

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
Кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

_____ И.С.Ферова _____
подпись инициалы, фамилия

« ____ » _____ 20 16 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

ОСОБЕННОСТИ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ ОБЩЕСТВ С ОГРАНИЧЕННОЙ
ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ
(НА ПРИМЕРЕ ООО «БРЕННТЕК»)

направление 38.04.08 «Финансы и кредит»

код и наименование направления

магистерская программа 38.04.08.01 «Финансовые рынки»

код и наименование магистерской программы

Научный руководитель	_____	<u>доцент, к. э. н.</u>	<u>Шнюкова Е.А.</u>
	подпись, дата	должность, ученая степень	инициалы, фамилия
Выпускник	_____		<u>Алякина И.В.</u>
	подпись, дата		инициалы, фамилия

Красноярск 2016

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1 Теоретические основы стоимостной оценки бизнеса	7
1.1 Сущность и виды стоимостной оценки бизнеса	7
1.2 Существующие подходы в оценивании и их основные методы	17
1.3 Общеправовые аспекты функционирования обществ с ограниченной ответственностью в РФ и необходимость их оценки	25
2 Разработка методики оценки компаний, имеющих организационно-правовую форму обществ с ограниченной ответственностью.....	29
2.1 Особенности оценки ООО при использовании существующих подходов в РФ и их основные ограничения	29
2.2 Методики дисконтирования денежных потоков при реализации доходного подхода к оценке ООО	34
2.3 Совершенствование методики определения ставки дисконтирования с учетом премии за риск.....	52
3 Апробация методики на примере ООО «Бреннтек»	58
3.1 Краткая характеристика компании ООО «Бреннтек»	58
3.2 Оценка рыночной стоимости ООО «Бреннтек»	60
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	66
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	72
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	77

ВВЕДЕНИЕ

В современных экономических условиях предприятия являются не только юридической формой, в рамках которой осуществляется производственный процесс, нацеленный на создание новой стоимости, но и сами вследствие этого представляют определенную стоимость, а также являются объектами купли - продажи, что обуславливает необходимость формирования научно обоснованных подходов к управлению их стоимостью.

В зарубежной практике оценка стоимости является достаточно давно признанным финансовым приемом, в основе которого лежит метод приведенной стоимости при планировании капитальных вложений и метод стоимостной оценки, разработанные М.Миллером и Ф.Модильяни. Вместе с тем, концепция регулярной оценки стоимости предприятий воспринята главным образом в публичных компаниях, поскольку акцент делается на учет интересов акционеров в условиях развитого рынка ценных бумаг.

В июле 2015 в России было зарегистрировано 4 262 184 юридических лица. При этом 4 171 883 компаний непубличные и имеют статус либо обществ с ограниченной ответственностью, либо закрытых акционерных обществ, акции которых не имеют рыночной котировки, из-за чего их оценка существенно затруднена. [47] Для многих предприятий этой группы характерна низкая рентабельность или убыточность вследствие неэффективного менеджмента, поэтому они представляют собой объекты поглощения или покупки, в которых может быть заинтересован определенный круг инвесторов.

Кроме того, понимание стоимости предприятия важно не только при процедурах банкротства, но и в рамках текущего управления, поскольку увеличение стоимости бизнеса является одним из важнейших критериев современного эффективного управления.

Поскольку в России экономика развивается по своему самобытному пути, концепции, способы и методы оценки стоимости предприятий требуют

адаптации с учетом специфики российских условий, что и определяет актуальность темы диссертационного исследования.

Проблемы стоимостной оценки компаний и бизнеса в отечественной экономической литературе рассматриваются авторами: С.В. Валдайцевым [11], И.А. Егеревым [20], Ю.В. Козырем [25,26], М.А. Федотовой [34], Е.В. Чирковой [38], однако особенности оценки обществ с ограниченной ответственностью в научной отечественной литературе не раскрыты.

В зарубежной научной литературе (работы А. Дамодарана [18], Т.Коупленда [27], Т.Коллера [27], Г.Десмонда [19]) исследования в области оценки непубличных компаний заключаются в одну главу, но даже в таком случае форма обществ с ограниченной ответственностью является уникальной и может ее проблемы могут раскрыть только отечественные авторы, учитывая особенности российской экономики.

Цель диссертационного исследования заключается в совершенствовании методики и разработке практических рекомендаций определения рыночной стоимости Обществ с ограниченной ответственностью доходным подходом.

В соответствии с указанной целью в работе поставлены следующие исследовательские задачи:

1. Сформулировать определение рыночной стоимости и рассмотреть виды стоимостной оценки
2. Проанализировать и сравнить существующие подходы в оценивании
3. Рассмотреть проблемы в оценивании рыночной стоимости ООО и ограничения существующих подходов для данной организационно-правовой формы
4. Выбрать наиболее подходящую методику оценки ООО при реализации доходного подхода
5. Адаптировать выбранную методику применительно к оценке ООО с учетом особенностей национального рынка и разработать рекомендации по ее практическому использованию в рамках доходного подхода.

Предметом исследования выступают экономические, финансовые и организационные отношения, возникающие в процессе определения и использования рыночной стоимости ООО.

Объектом исследования являются методы оценки в рамках доходного подхода, применяемые при определении рыночной стоимости ООО.

Теоретико-методологическую основу исследования составляют фундаментальные положения, концепции и научные принципы, разработанные отечественными и зарубежными специалистами в области финансов и кредита, стоимостной оценки бизнеса.

В процессе проведения исследования применялись общенаучные методы: анализ и синтез, индукция и дедукция, исторический и логический методы, а также методы экспертных оценок, сравнения. Использование данных методов исследования обеспечивает достаточный уровень надежности полученных результатов и позволяет наиболее полно осуществить научный анализ решения поставленных задач.

Информационно-эмпирическую базу исследования составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, регулирующие взаимоотношения субъектов оценочной деятельности в области оценки собственности, материалы научно-практических семинаров по вопросам развития оценки, статистические данные консалтинговых компаний, статьи из периодических научных изданий и официальных сайтов сети Интернет.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в уточнении определения понятия рыночной стоимости, разработке теоретических и практических рекомендаций по использованию методов оценки в рамках доходного подхода при определении рыночной стоимости ООО.

Теоретическая значимость диссертационной работы определяется дальнейшим развитием методов оценки стоимости ООО доходным подходом. Выводы и рекомендации, полученные в процессе работы, могут быть

использованы для применения доходного подхода в оценке стоимости ООО и в проведении дальнейших научных исследований в этой области.

Практическая значимость исследования заключается в том, что выявленные автором проблемы и пути их преодоления позволяют применять на практике оценки ООО доходный доход.

Диссертационная работа изложена на 77 страницах, включает в себя введение, три главы основного текста, содержащие 9 параграфов, заключение, библиографический список, состоящий из 50 источников, 7 таблиц, 22 формул и 3 приложения.

1 Теоретические основы стоимостной оценки бизнеса

1.1 Сущность и виды стоимостной оценки бизнеса

Несмотря на тот факт, что с момента перехода к рыночной экономике в России прошло четверть века, национальная система оценки осталась неразвитой.

Сложность оценочной деятельности заключается в учете общемировых тенденций в развитии этого научного направления тогда, как отечественная практика значительно отличается от зарубежной. Тем не менее, базой для развития оценки должен стать богатый мировой опыт теории и практики оценочной деятельности, который существует уже около века.

Нашей задачей не является слепое копирование зарубежного опыта или попытка создания неких «принципиально новых» подходов. Мы должны адаптировать существующую практику к определенной цели – оцениванию обществ с ограниченной ответственностью в Российских условиях.

В ходе нашего исследования чрезвычайно важно определиться с терминологической составляющей. Основная проблема состоит в том, что отечественная оценочная практика адаптирует к российским реалиям зарубежные научные труды, что затрудняет определение понятийной базы из-за: 1. специфики менталитета в деятельности российских предпринимателей; 2. неверного или неточного перевода зарубежных трудов, требующий множество пояснений и ссылок; 3. наличие противоречивых интерпретаций определения стоимости, а также диверсификация понятийного аппарата в области оценивания (часто авторы вкладывают в одинаковые термины разный смысл и интерпретируют их по своему усмотрению).

Цель данного параграфа в определении оценочной стоимости и рассмотрении основных видов стоимостей.

Стоимость относится к числу фундаментальных экономических категорий и не имеет единственного или даже хотя бы общепринятого

определения. Поэтому определить понятие оценочной стоимости представляет сложность.

Обратимся к Федеральному стандарту оценки № 1 [6]: «При определении стоимости объекта оценки определяется расчетная величина цены объекта оценки, определенная на дату оценки в соответствии с выбранным видом стоимости. Совершение сделки с объектом оценки не является необходимым условием для установления его стоимости». Несмотря на то, что это юридически закрепленное определение, оно не совсем корректно с экономической точки зрения. Стоимость не является расчетной величиной цены объекта оценки, то есть историческим фактом (когда определены однозначно временной и пространственный параметры сделки), оценочная стоимость не есть исторический факт, так как однозначно определен только временной параметр – дата оценки, и никакой речи о сделке не идет.

Международный стандарт оценки МСО-2 [2] определяют стоимость как «экономическое понятие, устанавливающие взаимоотношения между товарами и услугами, доступными для приобретения, и теми, кто их покупает и продает. Стоимость является не историческим фактом, а оценкой ценности конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с выбранным определением стоимости. Экономическое понятие стоимости выражает рыночный взгляд на выгоду, которую имеет обладатель данного товара или клиент, которому оказывают данную услугу, на момент оценки стоимости».

Ряд авторов дают собственные определения: так, Харитонов А. [36, с.22] определяет стоимость как расчетную денежную величину в конкретный момент времени, определенную аналитиком на основе активов, прогнозируемых доходов и аналогичных продаж». Маховикова Г. [21, с.142] понимает под стоимостью «денежный эквивалент ценности объекта». Но на наш взгляд, это слишком размытое определение. Наиболее близкое к логике определение стоимости приводит Касьяненко [24, с.62], которая подразумевает под оценочной стоимостью «оценку ценности в деньгах (т.е. расчетной сумме

денежных средств) конкретных товаров или услуг в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка в соответствии с конкретными целью и функцией оценки, зависящими от субъекта».

Несмотря на то, что каждый российский оценщик обязан следовать нормативно-правовым актам РФ, мы бы хотели скорректировать определение, данное в ФСО 1, учитывая те нюансы, о которых мы упоминали выше: стоимость – вариант оценки ценности конкретной единицы или комплекса единиц в фиксированный промежуток времени в условиях существующего на определенный момент рынка.

В соответствии с Федеральным стандартом оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО №2)» (в ред. Приказа Минэкономразвития РФ от 22.10.2010 №509) применяют следующие виды стоимости:

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- ликвидационная стоимость;
- кадастровая стоимость.

Столь короткий список вызывает вопросы: как оценивать машины и оборудование без утилизационной и скраповой (стоимость выработавших свой ресурс и списываемых транспортных средств, а также транспортных средств, не подлежащих восстановлению после повреждений, полученных в результате аварии, стихийного бедствия и по другим внешним причинам, при условии, что все агрегаты, узлы и детали транспортного средства подлежат переработке в металлолом) стоимостей? Или как подойти к оцениванию бизнеса без фундаментальной стоимости и стоимости предприятия как действующего? Или как оценивать некоторые объекты интеллектуальной собственности и нематериальные активы без потребительской стоимости, обеспечивающие оценку активов, неотчуждаемых от предприятия, для которого отдельно рыночной стоимости не существует, как не существует и рынка.

Не намного больше видов стоимостей указаны в Международных стандартах оценки (МСО-2). В разделе «Организация Международных стандартов» указана классификация оценочных стоимостей под заголовком «Компоненты стоимости, отличные от рыночной»:

- стоимость в использовании;
- инвестиционная стоимость или ценность;
- стоимость действующего предприятия;
- страховая стоимость;
- налогооблагаемая стоимость;
- утилизационная стоимость;
- ликвидационная стоимость или стоимость вынужденной продажи;
- специальная стоимость;
- стоимость объединения.

По подзаголовку становится ясно, что авторы имеют в виду стоимости нерыночного типа, однако утилизационная и ликвидационная стоимости принадлежат к рыночному типу, так как они рассчитываются по данным соответствующих рынков (долгов, обязательств, лома, дебиторской задолженности и пр.).

Если полагаться на МСО-2, то получается, что инвестиционная стоимость является ценностью, но это некорректно, так как оценочная стоимость – это мера ценности в денежном выражении.

В ФСО-2 и в МСО-2 указаны не все виды стоимостей. В теории определены и используются на практике в два раза больше видов. Однако в наши задачи не входит рассмотрение всех видов стоимостей.

Опишем основные виды стоимости, данные в ФСО-2 и МСО-2.

Рыночная стоимость.

Рыночная стоимость как понятие является базой для оценки большинства ресурсов экономики рыночного типа и лежит в основе практически всей

оценочной деятельности. Данный термин широко используется в качестве законодательно установленного стандарта оценки во многих странах.

Рассмотрим определение данного понятия, предлагаемое в различных нормативно-правовых актах и стандартах.

Таблица 1 – Сравнение определений понятия рыночная стоимость

ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» от 29.07.98 г. № 135-ФЗ	ФЗ «Об акционер обществах»	МСО-1 (международный стандарт оценки)
РС - наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда: одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение; стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах; объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки; цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было; платеж за объект оценки выражен в денежной форме.	Рыночной стоимостью имущества, включая стоимость акций или иных ценных бумаг общества, является цена, по которой продавец, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его продавать, согласен был бы продать его, а покупатель, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его приобрести, согласен был бы приобрести.	РС – расчетная величина – денежная сумма, за которую имущество должно переходить из рук в руки на дату оценки между добровольным покупателем и добровольным продавцом в результате коммерческой сделки поле адекватного маркетинга; при этом полагается, что каждая из сторон действовала компетентно и без принуждения.

