

Данный метод подразумевает определение стоимости компании отношением показателя чистого годового дохода к коэффициенту, определяющему капитализацию [21].

Метод капитализации дохода используется в тех случаях, когда доход компании стабилен. Если предполагается, что будущие доходы бизнеса будут нестабильны и отличаться по годам прогнозного периода, то оценку в таком случае целесообразно проводить с использованием метода дисконтирования денежных потоков.

Доходный подход учитывает будущий потенциал компании, и тем самым оценивается будущая стоимость фондов прямых инвестиций. Однако недостатком данного подхода является то, что иногда невозможно детально составить план денежных потоков на долгосрочную перспективу из-за экономической нестабильности в стране.

На этапе создания фонда оптимальным считается стоимость приобретения и/или информация о стоимости каждой компании, взятая из бизнес-плана, которая рассчитывается с использованием доходного подхода. На этапе мониторинга также целесообразно использовать доходный подход с использованием метода кумулятивных построений для определения ставки дисконтирования.

Затратный подход. В рамках затратного подхода применяются различные методы, основанные на определении затрат, необходимых для приобретения, воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа. Часто данный подход основан на выборе точной копии объекта оценки, которая имеет сопоставимые полезные свойства, определяемые федеральными стандартами оценки.

Для использования затратного подхода необходима достоверная информация. Если компания не продается и не покупается и получение прибыли не является базой для инвестиций (больницы, правительственные здания), оценка может проводиться затратным способом. Применение данного подхода наиболее оптимально для компаний специального назначения, материалоемких и фондоемких производств, имеющих разнородные активы, не приносящие устойчивый доход, а также в целях страхования [8].

Отличительным признаком затратного подхода является поэлементная оценка, так как происходит оценка каждой части имущественного комплекса с последующим суммированием их стоимости.

Для определения стоимости компании в рамках затратного подхода используются метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости (табл. 2).

Таблица 2

Методы определения стоимости компании в рамках затратного подхода

Методы	Описание
Метод чистых активов	Стоимость компании равна стоимости чистых активов, которая определяется разницей суммы стоимостей всех активов компании (материальных и нематериальных) и обязательств. Процедуру расчета рыночной стоимости обязательств дебиторов называют оценкой дебиторской задолженности компании [3]
Метод ликвидационной стоимости	Ликвидационная стоимость компании определяется как разность между суммарной стоимостью всех активов предприятия и затратами на его ликвидацию

Источник: исследование автора.

Затратный подход имеет свои преимущества и недостатки для использования в определении стоимости компании.

В.Е. Стровский, А.Х. Симонян выделяют следующие недостатки затратного подхода:

- 1) подход не учитывает синергетический эффект, перспективы развития компании и его эффективность;
- 2) оценка активов компании может не соответствовать реальной рыночной стоимости;
- 3) постоянно необходимо пересчитывать стоимость, так как информация из внешней среды регулярно обновляется, и оценка становится неактуальной [16].

Н.И. Барташевич, в свою очередь, выделяет следующие недостатки в использовании затратного подхода:

- 1) расчеты стоимости воспроизводства затратным подходом из-за их детализированности оказываются весьма трудоемкими и оправданы в крупных и дорогостоящих объектах;
- 2) исходная информация из сферы производства может быть не всегда надежной и достоверной;
- 3) стоимость, рассчитанная с помощью методов затратного подхода, не всегда эквивалентна рыночной стоимости [1].

В качестве преимущества данного подхода можно отметить, что показатели определяются на основе достоверной информации о реальных активах, которые находятся в собственности компании, что устраняет абстрактность, присущую другим подходам и методам оценки. Однако данный подход является неэффективным при оценке стоимости ФПИ, так как не учитывает будущую стоимость компаний, входящих в портфель фонда.

Сравнительный подход. Согласно Федеральному закону № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», сравнительный подход представляет собой совокупность методов оценки, основанных на получении стоимости объекта оценки путем сравнения оцениваемого объекта с объектами-аналогами. В отличие от затратного, сравнительный подход основывается на рыночной информации и учитывает текущие действия потенциальных продавцов и покупателей. При этом могут применяться как цены совершенных сделок, так и цены предложений [14].

В рамках сравнительного подхода применяются различные методы, основанные как на прямом сопоставлении оцениваемого объекта и объектов-аналогов, так и методы, основанные на анализе статистических данных и информации о рынке объекта оценки: метод рынка капитала (компаний-аналога), метод сделок (продаж), метод отраслевых коэффициентов (табл. 3).

