Косорукова, Ирина Вячеславовна. Развитие теории, методологии и практики оценки стоимости бизнеса : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Косорукова Ирина Вячеславовна; [Место защиты: Негосударственное образовательное учреждение высшего профессионального образования Московская финансово-промышленная академия].- Москва, 2013.- 362 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**Раздел I. Теоретические основы и методологические принципы оценки стоимости бизнеса 20**

Глава 1. Бизнес и имущественный комплекс предприятия как объекты оценки стоимости 20

1.1. Понятие бизнеса и имущественного комплекса предприятия как объектов оценки и объектов гражданских прав 20

1.2. Методология оценки стоимости бизнеса и предприятия как имущественного комплекса 35

1.3. Проблемы идентификации объекта оценки в проекте федерального стандарта оценки «Оценка стоимости акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале (оценка бизнеса)» 40

**Глава 2. Анализ этапов и основных подходов к формированию стоимости бизнеса: особенности применения в современных российских экономических условиях 56**

2.1. Применение принципов поведенческих финансов к оценке бизнеса 56

2.2. Нормализация отчетности как инструмент улучшения качества информации в оценке стоимости бизнеса и управления его стоимостью 63

2.3. Применение подходов и методов к оценке стоимости бизнеса в современных российских экономических условиях 74

**Раздел II. Оценка стоимости бизнеса различных организационно-правовых форм, форм собственности и на различных фазах жизненного цикла 117**

Глава 3. Методологические аспекты оценки стоимости бизнеса различных организационно-правовых форм и форм собственности 117

3.1. Особенности определения стоимости бизнеса акционерных обществ 117

3.2. Особенности определения стоимости бизнеса обществ с ограниченной ответственностью 136

3.3. Особенности и методика определения стоимости бизнеса с участием государства 143

**Глава 4. Оценка стоимости бизнеса на разных фазах жизненного цикла организации и стадиях макроэкономического цикла 163**

4.1. Анализ взаимосвязи стоимости и цены бизнеса на разных стадиях макроэкономического цикла 163

4.2. Особенности формирования стоимости бизнеса на разных фазах жизненного цикла 174

4.3. Методология и методика оценки бизнеса на разных фазах жизненного цикла организации и стадиях макроэкономического цикла 180

4.4. Модель управления стоимостью бизнеса на фазе кризиса 196

**Раздел III. Стоимостный подход к анализу и мониторингу бизнеса 204**

Глава 5. Методология стоимостно-ориентированного анализа бизнеса 204

5.1. Сущность, задачи и направления стоимостно-ориентированного анализа... 204

5.2. Принципы стоимостно-ориентированного анализа и мониторинга бизнеса. 213

5.3. Принципы стоимостно-ориентированного анализа отдельных видов активов организации 238

5.4. Методика стоимостно-ориентированного анализа конкурентоспособности бизнеса 242

**Глава 6. Особенности применения стоимостного подхода и стоимостно ориентированного анализа бизнеса для бюджетно-налоговой политики государства 252**

6.1. Применение стоимостного подхода для формирования налоговой политики государства 252

6.2. Применение стоимостного подхода для целей трансфертного ценообразования 267

6.3. Анализ применения справедливой стоимости в отчетности российских предприятий и для целей налогообложения 272

Заключение 281

Библиография 286

* [Методология оценки стоимости бизнеса и предприятия как имущественного комплекса](http://www.dslib.net/finansy/razvitie-teorii-metodologii-i-praktiki-ocenki-stoimosti-biznesa.html#5429341)
* [Нормализация отчетности как инструмент улучшения качества информации в оценке стоимости бизнеса и управления его стоимостью](http://www.dslib.net/finansy/razvitie-teorii-metodologii-i-praktiki-ocenki-stoimosti-biznesa.html#5429342)
* [Особенности определения стоимости бизнеса обществ с ограниченной ответственностью](http://www.dslib.net/finansy/razvitie-teorii-metodologii-i-praktiki-ocenki-stoimosti-biznesa.html#5429343)
* [Особенности формирования стоимости бизнеса на разных фазах жизненного цикла](http://www.dslib.net/finansy/razvitie-teorii-metodologii-i-praktiki-ocenki-stoimosti-biznesa.html#5429344)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Рост устойчивости бизнеса, повышение эффективности функционирования экономики, отвечающие современным потребностям менеджмента, максимизация стоимости организаций как интегрального показателя эффективности в условиях конкуренции имеют существенное народнохозяйственное значение. Это предполагает необходимость теоретической систематизации, осмысления и разработки методологии оценки и стоимостного анализа бизнеса, соответствующих современным экономическим реалиям, базирующихся на высокой неопределенности и процессах глобализации.