Как видно из определений, существует значимая разница в формулировках из международного стандарта и отечественных документах. Если объединить три определения, то рыночную стоимость можно определить как денежную сумму, за которую материальные и нематериальные активы должны переходить из собственности одного лица к другому на дату оценки

между добровольным покупателем и добровольным продавцом в результате коммерческой сделки.

Ликвидационная стоимость.

Ликвидационная стоимость необходима в случае ликвидации предприятия для реализации активов по отдельности.

При определении ликвидационной стоимости объекта оценки определяется расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества. При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

В определении ФСО 2 несколько нарушена логика: здесь утверждается, что данная стоимость не относится к стоимости рыночного типа. Хотя по ликвидационной стоимости продаются объекты на рынке долгов и обязательств, у которых свои рыночные условия, как на всяком ином рынке, формирующиеся и типичные именно для данного конкретного рынка.

В определении рыночной стоимости нарушаются два видовых условия, не выводящие ситуацию за пределы стоимостей рыночного типа:

1. обязательно нарушается условие невынужденности возможной продажи объекта собственности; предстоящая сделка – вынужденная;
2. нарушается (но может и не нарушаться) условие типичности (нормальной продолжительности) периода экспозиции для рассматриваемого сегмента рынка, – он меньше типичного, но может быть и равен ему (этот второй случай вообще не отражен в определении ФСО-2, хотя и встречается на практике). В этом случае ликвидационная стоимость может численно и только численно равняться рыночной стоимости, но никогда не может стать рыночной

стоимостью в силу доминирующего условия. ФСО-2 ошибочно относит случай «определения стоимости имущества должника в ходе процедуры банкротства» к ситуации, требующей определения рыночной стоимости. При банкротстве условие вынужденности налицо.

В конце концов, ликвидационную стоимость или стоимость вынужденной продажи можно определить как «денежную сумму, которая реально может быть получена от вынужденной продажи собственности в срок, возможно, слишком короткий для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости». [24, с.95]

Инвестиционная стоимость.

В отличие от рыночной стоимости инвестиционная стоимость предполагает расчет стоимости фирмы для конкретного инвестора в зависимости от его индивидуальных инвестиционных требований, склонностей и предпочтений. Вообще существуют ряд причин, по которым инвестиционная стоимость может отличаться от рыночной:

- в оценке будущей прибыльности (индивидуальная норма отдачи на капитал);
- в индивидуальных представлениях о степени риска (не среднерыночном);
- в возможном наличии нетипичной налоговой ситуации (налоговые льготы, особый налоговый статус);
- в возможности сочетаемости собственности при ее конкретном использовании с другими объектами, которые также принадлежат владельцу или контролируются им (синергический эффект, который может снизить риски, например, при слиянии предприятий);
- наконец, в возможном наличии льготной системы кредитования, не отчуждаемой от данного конкретного владельца (т.е. которая не переходит к новому владельцу).

В МСО-2 инвестиционная стоимость – стоимость собственности для конкретного инвестора, или группы инвесторов, при определенных целях инвестирования.

Е.И.Тарасевич под инвестиционной стоимостью понимает «стоимость для конкретного владельца, предъявляющего свои инвестиционные требования к возврату вложенного капитала». [32, с.39]

По мнению Л.Гитман и М.Джонк, инвестиционная стоимость – это «стоимость, по которой, с точки зрения инвестора, должна продаваться ценная бумага на фондовом рынке в соответствии с ее характеристиками». [14, с.18].

Джей Фишмен: инвестиционная стоимость показывает, во что обходится актив или компания определенному собственнику или могут обойтись будущему собственнику. Соответственно, этот тип стоимости предполагает знания, возможности, ожидания собственника или будущего собственника относительно рисков, вероятной прибыльности и других факторов. [35, с.13]

Вывод: обязательное ориентирование на инвестиционные требования и ожидания конкретного собственника (инвестора).

Забегая вперед, инвестиционная стоимость, как и все стоимости в использовании, рассчитывается применением доходного подхода и, ставя во главу угла индивидуальность параметров оценки, не предполагает использование сравнительного (рыночного) подхода.

Кадастровая стоимость.

По ФСО-2 «при определении кадастровой стоимости объекта оценки определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется оценщиком, в частности, для целей налогообложения».

Потребительская стоимость

делает акцент на том вкладе, который собственность вносит в стоимость того предприятия, чьей частью она является, без учета наиболее эффективного

использования этой собственности или величины денежной суммы, которая могла бы быть получена от ее продажи. Относится к нерыночной сфере.

Инвестиционная стоимость

- стоимость собственности для конкретного инвестора или группы инвесторов при определенных целях инвестирования.

Стоимость действующего предприятия

- стоимость бизнеса в целом. Это понятие включает в себя оценку функционирующего предприятия и получения из общей стоимости действующего предприятия величин для составных частей, выражающих их вклад в общую стоимость, однако сама по себе ни одна из этих компонент Рыночной стоимости не образует.

Страховочная стоимость

- стоимость собственности, определяемая положениями страховочного контракта или полиса.

Облагаемая стоимость

- стоимость, рассчитываемая на базе определений, содержащихся в соответствующих нормативных документах, относящихся к налогообложению собственности. Хотя в некоторых юрисдикциях стоимость, используемая в качестве базы налогообложения, фигурирует как рыночная стоимость, тем не менее предписанные методы оценки могут привести к результатам, отличным от рыночной стоимости в смысле приведенного здесь определения.

Остаточная стоимость возмещения.

Представляет собой метод оценки, основанный на расчете текущей рыночной стоимости земельного участка при его существующем использовании в сумме с общими затратами на возмещение (воспроизводство) улучшений за вычетом начислений на физический износ и всех соответствующих форм обесценения. Результат, являющийся нерыночным типом стоимости, называют остаточной стоимостью возмещения. Он

определяется потенциальной рентабельностью или потенциалом услуг, оказываемых предприятием.

Утилизационная стоимость

- стоимость собственности (за исключением земельного участка), рассматриваемой не при существующем использовании, а как совокупность материалов, содержащихся в ней, без дополнительного ремонта и адаптации. Эта стоимость может рассчитываться как общие или как чистые затраты на реализацию и, в последнем случае, может совпадать с чистой стоимостью реализации.

Специальная стоимость.

Термин, относящийся к экстраординарным добавкам к рыночной стоимости. Специальная стоимость может возникнуть, например, благодаря физической, функциональной или экономической связи объекта собственности с некоторой другой собственностью, например, территориально примыкающей к рассматриваемому объекту. Специальная стоимость представляет собой дополнительную стоимость, которая может иметь смысл скорее для определенного владельца или пользователя, либо будущего владельца или пользователя, нежели для рынка в целом; то есть она применима к покупателю, имеющему особый интерес. Специальная стоимость может иметь прямое отношение к стоимости действующего предприятия. Оценщик должен позаботиться о том, чтобы отделить такие подходы от рыночной стоимости и оговорить все сделанные им допущения.

Фундаментальная (внутренняя) стоимость.

Представляет собой оценку аналитиком внутренних возможностей актива, базирующуюся на его прогнозе рыночной цены актива в будущем [24, с.94]. Джей Фишмэн утверждает, что этот термин неоднозначен. Некоторые эксперты употребляют этот термин как равнозначный инвестиционной стоимости, другие как стоимость, основанную на анализе и суждениях

независимого аналитика по ценным бумагам, инвестиционного банкира или финансового менеджера.

Существуют также виды стоимости, не являющиеся предметом оценки. Такие как, например: балансовая стоимость, номинальная стоимость и др.

1.2 Существующие подходы в оценивании и их основные методы

Стоимость бизнес-единицы определяется ее будущими доходами. Однако у компаний разные характеристики с точки зрения их доходности и рисков, у владельцев компаний также различны цели и ожидания, поэтому стоимость может сильно варьироваться. Не существует единственной формулы, по которой можно было бы вывести универсальную стоимость компании при различных обстоятельствах. Поэтому существуют разные принципы и подходы к оценке стоимости компаний.

Подход к оценке представляет собой совокупность методов оценки, объединенных общей методологией [20, с.45]. Необходимо развести данное понятие с понятием метода оценки, которое определяется как последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

В оценочной деятельности сегодня применяется три базовых подхода: доходный, сравнительный, затратный.

Согласно разделу III федерального стандарта оценки "Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)", утв. Приказом МЭРТ России от 20 июля 2007 г. № 256:

1. Доходный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

2. Сравнительный подход - совокупность методов оценки стоимости

объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом - аналогом объекта оценки для целей оценки признается объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость.

3. Затратный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний. Затратами на воспроизводство объекта оценки являются затраты, необходимые для создания точной копии объекта оценки с использованием применявшихся при создании объекта оценки материалов и технологий. Затратами на замещение объекта оценки являются затраты, необходимые для создания аналогичного объекта с использованием материалов и технологий, применяющихся на дату оценки.

Интересно отметить, что Джей Фишмен предпочитает рассматривать вышеперечисленные подходы как принципы. И иллюстрирует различия между принципами, подходами и методами следующим образом:

Таблица 2 – Классификация принципов оценки

Принципы	Подходы	Методы
Доходный	Капитализированных доходов	Капитализация прибыли
		Капитализация чистого потока денежных средств («нет-кешфлоу»)
		Капитализация валового денежного потока
	Дисконтированных будущих доходов	Дисконтирование чистого денежного потока
Дисконтирование будущей прибыли		
Рыночный	Стоимостные (оценочные) мультипликаторы, сравнение с компаниями-аналогами или характеристики транзакций (сделок)	Цена компании/прибыль
		Цена компании/дивиденды

Окончание таблицы 2

		Цена компании/валовый поток денежных средств («кэш флоу»)
		Цена компании/балансовая стоимость
		Цена компании /валовые доходы (операционные + неоперационные)
		Цена компании/ чистая стоимость активов
Затратный	Опирающийся на стоимость активов	Чистая стоимость активов
		Ликвидационная стоимость
	Другие	Избыточные прибыли
		Правило «большого пальца»
		Мультипликатор дискретного дохода
	Специфические методы, принятые в данной компании.	

Однако, несмотря на разделение мнений различных авторов, изучающих вопрос оценивания, мы в нашей работе будем опираться на нормативные акты РФ.

В зависимости от конкретной ситуации результаты каждого из трех подходов могут отличаться друг от друга, так как они зависят от назначения оценки, имеющейся информации и степени ее достоверности.

Рассмотрим вкратце каждый подход в оценивании действующего бизнеса отдельно.

Доходный подход и его методы.

Доходный принцип предполагает оценку будущих доходов от собственности и трансформацию этих доходов в текущую стоимость, при этом используется ставка дисконта, которая учитывает риски, связанные с получением этих доходов.

Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. [16, с.42]

Доходный подход отражает «точку зрения покупателя, основывается на принципе ожидания (доходности) и других принципах». [24, с.61]

Для оценки бизнеса доходным подходом используют две группы методов:

1. Методы капитализации доходов. Данные методы используются, если будущие чистые доходы (прибыли) или денежные потоки приблизительно будут равны текущим, или темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. Сущность методов этой группы выражается формулой:

$$PV = CF / R, \quad (1)$$

где CF - чистый доход (или прибыль), вычисляемый на основе ретроспективных данных, по методу средневзвешенной величины или тренда соответствующего денежного потока;

R – коэффициент капитализации;

Для различных компаний в качестве дохода в числителе могут стоять разные показатели, поэтому можно выполнить следующие виды капитализации доходов: капитализация прибыли, капитализация чистого денежного потока, капитализация валового денежного потока, капитализация избыточной прибыли (относительно среднеотраслевой).

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки предприятий, в активах которых преобладает быстро изнашивающееся оборудование. Для компаний, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочтительнее использовать показатель денежного потока.

В оценке отечественного бизнеса данные методы применяются нечасто из-за сильных колебаний величин прибылей (или денежных потоков) по годам.

2. Методы дисконтирования будущих доходов. Данная группа методов позволяет учесть будущие возможности развития компании. В качестве будущих доходов также могут рассматриваться чистые денежные потоки и будущие прибыли.

Методы оценивания с помощью дисконтирования будущих доходов отражают потенциал компании в получении дохода, что в наибольшей степени соответствует интересам инвестора. При этом учитывается риск инвестиций, возможные темпы инфляции, а также ситуация на рынке через ставку дисконта. Этот метод позволяет адекватно учесть экономическое устаревание компании.

Рыночный (Сравнительный) подход.

Сравнительный или рыночный подход используется в случае, если есть рынок сопоставимых объектов собственности. От качества и точности собранных данных зависит точность оценки. Необходимо собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Данные могут включать: физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования.

Рыночный подход не работает, если рынок находится в неустойчивом состоянии, если проводится мало сделок или время совершения и момент оценивания разделяет значительный период времени.

Не зря данный подход именуют еще сравнительным, для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты.

Стоимость в данном случае – то, за сколько оцениваемый бизнес может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка, судя по реальным ценам продаж сходных фирм, зафиксированным рынком. Работа с информацией предполагает два времени: прошлого (недавно проведенные сделки купли-продажи), и будущего (листинги предложений по сделкам).

Расчеты проводятся с применением стоимостных мультипликаторов с использованием данных по сопоставимым компаниям или на основе данных

по отрасли, а также по сделкам с сопоставимыми компаниями или пакетами их акций.

В зависимости от целей оценки, особенностей объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход использует три основных метода:

1. Метод рынка капитала. Используются цены, сформированные открытым фондовым рынком. То есть основой для сравнения является цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа. Без дополнительной корректировки данный метод может использоваться для оценки миноритарного пакета акций. Ориентированна оценку действующего предприятия.

2. Метод сделок (метод продаж). Ориентирован на возможность приобретения либо предприятия в целом, либо контрольного пакета акций. Применяется, в частности, при слиянии и поглощении компаний.

3. Метод отраслевых коэффициентов. Основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценами продаж предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате обобщения были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости небольших предприятий. Метод используется в оценке малого и среднего бизнеса, часто ведущих свою отчетность по упрощенной схеме.