Таблица 3

Методы оценки стоимости компании в рамках сравнительного подхода

Методы	Описание
Метод рынка капитала	Основан на анализе рыночных цен акций аналогичных компаний, где базой для сравнения служит цена на единичную акцию компаний-аналогов и используется для оценки миноритарного пакета акций
Метод сделок	Основан на использовании цены приобретения компании-аналога в целом или его контрольного пакета акций, а не отдельной акции
Метод отраслевых коэффициентов	Позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики. Применяется для ориентировочных оценок стоимости компаний, основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Расчеты ориентированы на рынок и учитываются факторы внешней среды, в которой функционирует компания

Источник: исследование автора.

Н.И. Барташевич считает, что преимуществом сравнительного подхода перед доходным и затратным подходами является то, что он базируется на рыночных данных и отражает соотношение спроса и предложения на рынках капитала [1]. Методы сделок и отраслевых коэффициентов предполагают, что инвесторы на фондовом рынке адекватно оценивают доходность и риск. В связи с этим стоимость оцениваемой компании, чьи акции не торгуются на рынке и входят в портфель ФПИ, может быть получена путем сопоставления с подобными компаниями, чьи акции находятся в свободном обращении на фондовых биржах. Однако стоимость, определенная таким способом, должна быть скорректирована.

В сравнительном подходе используются мультипликаторы. Т.А. Федорова утверждает, что в настоящее время российским условиям больше соответствует мультипликатор «стоимость/выручка от реализации». Показатель стоимости используется при оценке всего капитала компании, а не только акционерного. Автор аргументирует данный выбор тем, что на российском рынке функционирует большое количество предприятий с неакционерной формой капитала [18].

Использование сравнительного подхода в качестве основного подхода для оценки стоимости компании ограничено из-за отсутствия надежной и достоверной информации при сравнительном анализе продаж (покупок) аналогичных объектов. Данные о рентабельности, ликвидности, деловой активности предприятий, необходимые для расчетов, в свободном доступе встречаются достаточно редко. Однако стоимость фондов, которые близки к своему прекращению, может рассчитываться с использованием сравнительного подхода. Компании, входящие в портфель фонда, обычно при за-

крытии фонда продаются по рыночной цене с использованием сравнительного подхода.

Применительно к нашему предмету исследования целесообразно обратить внимание на исследование В.П. Шенягина, который выделяет новый синтезированный подход для оценки стоимости компании – инвестиционный [13, 23]. В результате изучения данного подхода определяется инвестиционная стоимость компании, которая рассчитывается исходя из ее доходности для конкретного инвестора при заданных инвестиционных целях.

Согласно исследованиям В.П. Шенягина, затратный, сравнительный и доходный подходы опираются на информацию одного из временных периодов (прошлое, настоящее и будущее) и не вполне отражают динамику процесса управления стоимостью (табл. 4) [23].

Таблица 4

Концепции и подходы к оценке компании

Подходы	Доходный	Сравнительный	Затратный	Инвестиционный
Время	Будущее	Настоящее	Прошлое	Прошлое и будущее
Концепции	Ликвидность	Замещение	Накопление активов	Капитализация, стоимость, ликвидность, риск
Принципы	Ожидание	Замещение	Копирование	Развитие
Ключевые параметры	Доходы в будущем, остаточная стоимость (CF, FCF, I, EBIT, EBT)	Цена продаж аналогов, мультипликатор	Затраты на создание накопленного имущества (EVA, MVA, SVA, CVA, CFROI)	Инвестиции в прошлом и реинвестиции в будущем

Инвестиционный подход ориентирован на наращивание стоимости добавлением финансового капитала. Доходный подход в отличие от инвестиционного направлен на будущие доходы, которые могут быть изъяты собственниками, а в инвестиционном подходе предполагается, что момент изъятия средств оговаривается изначально с собственниками бизнеса.

В качестве основной модели в данном подходе используется модель добавленной стоимости (MVA) [24], которую можно представить как разницу между приведенной стоимостью всех ожидаемых в будущем составляющих EVA (NPV за уже реализованные и еще только планируемые проекты) и инвестированным капиталом.

Показатель MVA рассчитывается только для тех компаний, чьи акции торгуются на фондовом рынке и не применим к расчету стоимости компаний, входящих в портфель ФПИ. Инвестиционный подход нецелесообразно использовать при расчете стоимости ФПИ, так как акции компаний, входящих в портфель фонда, не торгуются на фондовом рынке.