Развитие методологии оценки стоимости бизнеса организаций актуально и с точки зрения ее адаптации современным правовым аспектам деятельности организации и процессу изменений в экономике страны. Введенные в 2007 году механизмы саморегулирования оценочной деятельности сегодня зашли в тупик, что тормозит развитие профессиональных стандартов оценки и методологии оценки бизнеса, отвечающей современным рыночным потребностям и правовым аспектам.

Логика исследования построена на этапах бизнес-процесса оценки, применяемого при формировании стоимости бизнеса. В связи с этим в работе в первую очередь рассматривается блок проблем, связанных с идентификацией и описанием объекта оценки, а именно оценки стоимости бизнеса. Затем проводится исследование процессов сбора, анализа и обработки информации, рассматриваются особенности применения общепринятых подходов и методов оценки, факторов, влияющих на цену и стоимость бизнеса различных организационно-правовых форм (далее — ОПФ) и форм собственности. Анализ проблем формирования стоимости бизнеса с долей участия государства также является актуальным в связи с очередным этапом приватизации крупных предприятий и отсутствием методических основ их оценки.

Проблема иррациональности принятия решений менеджментом, аналитиками, инвесторами, в свою очередь, оказывает существенное влияние на формирование стоимости бизнеса как на этапах анализа и обработки информации, так и на этапе непосредственного формирования его стоимости и ее

оценки. В связи с этим в работе рассмотрена концепция поведенческих финансов применительно к оценке бизнеса.

Необходимость развития теории и методологии оценки и анализа стоимости бизнеса усилилась в связи с кризисными явлениями и процессами, проявившимися в период глобального финансово-экономического кризиса, ставшего предметом научных дискуссий. Многие ученые-экономисты отмечают, что кризис продемонстрировал несостоятельность моделей, ориентированных на максимизацию стоимости и уровня рыночной капитализации субъектов хозяйствования. Одна из проблем диссертации связана с исследованием соотношения стоимости и цены бизнеса (тем более что во многих научных исследованиях эти категории отождествляются), моделей формирования стоимости бизнеса на разных стадиях макроэкономического цикла в современной рыночной ситуации, а также с исследованием некоторых фундаментальных концепций и принципов финансового менеджмента, на которых базируется методология оценки стоимости организации. К ним относятся концепция цены капитала, денежного потока, риска и доходности и другие. В работе исследуется влияние прибыли и денежного потока российских организаций на их стоимость и уровень капитализации, проводится анализ рисков организаций различных ОПФ и форм собственности.

Современный инструментарий экономического анализа в России во многом базируется на парадигме, сформированной еще в период планово-административной экономики. Это обстоятельство диктует необходимость формирования нового подхода к методологии анализа принятия решений, базирующемуся на стоимости бизнеса, ориентированного на его собственников, менеджмент и иных стейкхолдеров. Поэтому в работе выделяется блок вопросов, посвященных методологии стоимостно-ориентированного анализа бизнеса.

Давно назрела необходимость формирования налоговой политики государства с точки зрения стоимостного подхода к налоговым базам имущественных и других налогов, что сможет обеспечить увеличение поступлений в бюджеты разных уровней и справедливое распределение благ между различными слоями населения в сложившейся непростой ситуации с диспропорцией их доходов.

Отсутствие обоснованной концепции оценки эффективности развития бизнеса, формирования методологии оценки его стоимости, отвечающей

современным экономическим и правовым аспектам, и определяет актуальность решения научной проблемы по развитию теории, методологии и практике оценки и анализа стоимости бизнеса.

**Степень разработанности проблемы.** Теоретические, методологические и прикладные проблемы оценки и анализа стоимости бизнеса организации, ориентированные на ее увеличение и повышение эффективности функционирования, активно исследуются российскими и зарубежными учеными.

Проблема методологии оценки стоимости бизнеса рассматривается в трудах В.И. Бусова, А.В. Бухвалова, СВ. Валдайцева, А.Г. Грязновой, И.В. Ивашковской, В.Е. Кацмана, Ю.В. Козыря, Б.Б. Леонтьева, В.П. Паламарчука, В.М. Рутгайзера, М.А. Федотовой и др. Среди зарубежных ученых, которые посвящали свои труды вопросам методологии оценки бизнеса, можно выделить: Н. Антилла, Д. Бишопа, А. Дамодарана, Д. Джонса, Т. Коупленда, Т. Коллера, К. Мерсера, Д. Муррина, Ш. Пратта, Б. Пешеро, Р. Райли, Дж. Роша, М. Скотта, Т. Уэста, К. Ферриса, Т. Хармса, Дж. Хитчнера, Р. Швайса, Ф. Эванса и др. Анализ работ указанных выше авторов позволил сделать вывод о том, что они не в полной мере отвечают современным потребностям в области оценки стоимости российского бизнеса. Необходим дополнительный анализ применения общепринятых инструментов методологии оценки бизнеса в современных условиях, их применения с точки зрения адаптации современному российскому законодательству. Недостаточно исследованы вопросы оценки стоимости бизнеса различных ОПФ и форм собственности, методология оценки бизнеса на различных фазах жизненного цикла организации и макроэкономического цикла.