Данный метод не особо распространен российской практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения, и недостаточной развитостью рынка предприятий.

Затратный (Имущественный) подход.

Традиционно Затратный или Имущественный подход считается наиболее применяемым для оценивания объектов специального назначения, а также

нового строительства, для определения варианта наиболее эффективного использования земли, и в целях страхования. Информация обычно включает данные о ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне зарплаты, стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке и т.п. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками или устаревших объектов.

Данный подход отражает точку зрения продавца, стремящегося возместить произведенные им затраты за период в прошлом по созданию данного объекта, отраженные в ретроспективной бухгалтерской отчетности. Именно позатратам формируется нижняя граница «цены продавца». Основывается на принципе замещения и принципах, связанных с эксплуатацией собственности.

При применении данного подхода используются методы:

1. Метод откорректированной балансовой стоимости. Данный метод может использоваться для осуществления переоценки основных средств (по восстановительной стоимости или стоимости замещения). В итоге составляется новый баланс оцениваемого предприятия.

2. Метод стоимости чистых активов (МЧА). Применяется при оценке рыночной стоимости бизнеса по формуле:

$$СК = А - ОБ, \quad (2)$$

где СК - собственный капитал фирмы

А – активы баланса

ОБ - обязательства.

Проводится с корректировками всех статей баланса кроме денежных.

3. Метод ликвидационной стоимости. Оценка проводится с

учетом ликвидационных издержек (ЛИ), вычитаемых в указанной выше формуле до обязательств (ОБ). Метод используется для определения ликвидационной стоимости.

4. Метод стоимости замещения (восстановления). Оцениваемый объект замещается своей новой копией или аналогом, стоимость восстановления или замещения которого определяется по рыночным ценам на дату оценки. Применяется для расчета ТЭО новых проектов.

Таблица 3 - Возможности и ограничения подходов к оценке

Подход	Предоставляемые возможности	Ограничения применимости
Сравнительный подход	<ol style="list-style-type: none"> 1. Наиболее надежный индикатор рынка 2. Отражает общий взгляд финансовых инвесторов на отрасль в кратко и среднесрочной перспективе 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Требуется наличие активного рынка для отбора необходимого числа сопоставимых сделок 2. Имеет ограниченное применение в условиях низкой ликвидности в целом фондового рынка (в оценке бизнеса) 3. Возможен недостаток или отсутствие свободной информации по сделкам 4. Быстрое устаревание данных
Доходный	<ol style="list-style-type: none"> 1. Отражает логику большинства принимаемых инвестиционных решений 2. Учитывает доходоприносящий потенциал объекта оценки (в тч. Компании) 3. Учитывает временной фактор 4. Учитывает риски, связанные как с отраслью, так и с самим предприятием (в оценке бизнеса) 5. Наилучший способ измерить совокупность износа и устареваний 6. В силу своей специфики полностью учитывает экономическое устаревание 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Высокий уровень умозрительности (анализа и абстракции)
Затратный	<ol style="list-style-type: none"> 1. Дает возможность полной идентификации компонентов собственности или конкретных активов оцениваемой компании 2. Дает возможность выделения в алгоритме конкретных элементов износа и устареваний 3. Учитывает текущую и долгосрочную задолженность в 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Значительно зависит от учетной политики компании и оценки основных средств (в оценке бизнеса) 2. Не отражает доходоприносящий потенциал объекта оценки 3. Не способен полностью учесть все аспекты экономического устаревания.

	<p>оценке бизнеса</p> <p>4. Можно использовать для оценки новых объектов и объектов, н создающих потока доходов.</p> <p>5. Позволяет рассчитать ликвидационную стоимость как различных видов имущества, так и компании</p>	
--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

1.3 Общеправовые аспекты функционирования обществ с ограниченной ответственностью в РФ и необходимость их оценки

В организационно-правовой форме ООО могут существовать различные по характеру деятельности коммерческие организации. Особенности правового регулирования организации и деятельности отдельных видов ООО определяются Гражданским кодексом Российской Федерации (ст.87-94 ГК РФ), а также Федеральным законом от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

Следует иметь в виду, что сфера действия данного закона ограничена: из нее в значительной мере изъяты общества с ограниченной ответственностью, занимающиеся банковской, страховой и инвестиционной деятельностью, поскольку на них в первую очередь распространяется действие специального законодательства - законов о банках и банковской деятельности, о страховании и т.д., а также общества, осуществляющие производство сельскохозяйственной продукции и занимающиеся частной охранной деятельностью.

Согласно ФЗ РФ ООО – «созданное одним или несколькими лицами хозяйственное общество, уставный капитал которого разделен на доли; участники общества не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им долей в уставном капитале общества».[5]

Участники общества, не полностью оплатившие доли, несут солидарную ответственность по обязательствам общества в пределах стоимости неоплаченной части принадлежащих им долей в уставном капитале общества» (п. 1 в ред. Федерального закона от 30.12.2008 N 312-ФЗ).

ООО имеет ряд особенностей, отличающих его от других предприятий:

- наличие паевого капитала;
- предприятия в форме ООО – в основном мелкие или средние организации, более гибкие и мобильные, чем акционерные общества;
- структура ООО является более простой;
- ООО не обязательно публиковать свой устав, данные о балансе, изменениях нанимателя и перемещениях в составе.

В учебно-методическом пособии под редакцией В.Г. Гусакова отмечено, что экономической основой формирования уставного фонда является имущественный пай, переданный обществу каждым учредителем. Внесенный имущественный вклад дает право каждому учредителю принимать участие в управлении обществом, получать дивиденды от прибыли пропорционально своему вкладу, а также изъять стоимость имущества пропорционально его доли в уставном фонде общества при условии его выхода из состава участников или ликвидации общества [17, с.107].

Имущество формируется из вкладов участников, полученных доходов, а также иного имущества, приобретенного им по основаниям, допускаемым законом. Учредитель (участник) общества вносит свой вклад в уставный фонд, и в результате его имущество становится собственностью общества. Однако внесенный вклад дает ему право участвовать в управлении обществом, получать проценты из чистой прибыли пропорционально своему вкладу, право на выплату стоимости части имущества, пропорциональной его доле в уставном фонде общества при выходе из состава участников или при ликвидации общества.

Согласно изменениям в ГК РФ с 01.09.2014 при передаче в уставный капитал ООО неденежных вкладов любой стоимости потребуются привлечь независимого оценщика и получить отчет о стоимости вклада. При этом участники организаций будут не вправе оценивать неденежные вклады дороже

их оценочной цены [1, пункт 2 ст. 66.2]. До 1 сентября 2014 года оценка неденежного вклада в ООО требовалась, если номинальная стоимость превышала 20 000 рублей.[5, пункт 2 ст. 15]

Минимальный размер уставного капитала ООО составляет 10 000 рублей, но внести уставный капитал в минимальном размере можно только денежными средствами. Если уставный капитал ООО определен в более высоком размере, то при его оплате как минимум 10 000 руб. должны вноситься деньгами.

Таким образом, внесение уставного капитала иным имуществом нежели денежными средствами становится достаточно неудобной процедурой (при небольшом размере уставного капитала), так как стоимость услуг независимого оценщика составляет несколько тысяч рублей даже при небольшой стоимости имущества.

Помимо этого, в законе предусмотрен механизм субсидиарной ответственности на случай недобросовестных действий участников ООО и оценщиков, приведших к завышенной оценке имущества. Участники ООО и независимый оценщик несут субсидиарную ответственность в течении 5 лет при недостаточности имущества, но в пределах сумм, на которые завышена оценка.

Законом об ООО по прежнему предусмотрено (ст. 15), что независимой оценке подлежит имущество стоимостью более 20 000 рублей. Однако, это положение с 01.09.2014 г. применяться не может ввиду указанных изменений ГК РФ. Об этом прямо сказано в п. 4 ст. 3 Федерального закона № 99-ФЗ [5], согласно которому до приведения законодательства в соответствии с измененными положениями ГК РФ они применяются в части не противоречащей положениям ГК РФ.

Существуют десятки причин для необходимой оценки стоимости ООО, таких как:

- обоснование сделки купли-продажи бизнеса или его доли;

- определение стоимости залогового обеспечения по кредиту;
- обоснование инвестиционного решения и принятия управленческого решения;
- при разработке бизнес-плана;
- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение);
- оценка ООО или его доли для принятия наследства;
- для обоснования иска или обжалования судебного решения и др.

В оценке компании главную и первостепенную роль играет постановка целей и задач. Для чего определяется стоимость, какой её вид должен быть в итоге выведен, какие активы должны быть оценены – все это учитывается, и на основе этого выстраивается вся работа.

На сегодняшний день и теория, и практика оценки стоимости ООО имеет множество методических недостатков. Также необходимо отметить, что оценка – это в первую очередь мнение, основанное на данных, и таких мнений может быть довольно много, в зависимости от опыта и квалификации оценщика, а также выбранной им методики.

Выводы

В первой главе мы рассмотрели сущность стоимостной оценки, уточнили определение «стоимость», «рыночная стоимость», рассмотрели существующие подходы в оценивании. В рамках рассмотренных подходов разработаны определенные группы оценочных методов, позволяющих учесть условия оценки, наличие необходимой информации, цели и функции оценки, а также особенности оцениваемого объекта и его собственные характеристики.

Далее будут рассмотрены возможности конкретных методик существующих подходов проводить оценку ООО и предприняты попытки усовершенствовать наиболее подходящий метод.

2 Разработка методики оценки компаний, имеющих организационно-правовую форму обществ с ограниченной ответственностью

2.1 Особенности оценки ООО при использовании существующих подходов в РФ и их основные ограничения

Существует большое количество литературы, описывающей общеизвестные подходы к оценке стоимости компании и бизнеса (чаще всего эти понятия смешиваются). Главной проблемой является то, что большинство таких работ ориентируется на оценку публичных компаний на западных рынках. Перенос данных методик без определенных адаптаций для российского рынка, на наш взгляд, не вполне удачный. Не смотря на то, что с момента перехода России к рыночной экономике, прошла четверть века, отечественный рынок остается волатильным.

В нашей работе мы делаем акцент на проблемы, связанные с такими компаниями как общества с ограниченной ответственностью (далее ООО). Во-первых, западные рынки насыщены публичными компаниями, соответственно, исследования посвящены в первую очередь им. Непубличные компании исследованы плохо. Во-вторых, ООО в России это особая организационно-правовая форма, не похожая на зарубежные формы частных компаний ввиду многочисленных отличий как в правовом аспекте, так и в экономическом, что означает, что оценка стоимости именно российских компаний требует повышенного внимания в данном научном направлении.

Чтобы правильно установить для себя разумные границы отклонений в результатах, аналитики должны понимать особенности оценивания стоимости ООО.

При выявлении особенностей, важно различать какой вид оценки подразумевается – внутренний или внешний [22, с.13]. При внутренней оценке ООО (например, менеджментом оцениваемой компании) помимо отсутствия рыночных цен мало отличий от оценки публичного бизнеса, так как имеется доступ ко всей информации о деятельности компании. Однако более

распространена внешняя оценка компании независимыми аналитиками, что сильно ограничивает доступ к достоверной информации. В связи с этим главной особенностью ООО, сильно усложняющих их оценку, является тот факт, что они не подвергаются внешнему аудиту и не обязаны публиковать свои финансовые и бухгалтерские отчеты по определенным стандартам, в отличие от публичных компаний. Перечислим еще ряд факторов, отличающих ООО [50]:

- Отсутствие рыночной ликвидности. Данный фактор является одной из основных причин снижения стоимости ООО относительно публичных. В силу отсутствия ликвидности не существует объективного критерия оценки компании, как у публичных компаний, торгующихся на фондовом рынке. Обычно дисконт из-за отсутствия ликвидности достигает 20-30%.
- Размер. Частный бизнес обычно меньше своих публичных аналогов. Поэтому ООО часто бывают привлекательной целью для поглощения более крупных, публичных фирм. Небольшой размер компании также способствует большим рискам. Все это также отражается на стоимости и увеличивает дисконт.
- Операционная история. Найти операционную историю показателей ООО, как правило, бывает затруднительно. В связи с отсутствием хронологии таких показателей, как рост выручки, рентабельность, рост прибыли сложно быть уверенным в стабильности денежных потоков компании, что неизменно приводит к увеличению дисконта при оценке.
- Структура капитала. ООО, в отличие от публичных компаний, не имеют свободного доступа к рынкам капитала, отсюда у них небольшой выбор использования заемных средств. Публичные компании, выбирая оптимальное соотношение собственного и заемного капитала, минимизируют его стоимость. ООО, в свою очередь, обычно зависят от банковских кредитов, которые относительно более дорогие.

- Менеджмент. Большая часть ООО в России обычно имеет одного или небольшую группу владельцев, которые зачастую и являются менеджерами. Такая форма управления компанией также увеличивает риски. Следует добавить, что у менеджмента ООО основной целью бизнеса не всегда может являться максимизация прибыли. Так, менеджеры публичных компаний всегда стремятся к максимизации прибыли, так как это повышает стоимость компании. Менеджеры же ООО обычно занижают свою прибыль с целью минимизации налогового бремени. Различные операционные мотивы затрудняют оценку реальных денежных потоков и вынуждают оценщиков нормализовать отчетность, с целью приведения к стандартной сравнимой форме.

Профессор финансов Нью-Йоркского Университета А. Дамодаран выделяет четыре основных отличия, влияющих на анализ входных данных при оценке компании [18, с. 914]:

1. Публичные фирмы соблюдают стандарты бухгалтерского учета, позволяющие нам не только идентифицировать содержание каждой статьи финансового отчета, но и сравнивать прибыль разных фирм. Частные фирмы, особенно если они не имеют статуса акционерного общества, функционируют в рамках значительно более широких стандартов, и между фирмами могут существовать значительные различия при учете тех или иных статей.