Каждый рассматриваемый подход характеризуется определенными достоинствами, недостатками, а также особенностью их использования (табл. 5). При выборе используемых при проведении оценки подходов следует учитывать не только возможность применения каждого из подходов,

Таблица 5

Преимущества, недостатки и основные случаи применения подходов к оценке бизнеса
(доходный, затратный, сравнительный и инвестиционный)

Подходы	Преимущества	Недостатки	Основные случаи применения
Доходный	Учитывает будущий потенциал компании; учитывает уровень риска с использованием ставки дисконтирования	Иногда возникает проблема невозможности составления детального плана денежных потоков на долгосрочную перспективу из-за экономической нестабильности в стране [16]	Компании, находящиеся на стадии роста или стабильного экономического развития; компании, входящие в портфель ФПИ
Затратный	Стоимость компании определяется на дату анализа; нет необходимости в прогнозах и указываются фактические данные; результаты оценки обоснованы, так как расчеты осуществляются с учетом износа оборудования предприятия	Не учитываются перспективы развития компании и будущие доходы; не учитываются такие факторы, как успешность компании, занимаемая ей доля рынка и способность приносить доход; оценка активов компании может не соответствовать реальной рыночной стоимости; постоянно необходимо пересчитывать стоимость, так как информация из внешней среды регулярно обновляется и оценка становится неактуальной; расчеты трудоемки и являются дорогостоящими; информация для расчета может быть не всегда надежной и достоверной; затраты не всегда эквивалентны рыночной стоимости	Оценка контрольного пакета акций компании, обладающей значительными материальными активами; новые компании при отсутствии ретроспективных данных о прибыли; компании на стадии ликвидации; общественно-государственные и специальные объекты; оценка объектов в целях страхования или налогообложения
Сравнительный	Расчеты ориентированы на рынок и учитываются факторы внешней среды, в которой функционирует компания; возможно рассчитать стоимость компаний, чьи акции торгуются на фондовом рынке, где адекватно оценивается доходность и риск	Дефицит надежной и достоверной информации; недостаток данных о рентабельности, ликвидности, деловой активности предприятий в свободном доступе; необходимость внесения корректировок после расчета	Слияние и поглощение компаний; расчет стоимости доли в компании; продажа компаний при наличии объектов-аналогов
Инвестиционный	Отражает динамику процесса управления стоимостью; учитывает процесс реинвестирования доходов	Применим для ограниченного числа компаний (компаний, акции которых обращаются на рынке ценных бумаг)	Компании, акции которых обращаются на фондовом рынке

Источник: исследование автора.

но и цели и задачи оценки, предполагаемое использование результатов оценки, допущения, полноту и достоверность исходной информации.

Перечисленные выше подходы к оценке стоимости компании не используются изолированно, а взаимно дополняют друг друга. Каждый из них предлагает использование различных видов информации, получаемой на рынке.

Авторский подход. В результате оценки стоимости ФПИ с использованием вышеуказанных подходов также возможны расхождения из-за особенностей, которые присущи разным этапам функционирования фонда: этап создания – стоимость фонда прогнозируется; этап мониторинга – стоимость фонда создается; этап закрытия – компании, входящие в портфель фонда, продаются или выходят на IPO.

При затратном подходе стоимость бизнеса определяется как стоимость имущества, находящегося на балансе предприятия. А для ФПИ основным является возможность выхода из предприятия и важна стоимость продажи данного бизнеса с приращением, поэтому затратный метод в случае оценки стоимости ФПИ является неэффективным.

Исходя из случаев применения, доходный подход является наиболее оптимальным на этапе создания и мониторинга ФПИ, так как учитывает будущий потенциал портфельных компаний и уровень риска с использованием ставки дисконтирования, что особенно важно на стадии роста или стабильного экономического развития компаний, входящих в портфель ФПИ.

Проанализировав различные подходы, методы оценки стоимости компаний, а также основные случаи их применения, важно отметить, что универсального подхода не существует, так как рыночная стоимость портфельных компаний не определена до момента выхода (табл. 6) и продажи доли портфельных компаний по рыночной цене. Тем самым точную стоимость фонда возможно определить только при закрытии фонда. Оценку на данном этапе возможно проводить с использованием сравнительного подхода, так как портфельная компания продается на рынке по рыночной цене.