Особо стоит выделить труды, посвященные инструментарию поведенческих финансов в оценке бизнеса. Пристальное внимание психологическим характеристикам человеческого поведения уделялось в работах А. Смита, К. Менгера, Е. Бем-Баверка, А. Маршалла, И. Фишера, Дж. М. Кейнса и др. В их работах анализировалось, каким образом люди ощущают себя в качестве участников рынка и оценивают совершаемые ими экономические действия. Аспекты их влияния на стоимость бизнеса рассматривали также К. Бейкер, Дж. Носфингер, Д. Канеман, П. Словик, А. Тверски, X. Шефрин и др., а среди российских ученых В.Р. Евстигнеев, В.М. Рутгайзер, М.А. Федотова и др. Проблема применения принципов поведенческих финансов требует дальнейшего

осмысления и развития, поскольку эти аспекты оказывают существенное влияние на формирование стоимости бизнеса в российской действительности.

Следует учитывать, что методология оценки стоимости бизнеса не интересует заказчиков работ: результат оценки стоимости бизнеса интересен менеджменту, собственникам и другим заинтересованным лицам с точки зрения анализа и принятия эффективных управленческих решений. Исследования анализа эффективности и результатов деятельности организации, в том числе и на основе стоимости, в российской научной литературе проводили В.Т. Битюцких, Г.В. Бубнова, Д.Л. Волков, А.А. Емельянов, О.В. Ефимова, И.В. Ивашковская, В.В. Ковалев, В.Г. Когденко, В.Н. Лившиц, М.В. Мельник, В.Г. Савицкая, А.Д. Шеремет и др. Среди зарубежных разработок, связанных с анализом и управлением стоимостью активов и бизнеса, можно выделить труды Р. Брейли, Э. Блэка, Б. Лева, С. Майерса, А. Раппопорта, К. Уолша, Д. Хана, Р. Хиггинса, X. Хунгенберга и др. При этом проблема системного подхода к обоснованию и анализу стоимости бизнеса и активов организации остается достаточно открытой и требует дальнейшего обобщения и систематизации.

Назрела существенная необходимость применения стоимостного подхода к принятию решений и в рамках бюджетно-налоговой политики государства. К числу ученых, рассматривающих эти и другие проблемы налогообложения в России, можно отнести Л.И. Гончаренко, А.З. Дадашева, В.Н. Засько, Л.С. Кирину, Л.П. Павлову, Е.Б. Шувалову и др. Однако комплексного решения проблемы применения стоимостного подхода к российской системе налогообложения и использования в ней результатов оценки стоимости бизнеса пока не было предложено.

Все указанные выше проблемы подтверждают актуальность настоящего исследования, его теоретическую и практическую значимость, что и определило цель и задачи диссертации.

**Цель исследования** - решение научной проблемы по развитию теории, методологии и инструментария анализа и оценки стоимости бизнеса разных организационно-правовых форм и форм собственности.

Для достижения цели в работе были поставлены и решены следующие задачи:

идентифицировать объект оценки стоимости бизнеса в соответствии с требованиями ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» и современным российским гражданским законодательством;

обосновать необходимость применения принципов поведенческих финансов к анализу и обработке информации в оценке стоимости бизнеса;

разработать методику нормализации отчетности, применяемую на этапе ее подготовки к оценке стоимости бизнеса;

выявить и обосновать взаимосвязи цены и стоимости бизнеса в современных экономических условиях, проанализировать эти взаимосвязи на разных фазах жизненного цикла организации и стадиях макроэкономического цикла;

определить влияние на цену и стоимость бизнеса показателей финансового результата деятельности хозяйствующего субъекта (прибыли и денежного потока) с целью выявления и раскрытия наиболее значимого показателя, определяющего на современном этапе развития российской экономики стоимость бизнеса;

выявить и обосновать особенности формирования стоимости бизнеса различных организационно-правовых форм;

определить влияние открытой информации о существенных фактах деятельности открытых акционерных обществ на их уровень капитализации;

разработать методику оценки стоимости бизнеса с долей участия государства;

разработать методику учета влияния экологических факторов при оценке стоимости бизнеса;

проанализировать влияние на цену и стоимость бизнеса традиционных финансовых коэффициентов (рентабельности, структуры капитала, показателей платежеспособности и оборачиваемости) для определения тесноты их связи и определения факторов, влияющих на цену и стоимость в современных условиях;

разработать методологию стоимостно-ориентированного анализа (VBA) бизнеса, направленную на исследование факторов роста стоимости хозяйствующего субъекта и принятия решений по ее управлению;

разработать принципы стоимостно-ориентированной бюджетно-налоговой политики, основанные на использовании стоимостного подхода к российской системе налогообложения юридических лиц;

разработать комплекс мер по применению стоимостного подхода к российской системе трансфертного налогообложения.