2. О частных фирмах гораздо меньше информации с точки зрения количества лет, за которые обычно доступны данные и, что важнее, с точки зрения объема информации за каждый год. Например, публичные фирмы должны предоставлять в комиссию по ценным бумагам и биржам сегментную отчетность и показывать выручку и прибыль по сегментам. Частные фирмы не обязаны предоставлять эту информацию и обычно этого не делают.

3. Постоянно обновляемая цена акций и исторические данные по цене являются очень полезной информацией, которая легко доступна по публичным компаниям, но отсутствует по частным фирмам. Кроме того, отсутствие

доступного рынка капитала частных фирм также означает, что продажа пакета акций частной фирмы может быть гораздо более трудным (и дорогим) делом, чем продажа пакета акций публичной фирмы.

4. В публичных фирмах акционеры нанимают менеджера для управления фирмой, и большинство акционеров держат акции нескольких фирм. Владелец частной фирмы, как правило, глубоко вовлечен в управление своей фирмой и зачастую все свое состояние держит в виде инвестиций в нее. Отсутствие разделения между собственниками и менеджерами может привести к смешению личных расходов и затрат на ведение бизнеса и невозможности отделить жалование управляющих от дивидендов (или их эквивалента). Отсутствие диверсификации может повлиять на наше измерение риска.

Каждое из приведенных различий может изменить стоимость, влияя на ставки дисконтирования, денежные потоки и ожидаемые темпы роста.

Мы часто говорили в своей работе, что мотив оценки влияет на выбор принципов оценивания. Когда предполагаются сделки с имуществом предприятия, внесение имущества в качестве вклада в уставный капитал, ликвидация компании, то рассчитывается стоимость активов компании. В зависимости от объекта оценки (недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы) используются соответствующие подходы и методы оценки этих активов. Строго говоря, оценка активов не является оценкой компании как хозяйствующего субъекта. В случае предполагаемой продажи компании или долей, залога ценных бумаг компании, слияния или поглощения оценивается рыночная стоимость компании или собственного капитала.

Как мы отмечали ранее оценить рыночную стоимость можно тремя подходами (принципами): затратным, доходным и сравнительным.

Затратным подходом оценивают не собственный капитал, а активы компании. Считается, что результат будет приближен к действительности и не будет завышен, во-вторых, при всех его ограничениях и возможных проблемах в расчетах, результат основывается на данных из ближайшего прошлого –

бухгалтерском балансе, то есть на фактах без применения допущений и прогнозирования. Затратный подход применяется в условиях отсутствия и неразвитости рынка, что вполне объясняет его популярность в России до недавнего времени. На наш взгляд, единственное обоснованное применение затратного подхода в настоящее время - определение ликвидационной стоимости. Данный подход не подходит для оценки рентабельных компаний, потому что методология подхода не отражает денежные потоки, генерируемые компанией. Исходя из всего вышеизложенного, мы не считаем необходимым рассматривать данный подход более детально. Он достаточно изучен и требует от аналитика лишь внимательности, достоверность оценки будет зависеть от достоверности данных в балансе.

При сравнительном подходе определение стоимости базируется на данных о недавно совершенных сделках купли-продажи аналогичными объектами. Данный подход популярен на Западе из-за ее развитых рынков и большого количества публичных компаний, но в России с ее почти 4 миллионами ООО он теряет свои преимущества. Более того данный метод может быть самым субъективным из всех подходов, потому что базируется на отражающих суммарную капитализацию индексах, которые составляются специальными компаниями, анализирующими финансовые рынки. На Западе таких компаний достаточно много и более того они конкурируют между собой. В России самым авторитетными индексами являются РТС, ММВБ, ММВБ 10. Однако вернемся к нашей основной идее – публичных компаний в России по состоянию на июль 2015 года всего около 29 тысяч. Поэтому развитие сравнительного подхода заходит в тупик.

На сегодняшнем этапе развития рыночной экономики России необходимо отметить важность оценки стоимости компаний для решения задач инвестирования в бизнес, привлечения капитала, залоговых операций, страхования и других. Компания является инвестиционным товаром, то есть товаром, вложения в который осуществляют в надежде на отдачу в будущем.

Размер ожидаемой отдачи – дохода – имеет вероятностный характер, поэтому покупателю приходится учитывать риск возможной неудачи. Если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение компании, она теряет свою привлекательность. Доходный подход применим для оценки компаний, приносящих достаточно большую положительную величину дохода, в случае, когда можно составить достоверный прогноз доходов и расходов, обоснованно оценить ожидания инвестора по требуемой ставке доходности, исходя из уровня риска вложения капитала в объект. Чтобы доходный подход был уместен, стоимость компании должна формироваться от положительного денежного потока. Доходный подход должен быть чаще всего применимым подходом. Это связано с разумностью теоретических умозаключений и универсальностью метода. Доходный подход не дает точных значений, только если компания не генерирует выручку. Доходный подход также можно применить при продаже своей доли.

В нашей работе мы остановимся на усовершенствовании методики оценки ООО при использовании доходного подхода, так как он самый перспективный в условиях российского рынка и имеет множество пробелов в методиках.

2.2 Методики дисконтирования денежных потоков при реализации доходного подхода к оценке ООО

Доходный подход основывается на принципе ожидания, согласно которому потенциальный покупатель делает вывод о стоимости собственности в зависимости от предполагаемой отдачи, которая может быть получена в будущем от владения и получения ожидаемых доходов от объекта оценки. Рыночная стоимость определяется путем пересчета будущих денежных потоков, генерируемых собственностью, в настоящую стоимость с помощью коэффициента капитализации или ставки дисконтирования.

Итак, при оценке доходным подходом традиционно принято использовать два метода:

- метод капитализации доходов (CCF)
- метод дисконтирования будущих доходов (DCF)

1.1. Метод капитализации доходов (CCF)

Оценщик использует накопленную ретроспективную финансовую информацию о предшествующей моменту оценки деятельности предприятия, в том числе о денежных потоках полученных чистых доходов (прибыли). В работе рекомендуется использовать данный метод «если ожидается, что будущие чистые доходы приблизительно равны текущим или темпы их роста будут умеренными, предсказуемыми и положительными». [29, с.78]

Основное расчетное выражение стоимости бизнеса:

$$PV = CF / R, \quad (3)$$

где CF - чистый доход (или прибыль), вычисляемый на основе ретроспективных данных, по методу средневзвешенной величины или тренда соответствующего денежного потока;

R – коэффициент капитализации;

Выбор величины капитализируемого дохода.

В качестве такого показателя могут использоваться: текущий или прогнозный денежный поток, фактические или потенциальные дивиденды, чистая прибыль, прибыль до вычета процентов и налога на прибыль, прибыль до вычета процентов, налога на прибыль, амортизации, осязаемых и неосязаемых активов. Наиболее часто для оценки используется показатель чистой прибыли.

Выбор доходной базы должен исходить из специфики деятельности предприятия. Для капиталоемких предприятий в качестве доходной базы следует использовать денежный поток из-за значительной роли амортизационных отчислений. В рекламном, консалтинговом бизнесе, в оценке страховых агентств в качестве базы может выступать объем услуг. Для

российских условий в большинстве случаев наиболее обоснованной базой метода капитализации может оказаться чистая прибыль, что связано прежде всего с единой методологией исчисления данного показателя и объективным восприятием потенциальными и реальными участниками рынка бизнеса. Оценка на базе чистой прибыли применяется для предприятий имеющих значительную стоимость основных фондов, для которых большое значение имеет политика капитальных вложений и амортизационных отчислений.

После выбора показателя необходимо определить период времени деятельности предприятия, результаты которого будут капитализованы. Оценщик выбирает из следующих вариантов:

- Доход года, следующего за датой оценки - данный вариант используется, когда доходы оцениваемого предприятия стабилизировались.

- Средневзвешенное или среднеарифметическое значение дохода за последние 3-5 лет - данный метод применяется, когда в динамике дохода сложилась определенная тенденция.

- Данные о доходах за последние 2-3 года и прогнозная оценка дохода ближайших 2-3 лет - данный вариант применяется, когда наблюдается колебание доходов оцениваемого предприятия.

Расчет ставки капитализации.

Ставка капитализации - ставка дохода, которую требует инвестор. Для расчета ставки капитализации могут использоваться следующие методы:

- Расчет ставки капитализации на основе ставки дисконтирования:

$$СК = R - q, \quad (4)$$

где R - ставка капитализации,

q - среднегодовые темпы роста показателей дохода, которые используются для оценки.

- Анализ рыночных аналогов - ставка капитализации рассчитывается на основе рыночных данных по доходам и ценам продажи сопоставимых предприятий:

$$СК = D / Ц, \quad (5)$$

где D – доход

Ц - цена продажи.

- Расчет ставки капитализации на основе сроков окупаемости инвестиций:

$$СК = 100\% / T, \quad (6)$$

где T - срок окупаемости в годах.

Определение рыночной стоимости предприятия.

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Годовой доход (D)} / \text{Ставка капитализации (СК)} \quad (7)$$

Некоторые отечественные авторы Лейфер Л.А.[45,46], Гурьянов А. [17] величину обратную капитализации называют мультипликатором. Формула выглядит следующим образом:

$$V = D \times M,$$

где D – доход;

$$M – \text{мультипликатор} \quad (8)$$

Однако в данном случае формула вызывает недоумение, так как мультипликатор – атрибут сравнительного подхода. Более того многие авторы уверены, что метод капитализации непосредственно отражает рыночную конъюнктуру, так как при нахождении ставки капитализации есть вариант воспользоваться данными сопоставимых компаний. Данное мнение опять же относит нас к сравнительному подходу.

Этот метод достаточно прост по сравнению с методами дисконтирования, так как при оценке не нужно делать долгосрочный прогноз доходов, но применение этого метода ограничено количеством стабильных предприятий, которые находятся на стадии зрелости. Поэтому на практике метод капитализации дохода используется редко, из-за рыночных колебаний и неустойчивости доходов большинства компаний.

Тем не менее, данный метод поддерживают такие авторы как В.Н. Тришин [33], Л.А. Лейфер [45,46], В.Е. Мочулаев [28] и др.

Стоит отметить, что таких понятий как «капитализация» и «прямая капитализация» нет у таких авторов как Дамодаран и Коупленд. Возможно потому, что в сущности, метод капитализации ничем не отличается от общего метода дисконтирования доходов, о котором пойдет речь далее. Вместе с тем складывается впечатление, что на практике эти методы считаются различными. Немалую роль в этом сыграла теория кредитов, способствующая переводу задачи в термины «доход (отдача) от инвестиций» и «возврат вложенных инвестиций (капитала)». Поэтому коэффициент капитализации R_0 разделяют на две составляющие: ставку отдачи на инвестиции r и ставку возврата инвестиций r_v , т.е. $R_0 = r + r_v$.

С математической точки зрения ставка капитализации – это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости. Однако, как нам представляется, такая трактовка не отражает всей сущности данного показателя. С экономической точки зрения коэффициент капитализации представляет собой долю, которую составляет чистый средний годовой доход, приносимый вложениями в объект, по отношению к суммарной стоимости объекта.

Подводя итоги, мы не будем критиковать данный метод с точки зрения его эффективности, однако мы не станем выделять его как отдельный от метода дисконтирования будущих доходов. На наш взгляд, метод капитализации – это частный случай DCF (бесконечный и постоянный CF с фиксированным дисконтом) или в случае анализа рыночных аналогов - сравнительный подход.

1.2. Метод дисконтирования будущих доходов (DCF)

Оценщик при этом рассчитывает стоимость бизнеса на основе прогнозирования, причем особую роль в формировании стоимости компании

играют ожидания, связанные с будущим созданием стоимости, а имеющаяся ретроспективная информация используется в качестве исходной для составления прогноза.

Базис, лежащий в основе данного метода, - правило приведенной стоимости (PV), согласно которому стоимость любого актива соответствует приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков, приходящийся на данный актив:

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+d)^t}, \quad (9)$$

где n = срок жизни проекта;

CF_t = денежные потоки за период t

d – ставка дисконтирования, отражающая риск ожидаемых денежных потоков.

Существуют буквально тысячи моделей дисконтированных денежных потоков. Однако данные модели отличаются лишь несколькими деталями. Существуют два подхода к оценке бизнеса. Первый – это оценка на основе собственного капитала, а второй – оценка по методу операционного денежного потока на фирму. Хотя в обоих случаях дисконтируются ожидаемые денежные потоки, соответствующие величины денежных потоков и применяемые ставки дисконтирования различаются в зависимости от выбранного способа:

Таблица 4 - Оценка рыночной стоимости по методу операционного денежного потока на фирму (FCFF)

Активы	Обязательства
Рассматриваются денежные потоки от активов до осуществления всех долговых платежей, но после реинвестиций для обеспечения роста активов	Ставка дисконтирования отражает стоимость долгового и долевого финансирования пропорционально их использованию
Приведенная стоимость определяется на основе стоимости фирмы в целом и отражает стоимость всех требований к фирме	

Таблица 5 – Оценка рыночной стоимости по методу остаточного потока на собственный капитал FCFE

Активы	Обязательства
Рассматриваются денежные потоки от активов после выплаты долга и осуществления реинвестиций для обеспечения будущего роста	Ставка дисконтирования отражает только стоимость долевого финансирования
Приведенная стоимость определяется только на основе долевого капитала фирмы	

Рыночная стоимость по методу остаточного потока на собственный капитал определяется путем дисконтирования денежных потоков, приходящихся на собственный капитал (т.е. сальдо денежных потоков после всех расходов, реинвестирования, выплат по налоговым обязательствам, а также платежей по процентам и по основной сумме долга), по ставке дисконтирования, равной стоимости привлечения собственного капитала:

$$\text{стоимость компании} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFFE_t}{(1 + k_s)^t}, \quad (10)$$

где n – срок жизни актива

$CFFE$ - CF на собственный капитал;

t – ожидаемые денежные потоки, приходящиеся на собственный капитал за период t ;

K_s – стоимость привлечения собственного капитала.