Таблица 6

Рекомендуемые подходы к оценке стоимости ФПИ на этапе их формирования, мониторинга и закрытия

Этапы	Подходы к оценке стоимости ФПИ
Создание ФПИ	Доходный подход (информация берется из бизнес-плана) без учета синергетического эффекта
Мониторинг	Доходный подход с использованием метода кумулятивных построений для расчета ставки дисконтирования. Возможен учет синергетического эффекта
Закрытие ФПИ	Сравнительный подход

Источник: исследование автора.

Оценка стоимости ФПИ помогает управляющим фонда выявить альтернативные методы управления фондов и определить, какой из них обеспечивает в будущем максимальную эффективность и, следовательно, более высокую рыночную цену, что является основной целью при закрытии фонда.

Вывод. На разных этапах функционирования ФПИ необходимо использовать различные подходы. Для только что созданных фондов оптимальным считается стоимость приобретения и/или информация о каждой компании, взятая из бизнес-плана. На этапе мониторинга для определения стоимости ФПИ целесообразно использовать доходный подход и метод кумулятивных построений для определения ставки дисконтирования. Фонды, которые близки к своему прекращению, должны использовать сравнительный подход, что позволит продать компанию или акции компании по рыночной стоимости при закрытии ФПИ.

Литература

1. *Барташевич Н.И.* Методические подходы к оценке стоимости организаций // *Инновационная среда и управление инновациями*. 2014. № 1 (18). С. 22–25.
2. *Гаджиев М.М., Кунниева З.А., Багиев М.Б.* Принципы и методы оценки эффективности деятельности промышленного предприятия // *Управление экономическими системами: электронный научный журнал*. 2011. № 35. С. 39.
3. *Гараева К.М., Татарникова Д.Н.* Проблемы оценки стоимости бизнеса методом чистых активов // *Сборник статей Международной научно-практической конференции 25 декабря 2016 г. Часть 3*. Пермь: НИЦ АЭТЕРНА, 2016.
4. *Гурфова С.А.* Методические подходы к оценке стоимости бизнеса // *Социальные науки*. 2015. № 7-1 (10). С. 73–78.
5. *Джеймс Р. Хитчнер.* Три подхода к оценке стоимости бизнеса // *Маросейка*. 2008. 304 с.
6. *Доббс Р.* Как создавалась стоимость // *The McKinsey Quarterly*. 2006.
7. *Камнев И.М., Жулина А.Ю.* Методы обоснования ставки дисконтирования // *Проблемы учета и финансов*. 2012. № 2 (6). С. 30–35.
8. *Карцев П.В., Аканов А.А.* Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса // *Вопросы оценки*. 2012. № 2. С. 2–19.
9. *Кудрявцева Е.Л.* Фонд прямых инвестиций как объект стоимостной оценки // *Управление экономическими системами: электронный научный журнал*. 2014. № 10 (70). С. 13.
10. *Логоев А.А., Мехтиева Л.Ф.* Анализ и сравнение методов прогнозирования денежных потоков при оценке стоимости бизнеса // *Научные записки молодых исследователей*. 2015. № 6. С. 36–43.
11. *Мирхабудинова Р.И.* Современные тенденции развития справедливой и рыночной стоимости в контексте МСФО // *Россия в современном мире: в поисках инновационной стратегии; новые модели роста*. Материалы международной межвузовской научной магистерской конференции. 26 апреля 2012 года: сборник докладов. СПб., 2012. 320 с.
12. *Нестеренко Е.А.* Методы оценки стоимости венчурного капитала // *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. 2012. № 5-6. С. 129–143.
13. *Новиков А.А.* Обзор современных подходов к оценке стоимости бизнеса // *Вестник молодых ученых СГЭУ*. 2015. № 2 (32). С. 129–132.
14. *Сарычева Т.А., Раджабов З.М., Филенко Д.Г.* Некоторые особенности применения сравнительного подхода при оценке стоимости бизнеса // *Оборонный комплекс – научно-техническому прогрессу России*. 2013. № 1. С. 109–112.
15. *Соколова Ю.В.* Создание добавленной стоимости компании венчурным инвестором // *Российское предпринимательство*. 2011. № 11-2. С. 48–54.
16. *Стровский В.Е., Симонян А.Х.* Подходы и методы оценки стоимости бизнеса в современных условиях // *Известия Уральского государственного горного университета*. 2014. № 1 (33). С. 59–62.