Рыночная оценка стоимости по методу операционного денежного потока на фирму определяется путем дисконтирования ожидаемых денежных потоков фирмы (т.е. это сальдо денежных потоков после всех операционных расходов, реинвестирования и выплаты налогов, но до любых выплат владельцам обязательств).

$$\text{стоимость компании} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFFF_t}{(1 + WACC)^t}, \quad (11)$$

где n – срок жизни актива

$CFFF$ - CF фирмы;

t – ожидаемые денежные потоки, создаваемые фирмой в период t ;

WACC – средневзвешенная стоимость привлечения капитала.

Хотя эти подходы используют разные определения денежных потоков и ставок дисконтирования, они создают согласующиеся между собой оценки стоимости до тех пор, пока используется тождественный набор допущений, сделанных при оценке. Главная ошибка заключается в использовании несопоставимых показателей денежных потоков и ставок дисконтирования.

Непременными условиями для использования методов в рамках доходного подхода, являются возможность определить будущие потоки доходов с разумной степенью достоверности и достаточная вероятность того, что деятельность компании будет развиваться прогнозируемыми темпами. Основная сложность при прогнозировании денежных потоков - построение достоверных долгосрочных макроэкономических и отраслевых прогнозов. Например, в настоящее время среднесрочный прогноз Министерства экономического развития РФ о социально-экономическом развитии страны представлен лишь до 2013 года, а долгосрочный прогноз до 2020 года был опубликован еще до кризиса и с тех пор не корректировался.

Вопрос о роли и корректности использования метода DCF в реалиях оценочной деятельности – предмет оживленной дискуссии среди российских и зарубежных ученых и практиков. Некоторые аргументы сторонников и противников данного метода представлены ниже :

Таблица 6 - Аргументы сторонников и противников метода DCF

Аргументы сторонников метода DCF	Аргументы противников метода DCF
Грегори А. Гилберт: “Дисконтирование будущих доходов для их приведения к текущей стоимости является самым «корректным с теоретической точки зрения» методом из используемых в рамках доходного подхода. Он позволяет легко справиться с проблемами, связанными с предполагаемой неравномерностью потоков дохода, нетипичными одновременными выплатами, спадами экономической активности, очень высокими темпами роста в ближайшее время, расширением ассортимента продукции и т.п.” [15, с. 332]	Бен МакКлюр: “Модель DCF настоль же хороша, как и ее исходные допущения. В зависимости от того, во что вы верите, как будет функционировать компания и развиваться рынок, оценки методом DCF могут значительно колебаться. Если ваши входные параметры – прогнозы свободного денежного потока, ставки дисконта и бесконечные темпы роста – ошибочны, справедливая стоимость, рассчитанная для компании, не будет точна, что также не будет полезным и при оценке курса акций” [40, с.54]

Окончание таблицы 6

<p>Дамодаран А.: “Хотя... большинство оценок, выполняемых в реальном мире, основывается на сравнительной оценке, данный подход служит основой для построения всех остальных. Для получения корректной относительной оценки необходимо понимание основных идей оценки дисконтированных денежных потоков” [18, с. 15]</p>	<p>Тришин В.Н.: “Метод DCF является логически противоречивым, расчетные параметры этой модели фактически невозможно сколько-нибудь убедительно обосновать даже для небольших предприятий, а вычисляемая стоимость обладает огромной чувствительностью даже к небольшим изменениям прогнозируемых величин” [33, с. 23]</p>
<p>Фернандез П.: “Смешанные методы, основанные на балансовой стоимости, использующие оценочные мультипликаторы и прочие остались далеко в прошлом. Они применяются все реже и реже и можно говорить, что в настоящее время метод дисконтированного денежного потока является самым используемым, поскольку это единственно концептуально правильный метод оценки” [49]</p>	<p>Ревуцкий Л.Д.: “Неудовлетворительная достоверность, сомнительность правдоподобности прогнозов денежных потоков предприятия, не говоря уже о качестве устанавливаемых на ту или иную перспективу ставок их дисконтирования и прогнозов изменения показателей инфляции денежных средств в стране на несколько лет вперед не позволяют рекомендовать этот метод для определения стоимости предприятий” [30, с. 27]</p>

Особенностью метода дисконтированных денежных потоков и его главным достоинством является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов. Данное обстоятельство делает привлекательным его использование в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость компании. Кроме того, основными аргументами в пользу применения метода DCF являются следующие [37, с. 241]:

- практичность и возможность применения для любого действующего (успешно функционирующего) предприятия;
- возможность проведения анализа денежных потоков в динамике, а также учет фактора времени;
- наличие возможности использовать элементы системы перспективного планирования;
- целевая и стратегическая ориентация;
- возможность прогнозирования будущих денежных потоков.

В самом общем виде денежный поток можно охарактеризовать как совокупность распределённых по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых финансово-хозяйственной деятельностью предприятия» [9, с. 392]. Хочется подчеркнуть, что дисконтированию подлежат именно денежные потоки, поскольку они не так изменчивы, как прибыль. Различия между балансовой прибылью и потоками денежных средств проявляются в следующем:

- прибыль выражает чистый доход, полученный предприятием за определенное время, что не совпадает с реальным поступлением денежных средств из-за разрыва факта отгрузки продукции и ее оплаты;
- денежный поток включает увеличение денежных средств, которые непосредственно не учитываются при расчете прибыли: капитальные вложения, налоги на прибыль, долговые выплаты по долгосрочным займам;
- некоторые виды начисленных затрат и резервов (амортизационные отчисления, резервы будущих периодов) увеличивают издержки производства, но не вызывают оттока денежных средств;
- финансовые операции (получение и погашение кредитов и займов, целевое финансирование) также не находят отражения в прибыли, но вызывают приток и отток денежных средств [10, с. 483].

Чтобы облегчить процесс прогнозирования величины свободного денежного потока, генерируемого компанией в будущем, принято делить весь срок существования компании на два интервала: прогнозный и последующий (постпрогнозный) периоды. Необходимо помнить: чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и более обоснованной с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости компании. С другой стороны, чем длиннее этот период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств [13, с. 263].

Точность метода дисконтирования денежных доходов очень зависит от корректной оценки нормы доходности, которая обеспечивает минимальный уровень риска. Наиболее распространенным подходом в оценке является использование фиксированной ставки дисконтирования на всем горизонте модели. Однако в ряде случаев, такой подход может приводить к искажению результатов оценки. Так, например, использование фиксированной ставки дисконтирования предполагает ориентирование оцениваемой компании на некую постоянную структуру капитала, являющуюся оптимальной. Для некоторых компаний использование такого предположения, начиная с первого прогнозного периода, не является реалистичным в силу существования ряда объективных причин, не позволяющих достигнуть заданный оптимальный уровень долговой нагрузки. В таких случаях может применяться переменная, «плавающая» ставка дисконтирования, что позволяет отразить изменения структуры капитала. За основу ставки дисконтирования принимается средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC). Однако для некоторых российских компаний, не использующих заемных средств, подобный расчет в основном сводится к определению стоимости собственного капитала, для расчета которой используется множество различных финансовых моделей (что уже свидетельствует об их несовершенстве), включая широко известную модель оценки доходности финансовых активов (CAPM) и метод кумулятивного построения.

Ставка дисконтирования – инструмент, который используется для перевода ожидаемых денежных потоков, генерируемых активом, в текущую стоимость этого актива. Как и всякий инструмент, его следует использовать с осторожностью и ясным пониманием того, как, в каких ситуациях и при каких допущениях он работает. Поэтому одной из наиболее сложных задач, с которой сталкивается аналитик в процессе проведения оценки, является определение ставки дисконтирования.

В теории и практике оценки бизнеса предполагается, что ставка дисконтирования должна включать минимально гарантированный уровень доходности, не зависящий от направлений инвестиционных вложений, коррекцию на темпы инфляции и степень риска конкретного инвестирования (риск данного вида инвестирования, риск неадекватного управления инвестициями, риск потери ликвидности данного инвестирования и т.д.). Все перечисленные выше элементы ставки дисконтирования по-разному интерпретируются в следующих основных подходах к ее определению:

1. метод CAPM
2. кумулятивный метод;
3. метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

1. Метод CAPM

Согласно теории CAPM, разработанной У. Шарпом в 1964 г., стоимость акционерного капитала зависит от ставок, сложившихся на рынке, а также от доли риска, с которой связаны вложения в рассматриваемую компанию, измеряемого коэффициентом, называемым "бета" [39, с.114]. С момента своего появления многие выводы теории были подвергнуты значительной критике: ряд ученых доказывали зависимость доходности компании, помимо «беты», от ее масштабности; другие связывали стоимость фирмы со структурой капитала и степенью долговой нагрузки; третьи констатировали прямую зависимость стоимости от коэффициента рыночная/балансовая стоимость. Эмпирические проверки на предмет обоснованности CAPM и ее пригодности для практического применения привели к многочисленным разногласиям. В частности, Роберт А. Леви, Маршалл Е. Блум [42] доказывали, что для любой акции ее β -коэффициент не является устойчивым во времени и имеет тенденцию стремиться к 1, поэтому не может служить точной оценкой будущего риска. Юджин Ф. Фама и Кеннет Р. Френч [43] заключили, что доходность акций обратно пропорциональна размеру компании, выраженному

через капитализированную стоимость ее акций, и прямо пропорциональна отношению балансовой стоимости акционерного капитала к его рыночной стоимости. Отсюда вытекает, что бета не добавляет ничего нового к объяснению доходности акций. Стивен Росс и Ричард Ролл [44] показали, что оценки беты чрезвычайно чувствительны к ошибкам спецификации рыночного портфеля. Однако наиболее существенный недостаток вышеперечисленной модели заключается в том, что она является однофакторной. Для преодоления этих разногласий и повышения точности ожидаемых значений доходности в научной литературе разработаны и получили распространение три подхода, которые выступают альтернативой CAPM: теория арбитражного ценообразования С. Росса, теория ценообразования опционов Ф. Блэка и М. Шоулза и теория предпочтений ситуаций во времени Дж. Хиршлейфера. Однако, возвращаясь к проблеме согласования требуемой инвестором ставки дохода на вложенный капитал с сопоставимым уровнем риска, отметим, что в соответствии с моделью оценки капитальных активов ставка дисконтирования находится по формуле:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f), \quad (12)$$

где R – требуемая инвесторами ставка дохода на собственный капитал;

R_f – доходность безрискового актива;

R_m – среднерыночная ставка доходности;

β – показатель систематического риска, измеряющий чувствительность актива к изменениям рынка.

Аналитики видели множество ограничений относительно применения к оценке акционерных обществ, мы выделим лишь 2 основных фактора, делающих данную модель неприменимой к ООО:

1. Отсутствие рыночных цен (в России нет полноценной статистической базы, а если предпринять попытки оценить ООО с использованием информации о некоторых компаниях-аналогах, которые, кстати, относятся в основном к

промышленным сферам: нефть, газ, металлургия и др., то можно получить далекую от истины стоимость).

2. Применяемые методы оценки риска (дисперсия, среднеквадратическое отклонение, ковариация, коэффициент) требуют использования показателей рыночных котировок, которые у ООО отсутствуют.

2. Кумулятивное построение ставки дисконта

Другая модель определения собственного капитала - кумулятивное построение ставки дисконта. Данная модель является наиболее подходящей для ООО, так как она позволяет произвести выбор ставки дисконтирования в зависимости от конкретных характеристик инвестиционного объекта и целей оценки, что не требует поиска сопоставимых публичных компаний-аналогов. Также наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли (вида экономической деятельности) и экономики в целом характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия. Модель основана на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес. Ставка дисконтирования рассчитывается путем прибавления к безрисковой ставке дохода премии за различные виды риска, связанные со спецификой конкретного инвестирования в данное предприятие. Общая посылка такова: чем больше риск, тем выше ожидаемая ставка отдачи на вложенный капитал (премия за риск). При этом премия за каждый вид риска определяется в интервале от 0 % до 5 %:

- Размер компании (наиболее очевидное преимущество, которое имеет крупное предприятие, заключается в относительно более легком доступе на финансовые рынки, а также большей стабильности бизнеса по сравнению с малыми конкурентами) - 0 – 3 %

- Финансовая структура (финансовая структура состоит из собственных и заемных средств в определенном соотношении, что определяется анализом

следующих финансовых коэффициентов: коэффициент автономии, доля долгосрочной задолженности в пассиве баланса, доля кредиторской задолженности, коэффициенты ликвидности и т.д) - 0 – 5 %

- Производственная и территориальная диверсификация (производство товаров и оказание услуг предприятием, относящимся к различным отраслям и территориям) - 0 – 3 %

- Диверсификация клиентуры (чем больше у предприятия потребителей, тем при прочих равных условиях более устойчив бизнес. Однако уровень диверсификации определяется не только количеством клиентов, но и долей сбыта, приходящейся на каждого из них. Чем меньше неравенство долей выручки, приходящихся на конкретных клиентов, тем при прочих равных условиях в меньшей степени предприятие зависит от конкретного потребителя) - 0 – 4 %

- Рентабельность предприятия и прогнозируемость его доходов - 0 – 4 %

- Качество управления (качество управления отражается на всех сторонах существования предприятия) - 0 – 5 %

- Прочие собственные риски - 0 – 5 %

В качестве возможных безрисковых ставок в пределах РФ принято рассматривать следующие инструменты:

- депозиты Сбербанка РФ и других надежных банков;
- государственные облигации РФ;
- ставки по межбанковским кредитам РФ;
- учетные ставки: ставка рефинансирования или ключевая ставка ЦБ РФ (хотя с 2010 года ставка рефинансирования менялась 9 раз, а ключевая с 2013 года 12 раз, что говорит о всё еще нестабильной экономической ситуации). Совет директоров Банка России 11 декабря 2015 года принял решение приравнять с 1 января 2016 года значение ставки рефинансирования к значению ключевой ставки Банка России,

определенному на соответствующую дату. В дальнейшем изменение ставки рефинансирования будет происходить одновременно с изменением ключевой ставки Банка России на ту же величину. С 1 января 2016 года самостоятельное значение ставки рефинансирования не устанавливается;

- западные финансовые инструменты (государственные облигации развитых стран). Несмотря на то, что процентные ставки по вкладам существенно варьируются, в целом анализ рынков банковских рублевых депозитов дает основание предположить, что безрисковая ставка доходности может быть принята с учетом реальных темпов инфляции на уровне примерно 5-6%.