17. *Тюрина А., Семенов А., Воркуева О.* Юридические аспекты оформления посевных и венчурных сделок / ОАО «Российская венчурная компания», «Воркуева и партнеры». 2013.
18. *Федорова Т.А.* Сравнительный подход к оценке и формированию рыночной стоимости инновационно-активного предприятия на основе относительных мультипликаторов // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. 2016. № 1-1. С. 270–279.
19. *Федулова Е.А., Емохонова Ю.М.* Организационные формы коллективного инвестирования прямых инвестиций: проблемы и перспективы развития // Сибирская финансовая школа. 2015. № 4 (111). С. 81–84.
20. *Филатова Т.В., Орехова Н.П., Бурсова А.П.* Средневзвешенная стоимость капитала в теории Модельяни–Миллера, модифицированной для конечного времени жизни компании // Вестник Финансового университета. 2008. № 4. С. 68–77.
21. *Ходыревская В.Н., Меньшикова М.А.* Методологические подходы к оценке стоимости бизнеса // Вестник Курской государственной сельскохозяйственной академии. 2014. № 8. С. 22–26.
22. *Чурсин М.А., Бичинская Т.Г., Серова П.А.* Использование доходного подхода к оценке бизнеса в условиях финансовой и экономической нестабильности // Системный анализ в проектировании и управлении: Сборник научных трудов XVIII Междунар. науч.-практ. конф. Ч. 2. СПб.: Изд-во Политехн. ун-та, 2014. 217 с.
23. *Шенягин В.П.* Концепции и образность подходов в оценке стоимости бизнеса // Актуальные направления научных исследований: от теории к практике. 2015. № 4 (6). С. 309–312.
24. *Ястребинский М.А., Грабская Е.П., Евдокимова Н.В.* Практика использования показателя рыночной добавленной стоимости (MVA) в оценке деятельности горной компании // Горные науки и технологии. 2013. № 12. С. 306–311.
25. Is the CAPM testable? [Capital Asser Pricing Model] Canadian Investment Review. 1999. Т. 12. № 2. Р. 64.
26. Словарь бизнес-терминов. Академик.ру. 2001. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://dic.academic.ru/searchall.php?SWord=%D0%BE%D0%BF%D1%82%D0%B8%D0%BC%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F&from=xx&to=ru&did=ogegova&stype=> (дата обращения: 20.05.2017).

Bibliography

1. *Bartashevich N.I.* Metodicheskie podhody k ocenke stoimosti organizacij // Innovacionnaja sreda i upravlenie innovacijami. 2014. № 1 (18). P. 22–25.
2. *Gadzhiev M.M., Kunnieva Z.A., Bagishev M.B.* Principy i metody ocenki jeffektivnosti dejatel'nosti promyshlennogo predpriyatija // Upravlenie jekonomicheskimi sistemami: jelektronnyj nauchnyj zhurnal. 2011. № 35. P. 39.
3. *Garaeva K.M., Tatarnikova D.N.* Problemy ocenki stoimosti biznesa metodom chistyh aktivov // Sbornik statej Mezhdunarodnoj nauchno-prakticheskoj konferencii 25 dekabrja 2016 g. Chast' 3. Perm': NIC AJeTERNA, 2016.
4. *Gurfova S.A.* Metodicheskie podhody k ocenke stoimosti biznesa // Social'nye nauki. 2015. № 7-1 (10). P. 73–78.
5. *Dzhejms R.* Hitchner. Tri podhoda k ocenke stoimosti biznesa // Marosejka. 2008. 304 p.
6. *Dobbs R.* Kak sozdavalas' stoimost' // The McKinsey Quarterly. 2006.
7. *Kamnev I.M., Zhulina A.Ju.* Metody obosnovanija stavki diskontirovanija // Problemy ucheta i finansov. 2012. № 2 (6). P. 30–35.
8. *Karcev P.V., Akanov A.A.* Obzor praktiki primenenija dohodnogo podhoda k ocenke biznesa // Voprosy ocenki. 2012. № 2. P. 2–19.
9. *Kudrjavceva E.L.* Fond prjamyh investicij kak ob#ekt stoimostnoj ocenki // Upravlenie jekonomicheskimi sistemami: jelektronnyj nauchnyj zhurnal. 2014. № 10 (70). P. 13.

10. Logoveev A.A., Mehtieva L.F. Analiz i sravnenie metodov prognozirovaniya denezhnyh potokov pri ocenke stoimosti biznesa // Nauchnye zapiski molodyh issledovatelej. 2015. № 6. P. 36–43.
11. Mirhabutdinova R.I. Sovremennye tendencii razvitiya spravedливой i rynochnoj stoimosti v kontekste MSFO // Rossiya v sovremennom mire: v poiskah innovacionnoj strategii; novye modeli rosta. Materialy mezhdunarodnoj mezhvuzovskoj nauchnoj masterskoj konferencii. 26 aprlja 2012 goda: sbornik dokladov. SPb., 2012. 320 p.
12. Nesterenko E.A. Metody ocenki stoimosti venchurnogo kapitala // Jekonomika: vchera, segodnja, zavtra. 2012. № 5-6. P. 129–143.
13. Novikov A.A. Obzor sovremennyh podhodov k ocenke stoimosti biznesa // Vestnik molodyh uchenyh SGJeU. 2015. № 2 (32). P. 129–132.
14. Sarycheva T.A., Radzhabov Z.M., Filenko D.G. Nekotorye osobennosti primeneniya sravnitel'nogo podhoda pri ocenke stoimosti biznesa // Oboronnyj kompleks – nauchno-tehnicheskomu progressu Rossii. 2013. № 1. P. 109–112.
15. Sokolova Ju.V. Sozdanie dobavlennoj stoimosti kompanii venchurnym investorom // Rossijskoe predprinimatel'stvo. 2011. № 11-2. P. 48–54.
16. Strovskij V.E., Simonjan A.H. Podhody i metody ocenki stoimosti biznesa v sovremennyh uslovijah // Izvestija Ural'skogo gosudarstvennogo gornogo universiteta. 2014. № 1 (33). P. 59–62.
17. Tjurina A., Semenov A., Vorkueva O. Juridicheskie aspekty oformleniya posevnyh i venchurnyh sdelok // OAO «Rossijskaja venchurnaja kompanija», «Vorkueva i partnery». 2013.
18. Fedorova T.A. Sravnitel'nyj podhod k ocenke i formirovaniyu rynochnoj stoimosti innovacionno-aktivnogo predpriyatija na osnove odnositel'nyh mul'tiplikatorov // Izvestija Tul'skogo gosudarstvennogo universiteta. Jekonomicheskie i juridicheskie nauki. 2016. № 1-1. P. 270–279.
19. Fedulova E.A., Emohonova Ju.M. Organizacionnye formy kollektivnogo investirovaniya prjamyh investicij: problemy i perspektivy razvitiya // Sibirskaia finansovaja shkola. 2015. № 4 (111). P. 81–84.
20. Filatova T.V., Orehova N.P., Brusova A.P. Srednevzveshennaja stoimost' kapitala v teorii Model'jani-Millera, modifitsirovannoj dlja konechnogo vremeni zhizni kompanii // Vestnik Finansovogo universiteta. 2008. № 4. P. 68–77.
21. Hodyrevskaja V.N., Men'shikova M.A. Metodologicheskie podhody k ocenke stoimosti biznesa // Vestnik Kurskoj gosudarstvennoj sel'skohozjajstvennoj akademii. 2014. № 8. P. 22–26.
22. Chursin M.A., Bichinskaja T.G., Serova P.A. Ispol'zovanie dohodnogo podhoda k ocenke biznesa v uslovijah finansovoj i jekonomicheskoj nestabil'nosti // Sistemnyj analiz v proektirovanii i upravlenii: Sbornik nauchnyh trudov XVIII Mezhdunar. nauch.-prakt. konf. Ch. 2. SPb.: Izd-vo Politehn. un-ta, 2014. 217 p.
23. Shenjagin V.P. Konceptii i obraznost' podhodov v ocenke stoimosti biznesa // Aktual'nye napravleniya nauchnyh issledovanij: ot teorii k praktike. 2015. № 4 (6). P. 309–312.
24. Jastrebinskij M.A., Grabskaja E.P., Evdokimova N.V. Praktika ispol'zovanija pokazatelya rynochnoj dobavlennoj stoimosti (MVA) v ocenke dejatel'nosti gornoj kompanii // Gornye nauki i tehnologii. 2013. № 12. P. 306–311.
25. Is the CAPM testable? [Capital Asser Pricing Model] Canadian Investment Review. 1999. T. 12. № 2. P. 64.
26. Slovar' biznes-terminov. Akademik.ru. 2001. [Jelektronnyj resurs] Rezhim dostupa: <http://dic.academic.ru/searchall.php?SWord=%D0%BE%D0%BF%D1%82%D0%B8%D0%BC%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F&from=xx&to=ru&did=ogegova&stype=> (data obrashhenija: 20.05.2017).