Расчет ставки дисконта для этой модели осуществляется по следующей формуле:

$$R = R_f + \sum_{j=0}^n R_{pj} , \quad (13)$$

где R_{pj} - премия за j-й вид риска

К достоинствам кумулятивного метода следует отнести идентификацию и учет широкого спектра факторов влияющих на риск инвестирования. Недостатком является субъективность оценки, что повышает требования к квалификации инвестиционного эксперта – аналитика.

3. Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

WACC – это средневзвешенная стоимость капитала, показатель используется при оценке необходимости инвестирования в различные ценные бумаги, проекты и дисконтировании ожидаемых доходов от инвестиций и измерении стоимости капитала компании.

Средневзвешенная стоимость капитала показывает минимальный возврат средств предприятия на вложенный в его деятельность капитал, или его рентабельность, т.е. это общая стоимость капитала, рассчитанная как сумма доходности собственного капитала и заемного капитала, взвешенных по их удельной доле в структуре капитала.

Экономический смысл средневзвешенной стоимости капитала состоит в том, что организация может принимать любые решения (в том числе инвестиционные), если уровень их рентабельности не ниже текущего значения показателя средневзвешенной стоимости капитала. WACC характеризует стоимость капитала, авансированного в деятельность организации.

Фактически WACC характеризует альтернативную стоимость инвестирования, тот уровень доходности, который может быть получен компанией при вложении не в новый проект, а уже в существующий. WACC рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = \sum_{j=1}^n K_j * W_j \quad , \quad (14)$$

где K_j - цена j -го источника средств;

W_j – удельный вес j -го источника.

В случае, когда компания финансируется только за счет собственных и заемных средств, средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается следующим образом:

$$WACC = K_s * W_s + K_d * W_d \quad , \quad (15)$$

где K_s - стоимость собственного капитала (%);

W_s - доля собственного капитала (в % (по балансу));

K_d - стоимость заемного капитала (%);

W_d - доля заемного капитала (в % (по балансу)).

С учетом налоговых последствий формула расчета средневзвешенной стоимости капитала принимает следующий вид:

$$WACC = [Kd(1-T)*Wd] + Ks*Ws , \quad (16)$$

где Kd - стоимость привлечения заемного капитала, %;

Wd - доля заемного капитала в структуре капитала, %;

Ks - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции), %;

Ws - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия, %.

T - ставка налога на прибыль, %.

Стоимость капитала показывает уровень рентабельности инвестированного капитала, необходимого для обеспечения максимальной рыночной стоимости компании. Показатель средневзвешенная стоимость капитала организации интегрирует в себе информацию о конкретном составе элементов сформированного (формируемого) капитала, их индивидуальной стоимости и значимости в общей сумме капитала. Он определяет относительный уровень расходов (в форме процентных платежей, дивидендов, вознаграждений и т.п.) за пользование вложенных в деятельность предприятия финансовыми ресурсами.

Основная сложность при расчетах показателя WACC заключается в исчислении цены единицы капитала, полученного из конкретного источника средств, так как от этого зависит точность расчета WACC. Для некоторых источников ее можно вычислить достаточно легко и точно (например, стоимость банковского кредита); для ряда других источников это сделать достаточно сложно, причем точное исчисление в принципе невозможно. Тем не менее, даже приблизительные оценки WACC приемлемы для аналитических целей (полезны как для сравнительного анализа эффективности авансирования средств в организацию, так и для обоснования инвестиционной политики организации).

Мы рассмотрели три популярных метода определения ставки дисконтирования, из которых к оценке ООО применимы метод кумулятивного построения и WACC.

2.3 Совершенствование методики определения ставки дисконтирования с учетом премии за риск

Рассмотрев в предыдущей главе методы определения ставки дисконтирования и определившись для себя, что для нахождения ставки дисконтирования при оценке ООО можно применить 2 метода: метод кумулятивного построения и WACC, попытаемся применить принципы обоих методов для определения ставки дисконтирования.

Ранее в формуле 16 мы рассматривали средневзвешенную стоимость капитала, являющуюся главным критериальным показателем оценки эффективности формирования капитала предприятия. В теории финансов и финансовой практике до сих пор остается проблемным определение стоимости собственного капитала предприятий. В случае применения кумулятивного построения мы сталкиваемся с проблемой обоснования премий за риск.

Однако аналитики учитывают риски только в качестве определения стоимости собственного капитала, что на наш взгляд ограничивает полноту расчета WACC, так как одним из слагаемых является средневзвешенная стоимость заемного капитала, которая в стандартной формуле (форм.16) не корректируется на риски, а ведь заемные средства генерируют наиболее опасные риски в хозяйственной деятельности предприятия.

Данная идея возникла благодаря приказу ФСТ России (03.03.2011г. №57-э) о расчете средневзвешенной стоимости собственного и заемного капитала для организаций:

$$WACC = W_s(K_s + 2\%) + W_d(K_d + 2\%) * (1-t), \quad (17)$$

где K_s - стоимость собственного капитала, определяемая как доходность долгосрочных государственных обязательств РФ, которая в свою очередь рассчитывается согласно Приказу Минэкономразвития РФ от 26.07.2010 №329;

K_d - стоимость заемного капитала, определяются как средняя за 12 месяцев, ставка рефинансирования ЦБ РФ;

W_s - доля собственного капитала в общей структуре капитала;

W_d - доля заемного капитала в общей структуре капитала;

t - номинальная ставка налога на прибыль.

В формуле не поясняется, откуда и зачем взялись данные 2 %. Более того, неизвестно, почему риск в данном случае является фиксированной величиной, ведь каждая компания является уникальной, соответственно, и риск будет величиной переменной.

Предпримем попытку усовершенствовать расчет ставки дисконта с увеличением по рискам.

С учетом премий за риски к сумме средневзвешенных стоимостей заемного и собственного капиталов получим следующую формулу:

$$WACC = W_s * K_s + W_d * K_d (1-t) + R, \quad (18)$$

где K_s – среднее арифметическое за год от долгосрочной ставки (%) по облигациям федерального займа, %;

K_d - то же самое, что в ф.17;

W_s - то же самое, что в ф.17;

W_d - то же самое, что в ф.17;

t - номинальная ставка налога на прибыль.

R – сумма премий за риск, полученная экспертным путем через анализ финансовых коэффициентов.

Существует множество видов риска, например, такие как валютный риск, риск ликвидности, страновой, риск снижения финансовой устойчивости, кредитный риск и многие другие.

Так как каждый риск влияет на деятельность компании по-разному, то в общей величине риска необходимо выделить долю каждого. Более подробно мы подойдем к этому позже.

Исходя из вышесказанного определим расчет премии за риск:

$$R = \sum_{i=1}^5 D_i * R_{K_i}, \quad (19)$$

где D – доля конкретного i -го коэффициента в общей величине риска, в долях единицы;

Rk_i - риск по коэффициенту K_i , %.

Система показателей для оценки риска оцениваемой компании.

В целях оценки возможности своевременного погашения компанией обязательств в установленные сроки необходимо рассчитывать следующие коэффициенты:

платежеспособности:

- покрытия долга собственными средствами ($Kп$);
- обеспеченности процентов к уплате ($Kо$).

финансовой устойчивости:

- финансовой независимости ($Kн$).
- финансового левериджа ($Kл$).

Эффективность деятельности эмитента можно оценить на основе анализа показателя:

- рентабельности собственного капитала (ROE).

Данные для расчета показателей, характеризующие финансовое положение эмитента, содержатся в финансовой отчетности предприятия: «Бухгалтерском балансе» (ф.1) и «Отчете о финансовых результатах» (ф.2), «Приложения к бухгалтерскому балансу» (ф.5).

Ниже в таблице раскрыто содержание показателей и приведены формулы расчета оценочных показателей, характеризующих финансовое состояние компании.

Таблица 7 - Содержание оценочных показателей финансового положения

Наименование оценочного показателя	Условное обозначение	Содержание оценочного показателя	Формула расчета оценочного показателя
Коэффициент финансовой независимости	Кн	Доля собственных средств в общей сумме средств	Собственный капитал (стр.1300 ф.1) + доходы будущих периодов (стр.1530 ф.1) : итог баланса (стр.1700 ф. 1)
Коэффициент финансового левериджа	Кл	Соотношение заемного и собственного капитала	[Краткосрочные обязательства (стр.1500 ф.1)+долгосрочные обязательства (стр.1400 ф.1)] :[собственный капитал (стр.1300 ф.1)]
Коэффициент покрытия долга собственными средствами	Кп	Характеристика величины собственных средств предприятия, которые выделяются с целью покрытия должностных обязательств.	[Собственный капитал (стр.1300ф.1)]: [краткосрочные обязательства (стр.1500 ф.1) + долгосрочные обязательства (стр.1400 ф.1)]
Коэффициент обеспеченности процентов к уплате	Ко	Возможная степень снижения операционной прибыли предприятия, при которой оно может обслуживать выплаты процентов.	Прибыль до уплаты процентов и налогов (стр.2300 + стр.2330 ф.2): Проценты к уплате (стр.2330 ф.2)
Рентабельность собственного капитала	ROE	Характеристика эффективности использования собственного капитала	Чистая прибыль (стр.2400 ф.2) : средняя величина собственного капитала $(0,5 * (\text{собственный капитал на начало периода (стр.1300 ф.1 + стр.1530 ф.1)н.п} + \text{собственный капитал на конец периода (стр.1300 ф.1 + стр.1530 ф.1) к.п}))$

Для более детального и точного анализа необходимо:

- дифференцировать критериальные значения финансовых коэффициентов;
- оценить попадание в определенный интервал критериальных значений

Для реализации указанного подхода проведен опрос специалистов ООО «Апхилл». Компания существует с 2009 г. и является консалтинговой группой, членом Ассоциации российских банков и активно участвует в жизни банковского сообщества и совершенствовании взаимоотношений между банками и оценщиками. Мнение экспертов позволило сформировать матрицу критериальных значений финансовых коэффициентов и соответствующий им уровень риска, который можно использовать при расчете WACC.

Таблица 8 - Матрица критериальных значений финансовых коэффициентов и оценки рисков компании, в %

Коэффициент финансовой независимости (Кн)	Коэффициент финансового левериджа (Кл)	Коэффициент покрытия долга собственными средствами (Кп)	Коэффициент обеспеченности и процентов к уплате (Ко)	Рентабельность собственного капитала (ROE)	Риск (Rk _i), %
0,5 и более	0,5-0,7	0,5 и более	1,0 и более	0,1 и более	0
0,41 – 0,49	0,71-0,80	0,3 – 0,4	0,91 – 1,0	0,07 – 0,09	2,5
0,35-0,40	0,81-0,90	0,2 – 0,3	0,81 – 0,90	0,04 – 0,06	5
0,28-0,34	0,91-1,00	0,1 – 0,2	0,71 – 0,80	0,01 – 0,03	7,5
0,27 и менее	Более 1,0	Менее 0,1	0,7 и менее	Менее 0	10

Однако, как мы отметили ранее, разные виды риска влияют на компанию по-разному, соответственно, необходимо выделить доли взятых нами коэффициентов в общей величине риска. Обратимся к нашим экспертам из ООО «Апхилл»:

$$K_n = 0,1$$

$$K_l = 0,1$$

$$K_p = 0,3$$

$$K_o = 0,2$$

$$ROE = 0,3.$$

Таким образом, формула премии за риск принимает следующий вид:

$$R = 0,1 * R_{K_n} + 0,1 * R_{K_n} + 0,3 * R_{K_n} + 0,2 * R_{K_o} + 0,3 * R_{ROE} \quad (19.1)$$

Рассмотренные финансовые коэффициенты и уровень риска, а также его доли могут меняться в зависимости от ситуации. В-первых, на них могут влиять индивидуальные особенности рассматриваемой компании, в которой выделяются разные виды рисков. Во-вторых, экспертные оценки могут отличаться в зависимости от рейтинговой компании (в разумных пределах), которая их составляла.

Выводы

В данной главе мы рассмотрели доступные к оценке ООО методы дисконтирования денежных потоков и выяснили, что наиболее подходящим методом оценки рыночной стоимости является метод дисконтирования денежных потоков. Более того, мы усовершенствовали метод определения ставки дисконтирования через ее увеличение на риски. Обоснованием этому служит справедливый факт того, что наиболее значимые риски в деятельности компании возникают ввиду использования ими заемных средств, поэтому премии за риск должны быть добавлены к значениям средневзвешенной стоимости капитала.

В следующей главе мы рассчитаем рыночную стоимость компании, применив усовершенствованный метод определения WACC.

3 Апробация методики на примере ООО «Бреннтек»

3.1 Краткая характеристика компании ООО «Бреннтек»

ООО «Бреннтек» является дочерним подразделением компании Brenntech, европейского дистрибьютора специальной химии и ингредиентов с более чем 130 летней историей. Компания входит в альянс других поставщиков-производителей, которые также сотрудничают с Brenntech Russia и поставляют на российский рынок химическое сырьё, добавки и специальные ингредиенты, предоставляя при этом эксклюзивное дистрибьютерское право.

Офис ООО «Бреннтек» находится в г.Москва. Компания существует на российском рынке с 2004 г. Основным видом деятельности Общества является оптовая торговля химическими веществами: ингредиентами для косметической, лакокрасочной продукции, а также смазочно-охлаждающими жидкостями для промышленного применения.

Уставный капитал составляет 100000 рублей. В Обществе три учредителя: юридические лица - Бреннтек Германия с долей 68 % и Бреннтек Польша с долей равной 10 %, физическое лицо с долей 22 %.



Рисунок 1 - Организационная структура ООО «Бреннтек»

Таблица 9 – Основные технико-экономические показатели ООО «Бреннтек»

Показатели	2013 г.	2014 г.	Отклонение(+/-)
1. Выручка, тыс.руб.	224430	336353	111923
2. Себестоимость, тыс.руб.	204433	301700	97267
3. Численность, чел.	27	26	-1
4. Фонд заработной платы, тыс.руб.	22000	26000	4000
5. Стоимость основных средств, тыс.руб.	17421	11424	-5997
6. Среднемесячная заработная плата, руб.	67888	83346	15458
7. Чистая прибыль, тыс.руб.	8703	10914	2211
8. Рентабельность собственного капитала, %	13,76	67,6	53,84

В 2012 г. убыток компании составил 140 тыс.руб., в 2013 г. чистая прибыль составила на 8703 тыс.руб., в 2014 г. чистая прибыль компании - 10914 тыс. руб. Убыток от продаж в 2012 г. составил 1933 тыс. руб. , в 2013 г. компания получила прибыль от продаж равную 11676 тыс.руб, а в 2014 г. показатель прибыли увеличился до 25747 тыс.руб. Выручка компании за 2012 г. - 162183 тыс. руб., за 2013 г составила 224430, а за 2014 г. достигла 336353 тыс.руб. Значит, в 2014 г. объем продаж больше, чем в большинстве предыдущих периодов. Положительная динамика деятельности компании показана на рисунке:

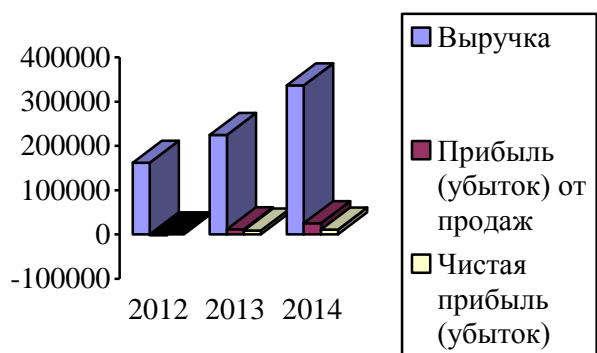


Рисунок 1 - Динамика финансовых результатов, тыс.руб.

Мы рассмотрели основные показатели, характеризующие Общество. По анализу показателей компания безубыточная, и это значит, что мы можем применить доходный подход. Произведем расчет рыночной стоимости ООО «Бреннтек».

3.2 Оценка рыночной стоимости ООО «Бреннтек»

В этом параграфе мы произведем расчеты, применив наши идеи по усовершенствованию WACC.

Для начала рассчитаем рыночную стоимость Общества, используя следующий алгоритм:

1. Расчет величины денежного потока на текущий период
2. Определение ставки дисконта
3. Расчет величины стоимости компании

Денежный поток на 2014 год рассчитывается по следующей формуле:

$$FCFF_{2014} = (\text{выручка} - \text{себестоимость} - \text{амортизация}) * (1-t) + \text{амортизация} = (336353 - 301700 - 24699) * (1 - 0,02) + 24699 = 32662,2 \text{ (тыс. руб.)}$$

Далее для того чтобы определить ставку дисконта нам потребуется посчитать финансовые коэффициенты. Данные берем из финансовой отчетности Общества:

$$K_H = (21592+0)/113808 = 0,19$$

$$K_L = (92216 + 0) / 21592 = 4,271$$

$$K_P = (((10678 + 21592) * 0,5) / ((92216 + 72425) * 0,5) + 0) = 0,196$$

$$K_O = (15288 + 889) / 889 = 18,197$$

$$ROE = 10914 / (((10678 + 0) + (21592 + 0)) * 0,5) = 0,676$$

По матрице критериальных значений финансовых коэффициентов определяем, в какой диапазон рисков попадают наши результаты:

Коэффициент	K_H	K_L	K_P	K_O	ROE
Значение	0,190	4,271	0,196	18,197	0,676
Риск	10%	10%	7,5%	0%	0%

Как видим коэффициенты финансовой независимости и финансового левериджа отражают максимальные возможные риски. Коэффициент покрытия долга собственными средствами также входит в зону высокого риска. Значение коэффициента обеспеченности процентов к уплате показывает, что финансовые расходы покрываются прибылью, а рентабельность собственного капитала отображает эффективное использование капитала.

Найдем общую сумму премии за риски с учетом значимости (доли) каждого вида выбранного нами риска:

$$Rk_i = 0,1 * 10 + 0,1 * 10 + 0,3 * 7,5 + 0,2 * 0 + 0,3 * 0 = 4,25 (\%)$$

Мы говорили, что премии за риск могут и должны учитывать особенности каждого отдельной рассматриваемой компании. ООО «Бреннтек» является импортером, поэтому мы считаем необходимым учесть страновой риск, влияющий на доходность компании. Во-первых, основная причина денежных потерь приходится на курсовые разницы (нестабильный курс валюты). Во-вторых, из-за политической ситуации и введенных санкций, транспортные компании, которые сотрудничают с Обществом, вынуждены менять способы транспортировки товара, что увеличивает стоимость логистических операций, и повышать ставки, так как некоторые маршруты выполняют иностранные перевозчики, соответственно, стоимость перевозки может увеличиваться в цене из-за ослабления курса национальной валюты.

Стоит отметить, что логистические операции значительно влияют на формирование себестоимости.

Страновой риск рассчитывается как разность между доходностью еврооблигации России и американскими государственными облигациями.

Доходность по американским 10-ти летним облигациям на 05.02.2016 г. составляет 1,843 % (источник: http://ru.investing.com/rates-bonds/usa-government-bonds?maturity_from=180&maturity_to=290). Доходность по российским еврооблигациям Россия2022 в долл. США составляет 4,220 % (источник: <http://rusbonds.ru/cmngos.asp>). Таким образом, премия за страновой риск составляет 2,377 %.

Определим ставку дисконта по формуле, которую мы вывели ранее. Премии за риски помогут скорректировать WACC, так как доля заемных средств достаточно большая по сравнению с собственными, соответственно, поправка на риски в данном случае очень актуальна. Добавим также премию за страновой риск: $WACC = W_s * K_s + W_d * K_d (1-t) + R_{k_i} + R_{стр}$.

В качестве стоимости собственного капитала берем среднее арифметическое долгосрочной ставки ОФЗ за 2015 год с официального сайта ЦБ РФ – 11,46 %. За стоимость собственного капитала примем ключевую ставку ЦБ РФ, которая, как мы отмечали ранее, с 2016 года приравнена к ставке рефинансирования и составляет 11 %. Таким образом,

$$WACC = 0,189 * 11,46 + 0,810 * 11 * (1-20) + 4,25 + 2,377 = 15,922$$

Учитывая крайне нестабильную экономическую и политическую ситуацию с 2013 года, а также валютные риски, в нашем случае достаточно сложно прогнозировать денежные потоки за выбранный период времени в будущем. Однако по ретроспективным данным мы можем быть уверенными, что доходность компании останется положительной и стабильной, хотя и предположительно небольшой. Поэтому мы обратимся к формуле Гордона, которая позволяет учесть данные нюансы:

$$\text{Стоимость компании} = FCFF / WACC - g, \quad (20)$$

где g – темп прироста денежных потоков

При минимальном темпе прироста денежных потоков – 2 %, стоимость компании составит: $32662,2/0,15922 - 0,02 = 234608,53$ (тыс.руб.)

Таблица 10 - Оценка рыночной стоимости ООО «Бреннтек» по методу операционного денежного потока на фирму (FCFF)

Показатель	Значение
Выручка, тыс.руб.	336353
Себестоимость, тыс.руб.	301700
Амортизация, тыс.руб.	24699
Ставка налога на прибыль, %	20
Денежный поток (FCFF), тыс.руб.	32662,2
Доля заемного капитала, W_s , %	0,810
Доля собственного капитала, W_d , %	0,189
Ставка ОФЗ, сред.арифм., %	11,46
Ключевая ставка ЦБ РФ, %	11
Премия за риск, %	4,25
Страновая премия, %	2,377
WACC, %	15,922
Темп прироста денежных потоков, g , %	2
Стоимость компании, тыс.руб.	234608,53

Далее рассчитаем рыночную стоимость по методу остаточного потока на собственный капитал FCFE Общества, используя следующий алгоритм:

1. Расчет величины денежного потока на текущий период
2. Определение ставки дисконта
3. Расчет величины стоимости компании

Модель денежного потока FCFE находится по следующей формуле:

$$FCFE = (\text{выручка} - \text{себестоимость} - \text{амортизация} - \text{процентные платежи}) \cdot (1-t) + \text{амортизация}. \quad (21)$$

Таким образом, $FCFE_{2014} = (336353 - 301700 - 24699 - 889) \cdot (1 - 0,2) + 24699 = 31951,00$ (тыс.руб.)

Ставка дисконтирования = $W_s * (K_s + R_{k_i} + R_{стр}) = 1 * (11,46 + 4,25 + 2,377) = 18,09 \%$.

Рыночная стоимость компании по формуле Гордона составляет:

Стоимость компании = $FCFE / (K_s - g)$. (22)

При $g = 0,02$ стоимость компании «Бреннтек» составляет: $31951 / (0,1809 - 0,02) = 198576,75$ (тыс.руб.)

Таблица 11 – Оценка рыночной стоимости ООО «Бреннтек» по методу остаточного потока на собственный капитал FCFE

Показатель	Значение
Выручка, тыс.руб.	336353
Себестоимость, тыс.руб.	301700
Амортизация, тыс.руб.	24699
Процентные платежи, тыс.руб.	889
Ставка налога на прибыль, %	20
Возврат основного долга в этом году, тыс.руб.	10012
Денежный поток (FCFE), тыс.руб.	31951
Доля собственного капитала, W_d , %	0,189
Ставка ОФЗ, сред.арифм., %	11,46
Премия за риск, %	4,25
Страновая премия, %	2,377
Ставка дисконтирования, %	18,09
Темп прироста денежных потоков, g , %	0,02
Стоимость компании, тыс.руб.	198576,75

Сравнивая стоимость компании, получившуюся в результате разных методов FCFE и FCFF, можно сделать вывод, что значения немного отличаются. Основные причины: в оценке фирмы методом FCFF стоимость источников финансирования, а следовательно, и ставка дисконтирования ниже, сыграл свою роль налоговый щит. По методу FCFE меньше и денежный поток за счет процентов по кредитным ресурсам.

В данной главе мы произвели расчет, воспользовавшись ставками дисконтирования, увеличенными на премии за риск. С нашей точки зрения, премии за риск позволяют более точно подойти к оценке конкретного ООО, ведь каждое из них уникально и требует индивидуального подхода. Слагаемые премий за риск могут варьироваться в зависимости от ситуации.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В теории и практике оценка стоимости непубличных компаний представляет сложность, а оценка ООО в России еще более затруднена в силу национально-исторических событий и состояния рынков на данный момент. Более того, оценщики предпочитают обращаться к западным источникам, так как зарубежная теория закреплена многолетней практикой, однако опыт других стран не вполне подходит нашим реалиям.

В нашей работе первой задачей мы поставили определение понятия рыночной стоимости: рыночная стоимость - денежная сумма, за которую материальные и нематериальные активы должны переходить из собственности одного лица к другому на дату оценки между добровольным покупателем и добровольным продавцом в результате коммерческой сделки.

Также мы рассмотрели три подхода определения рыночной стоимости: доходный, затратный и сравнительный, и сделали следующие выводы:

- затратный подход наиболее применяем для оценивания объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наиболее эффективного использования земли, и в целях страхования, а также для определения ликвидационной стоимости компании. Данный подход отражает точку зрения продавца, стремящегося возместить произведенные им затраты за период в прошлом по созданию данного объекта, отраженные в ретроспективной бухгалтерской отчетности.

- сравнительный подход используется в случае, если есть рынок сопоставимых объектов собственности. Наиболее подходит для публичных компаний, информация, о которых находится в открытом доступе. Данный подход не работает, если рынок находится в неустойчивом состоянии, если проводится мало сделок или время совершения и момент оценивания разделяет значительный период времени.

- доходный принцип предполагает оценку будущих доходов от собственности и трансформацию этих доходов в текущую стоимость, при этом

используется ставка дисконта, которая учитывает риски, связанные с получением этих доходов. На наш взгляд, данный подход наиболее применим в целях расчета рыночной стоимости компании в случае мотива вложения средств для развития компании и получения прибыли в будущем.

Целью нашего исследования являлась попытка совершенствования методики и разработке практических рекомендаций определения рыночной стоимости Обществ с ограниченной ответственностью доходным подходом.

Существуют десятки причин для необходимой оценки стоимости ООО, таких как:

- обоснование сделки купли-продажи бизнеса или его доли;
- определение стоимости залогового обеспечения по кредиту;
- обоснование инвестиционного решения и принятия управленческого решения;
- при разработке бизнес-плана;
- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение);
- оценка ООО или его доли для принятия наследства;
- для обоснования иска или обжалования судебного решения и др.

На оценку стоимости влияют следующие особенности ООО:

- наличие паевого капитала (для оценки долей и паев необходимо определить скидки и надбавки к ним, что представляет собой непростую задачу. Размер скидок и надбавок зависит от степени ликвидности доли или пая);

- предприятия в форме ООО – в основном мелкие или средние организации, более гибкие и мобильные, чем акционерные общества. Поэтому ООО часто бывают привлекательной целью для поглощения более крупных, публичных фирм. А также небольшой размер компании способствует большим рискам. Все это также отражается на стоимости и увеличивает дисконт.

- структура ООО является более простой;

- ООО не обязательно публиковать свой устав, данные о балансе, изменениях нанимателя и перемещениях в составе. Следовательно, найти операционную историю показателей ООО, как правило, бывает затруднительно. В связи с отсутствием хронологии таких показателей, как рост выручки, рентабельность, рост прибыли сложно быть уверенным в стабильности денежных потоков компании, что неизменно приводит к увеличению дисконта при оценке.
- отсутствие рыночной ликвидности, что снижает стоимость ООО относительно публичных компаний. Обычно дисконт из-за отсутствия ликвидности достигает 20-30%.
- ООО, в отличие от публичных компаний, не имеют свободного доступа к рынкам капитала, отсюда у них небольшой выбор использования заемных средств. Публичные компании, выбирая оптимальное соотношение собственного и заемного капитала, минимизируют его стоимость. ООО, в свою очередь, обычно зависят от банковских кредитов, которые относительно более дорогие.
- менеджерами обычно являются владельцы компании. Такая форма управления увеличивает риски. Следует добавить, что у менеджмента ООО в России основной целью бизнеса чаще всего является занижение прибыли с целью минимизации налогового бремени. Различные операционные мотивы затрудняют оценку реальных денежных потоков.
- ООО функционируют в рамках значительно более широких стандартов, и между фирмами могут существовать значительные различия при учете тех или иных статей.
- об ООО гораздо меньше информации с точки зрения количества лет, за которые обычно доступны данные и, что важнее, с точки зрения объема информации за каждый год.
- отсутствие разделения между собственниками и менеджерами может привести к смешению личных расходов и затрат на ведение бизнеса и

невозможности отделить жалование управляющих от дивидендов (или их эквивалента). Отсутствие диверсификации может повлиять на наше измерение риска.

Традиционно при оценке доходным подходом традиционно принято использовать два метода:

- метод капитализации доходов (CCF)
- метод дисконтирования будущих доходов (DCF)

В нашей работе мы отказались от использования метода капитализации доходов, так как, несмотря на простоту по сравнению с методом дисконтирования, на практике метод капитализации дохода используется редко, из-за рыночных колебаний и неустойчивости доходов большинства компаний. Более того, мы сомневаемся в том, что вышеуказанные методы являются двумя различными методами, в сущности, метод капитализации это частный случай DCF (бесконечный и постоянный CF с фиксированным дисконтом).

Основными аргументами в пользу применения метода DCF для ООО являются следующие:

- практичность и возможность применения для любого действующего (успешно функционирующего) предприятия;
- возможность проведения анализа денежных потоков в динамике, а также учет фактора времени;
- наличие возможности использовать элементы системы перспективного планирования;
- целевая и стратегическая ориентация;
- возможность прогнозирования будущих денежных потоков.

Точность метода дисконтирования денежных доходов очень зависит от корректной оценки нормы доходности, которая обеспечивает минимальный уровень риска. За основу ставки дисконтирования принимается средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC), при определении

которой мы столкнулись с множеством проблем: определение стоимости собственного капитала, учет премии за риск.

В качестве стоимости собственного капитала обычно используют метод CAPM или кумулятивный метод. От метода CAPM мы отказались из-за присутствия двух основных факторов, делающих данную модель неприменимой к ООО:

- отсутствие рыночных цен (в России нет полноценной статистической базы, а если предпринять попытки оценить ООО с использованием информации о некоторых компаниях-аналогах, которые, кстати, относятся в основном к промышленным сферам: нефть, газ, металлургия и др., то можно получить далекую от истины стоимость).
- применяемые методы оценки риска (дисперсия, среднеквадратическое отклонение, ковариация, коэффициент) требуют использования показателей рыночных котировок, которые у ООО отсутствуют.

Кумулятивное построение ставки дисконта является наиболее подходящим для ООО, так как позволяет произвести выбор ставки дисконтирования в зависимости от конкретных характеристик инвестиционного объекта и целей оценки, что не требует поиска сопоставимых публичных компаний-аналогов. Также наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли (вида экономической деятельности) и экономики в целом характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия. Модель основана на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес.

Применив принцип кумулятивного построения, мы учли риски не только в части стоимости собственного капитала, но и в части слагаемого заемного капитала, который в стандартной формуле не корректируется на риски, а ведь заемные средства генерируют наиболее опасные риски в хозяйственной деятельности предприятия.

В качестве показателей оценки риска мы взяли следующие коэффициенты: платежеспособности (покрытия долга собственными средствами; обеспеченности процентов к уплате); финансовой устойчивости (финансовой независимости, финансового левериджа); эффективности деятельности компании (рентабельности собственного капитала (ROE)).

Далее мы дифференцировали критериальные значения финансовых коэффициентов, оценили попадание в определенный интервал критериальных значений и выделили доли взятых нами коэффициентов в общей величине риска.

Рассмотренные финансовые коэффициенты и уровень риска, а также его доли могут меняться в зависимости от ситуации. В-первых, на них могут влиять индивидуальные особенности рассматриваемой компании, в которой выделяются разные виды рисков. Во-вторых, экспертные оценки могут отличаться в зависимости от мнения конкретных экспертов рейтинговой компании (в разумных пределах), которая их составляла.

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в развитии методов оценки стоимости ООО доходным подходом. Практическая значимость исследования заключается в том, что выявленные автором проблемы и пути их преодоления позволяют применять на практике оценки ООО доходный доход.

В данной работе мы достигли поставленной цели, а именно усовершенствовали методику и разработали практические рекомендации определения рыночной стоимости Обществ с ограниченной ответственностью доходным подходом.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации: в 4 ч.: по состоянию на 20 нояб.2014 г. – Москва: Эксмо, 2014. – 912 с.
2. Международные стандарты оценки 2011. - Москва: Саморегулируемая общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2013. – 188 с.
3. О лицензировании отдельных видов деятельности [Электронный ресурс]: федер. закон от 4 мая 2011 г. № 99-ФЗ // Справочная правовая система «Гарант». – Режим доступа: <http://www.garant.ru>.
4. О ставке рефинансирования Банка России и ключевой ставке Банка России [Электронный ресурс]/Указание Банка России от 11.12.2015 № 3894-У – Режим доступа:
http://www.instocenka.ru/files/multiplikator_nxpowerlite.pdf
5. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»/СЗ РФ.1998. №7. Ст 2.
6. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» // Российская газета [Электронный ресурс] / Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2007/09/04/otsenka-sandart-dok.html>
7. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» // Российская газета [Электронный ресурс] / Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2007/09/04/otsenka-sandart-dok.html>
8. Бишоп, Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях/Дэвид М. Бишоп, Фрэнк Ч. Эванс. – Москва: Альпина Бизнес Букс, 2015. -336 с.
9. Бланк, И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс/ И.А. Бланк.– Киев: НикаЦентр, 2002. – 527 с.

10. Бочаров, П. П. Теория вероятностей. Математическая статистика/ П.П. Бочаров, А. В. Печинкин. - Москва: ФИЗМАТЛИТ, 2005. –483 с.
11. Валдайцев, С. В. Оценка бизнеса: учебник/ С.В. Валдайцев. - Москва: Проспект, 2004. - 360 с.
12. Виленский, П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика: учебн. Пособие/ П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. — Москва: Дело, 2011. — 1104 с.
13. Гершун, А. Технологии сбалансированного управления/ А. Гершун, М. Горский. – Москва: Олимп-Бизнес, 2005. – 416 с.
14. Гитман, Л. Дж., Основы инвестирования: учебное пособие/Л.Дж Гитман, М.Д. Джонк. – Москва: Дело, 1997. – 1008 с.
15. Грегори, А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство/ А. Грегори. – Москва: Квинто-Консалтинг, 2003. – 332 с.
16. Грязнова, А.Г. Оценка бизнеса: Учебник / А.Г. Грязнова; под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой – Москва: Финансы и статистика, изд. 2-е, 2004. – 736 с.
17. Гусаков, В.Г. Оценка стоимости развивающегося бизнеса/ В.Г. Гусаков// Вестник ПНИПУ. Социально-экономические науки. - 2012. - № 13. – С. 65-73.
18. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов/ Асват Дамодаран. – Москва: Альпина Паблишер, 2014. – 1316 с.
19. Десмонд, Г.М., Руководство по оценке бизнеса/ Г.М. Десмонд, Р.Э. Келли. - Москва: РОО, 1996. – 402 с.
20. Егерев, И.А. Стоимость компаний. Оценка и управленческие решения: учебное пособие/ И.А. Егерев. – Москва: Дело, 2009. - 372 с. Касьяненко, Т.Г. Инвестиции: учебное пособие/ Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. - Москва: Эксмо, 2009. - 240с.

21. Есипов, В.Е. Оценка бизнеса. Полное практическое руководство: науч.изд./ В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, С. К. Мирзажанов. – Москва: Эксмо, 2008. – 352 с.
22. Ивашковская, И.В. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски: эмпирическое исследование/ И.В. Ивашковская, И.А. Кузнецов // Аудит и финансовый анализ. - 2008.- №5. – С.13.
23. Касьяненко, Т.Г. О понятии «рыночная стоимость» в оценке /Т.Г. Касьяненко// Проблемы современной экономики.- 2007. – № 4. – С.31-34.
24. Касьяненко, Т.Г. Концептуальные основы оценки бизнеса: Отражение особенностей становления профессиональной оценки в России: монография/ Т.Г. Касьяненко. – Санкт-Петербург, 2006. – 467 с.
25. Козырь, Ю.В. Элементы стоимостной оценки бизнеса/ Ю.В. Козырь. – Москва: ООО «Издательский дом Опцион», 2014. - 480 с.
26. Козырь, Ю.В. Стоимость компаний: оценка и управленческие решения/ Ю.В. Козырь. – Москва: Альфа-Пресс, 2009. – 376 с.
27. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление/Т.Коупленд, Т.Коллер, Т.Мурин. – Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 576 с.
28. Мочулаев, В.Е. Оценка рыночной стоимости недвижимости методом капитализации по расчетным моделям / В. Е. Мочулаев // Вопросы оценки. - 2010. - № 3. - С. 2-9.
29. Основы оценочной деятельности: учебное пособие /П.В. Дронов [и др.] ; под ред. И.В.Косоруковой. – Москва: ММИЭИФП, 2005. – 198 с.
30. Ревуцкий, Л.Д. Неосознаваемые и сознательные заблуждения теоретиков, преподавателей и практиков оценки рыночной стоимости предприятий /Л.Д. Ревуцкий// Московский оценщик. – 2008. – № 1. – С. 27-29.
31. Руководство по оценке стоимости бизнеса/ Фишмен Джей, Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт. – Москва: ЗАО КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2000. - 388 с.

32. Тарасевич, Е. И. Оценка недвижимости: учебное пособие/ Е.И. Тарасевич. - Санкт-Петербург: СПбГТУ, 1997. - 422 стр.
33. Тришин, В.Н. О методе дисконтированных денежных потоков и стандартах оценки/ В.Н. Тришин// Российский оценщик. – 2007. - №1. - С. 23.
34. Федотова, М.А. Сколько стоит бизнес?: учебное пособие/ М.А. Федотова. - Москва: Перспектива, 1996. - 103 с.
35. Фишмен, Д. Руководство по оценке стоимости бизнеса/ Фишмен Д., Уилсон К., Гриффит К., Пратт Ш. - Москва: Квинто-Консалтинг, 2000. – 388 с.
36. Харитонов, А. Ю. Эффективное управление предприятием на основе стоимости: монография /А.Ю. Харитонов, А.В. Пластинин. - Архангельск: Архангельский государственный технический университет, 2008. - 172 с.
37. Царев, В.В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учебное пособие / В.В. Царев, А.А. Кантарович. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 575 с.
38. Чиркова, Е.В. Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг/ Е.В. Чиркова - Москва: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 190 с.
39. Шарп, У. Инвестиции/ У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – Москва: ИНФРА-М, 2007. – 1028 с.
40. Blume, M.E. Betas and Their Regression Tendencies/ M.E. Blume // Journal of Finance. - 1995. - № 9. - P. 637-659.
41. Stowe, J.D. Equity asset valuation/ T.R. Robinson, J.E. Pinto, D.W. McLeavey, - New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007. – P.310.
42. Levy, R.A. On the Short-Term Stationary of Beta Coefficients/ R.A. Levy // Financial Analysis Journal. - 1991. - № 11 - P. 55-62.

43. Fama, E.F. The Cross-Section of Expected Stock Returns/ E.F. Fama// Journal of Finance. - 1995. - №2. - P. 427-465.
44. Roll R. On the Cross-Sectional Relation between Expected Returns and Betas R. Roll // Journal of Finance. – 2003. - № 49. - P. 101-121.
45. Лейфер, Л.А. Метод прямой капитализации. Обобщенная модель Инвуда [Электронный ресурс]/Л.А. Лейфер// Библиотека LABRATE.RU (Сетевой ресурс). - 14.02.2015. – Режим доступа:
http://www.labrate.ru/leifer/lev_leifer_article-model_inwood.htm
46. Лейфер, Л.А. Определение валового рентного мультипликатора на основе «исторических» данных [Электронный ресурс]/Л.А. Лейфер// Библиотека LABRATE.RU (Сетевой ресурс). - 15.02.2015. – Режим доступа:
<http://www.labrate.ru/leifer/determination-of-the-gross-rental-multiplier-2009.htm>
47. Статистика юридических лиц [Электронный ресурс]: журнал «Вестник государственной регистрации». – Режим доступа: http://www.vestnik-gosreg.ru/info_ul/.
48. Company valuation methods. The most common errors in valuations – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=274973> – заглавие с экрана. - (Дата обращения: 14.03.2015).
49. Discounted Cash Flow Analysis – Режим доступа:
<http://www.investopedia.com/university/DCF/> – заглавие с экрана. - (Дата обращения: 14.03.2015).
50. Private Company Valuation [Электронный ресурс]. – Режим доступа:
<http://www.privco.com/knowledge-bank/private-company-valuation>. – заглавие с экрана. - (Дата обращения: 10.04.2014).

ПРИЛОЖЕНИЯ