Объектом **исследования** является стоимость российских организаций различных организационно-правовых форм и форм собственности.

**Предметом исследования** выступает совокупность методологических принципов и методов формирования и оценки стоимости бизнеса с целью повышения эффективности его развития.

**Теоретической основой диссертации** служат фундаментальные положения экономической науки в областях оценки и анализа стоимости активов и бизнеса, финансового менеджмента, корпоративных финансов, поведенческих финансов, налогообложения, финансов организаций, разработанные в научных трудах ведущих зарубежных и отечественных ученых и специалистов.

**Методологическая основа исследования** базируется на различных способах научного познания: анализе и синтезе, дедукции и индукции, аналогии, научной абстракции. В работе использованы методы факторного, статистического и эконометрического анализа данных, математической логики, классификации и группировки. Применение в работе различных методов научного исследования направлено на обеспечение достоверности результатов проведенного анализа, адекватности разработанных методик и моделей, аргументированности сделанных выводов.

**Информационную базу исследования** составляют данные научных, методических, учебных изданий зарубежных и отечественных авторов, статистических, информационных, аналитических, справочных материалов текущей и периодической печати, системы комплексного раскрытия информации НАУФОР об эмитентах «СКРИН» (www. ), материалов Министерства экономического развития РФ, Росимущества, данных Росстата, содержащих финансовую информацию о деятельности российских предприятий за длительный период времени. В диссертации использованы сайты предприятий и аналитических агентств, материалы годовых отчетов российских предприятий, находящиеся в открытом доступе.

**Область исследования.** Диссертация выполнена в соответствии с пп. 5.1 «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности», 5.3 «Теория и методология оценки стоимости бизнеса», 2.9 «Концептуальные основы, приоритеты налоговой политики и основные направления реформирования современной российской налоговой системы», 4.9 «Поведенческие финансы: личностные особенности и типовое поведение человека при принятии решений финансового характера» Паспорта специальностей ВАК по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная гипотеза работы** состоит в проверке обоснованности применения традиционных инструментов и методов оценки стоимости бизнеса в современных российских экономических условиях.

**Научная новизна исследования** заключается в развитии теории, методологии и инструментария анализа и оценки стоимости бизнеса различных организационно-правовых форм и форм собственности, отвечающей современной правовой и экономической среде бизнеса.

В ходе исследования получены следующие **наиболее существенные, выносимые на защиту результаты, отвечающие требованиям научной новизны:**

1. Выявлено и обосновано, что при формировании стоимости бизнеса, исходя из требований российского законодательства, выделяется два объекта оценки: предприятие как имущественный комплекс в виде совокупности активов и обязательств организации и право собственности на долю (пай) в уставном или складочном капитале (бизнес). Раскрыта идентификация указанных объектов оценки разных организационно-правовых форм, форм собственности и на этапах жизненного цикла организации, что на практике определяет для оценщика методологию оценки стоимости соответствующего объекта.
2. Обосновано использование при применении обобщенной поведенческой модели оценки стоимости активов для целей оценки бизнеса доходным подходом вместо третьей переменной (она характеризует ошибки предпочтений инвесторов), характеризующей влияние когнитивного диссонанса. Она характеризует недооценку важной информации при формировании сценариев развития организации, вследствие чего ожидаемые события могут отличаться от прогнозных. Кроме того, обоснована необходимость учитывать при построении

обобщенной поведенческой модели четвертую переменную в пиковые периоды макроэкономического цикла (на фазах подъема (бума) и кризиса) эффект «информационного каскада» (теория стадного поведения). Доказано влияние иррационального поведения аналитика на принятие решений в области интерпретации состояния внешней среды бизнеса, что приводит к необходимости учета этого фактора при определении величины стоимости бизнеса в расчете денежных потоков или ставки дисконтирования, особенно в пиковые периоды экономического цикла.

3. Разработана методика нормализации отчетности бизнеса,  
адаптированная к российским стандартам бухгалтерского и налогового учетов,  
что позволяет более качественно осуществлять подготовку отчетности  
российских организаций для целей оценки бизнеса. Суть методики состоит в  
последовательном анализе счетов бухгалтерского учета и вариантов  
применяемой учетной политики. Такой анализ позволяет выявить записи и  
выбранные варианты учетной политики, влияющие на искажение финансовых  
результатов деятельности организации, определить необходимость введения  
корректировок в данные учета. Кроме того, методика позволяет  
дифференцировать денежные потоки от различных видов деятельности  
организации, что в конечном итоге приводит к возможности управления  
стоимостью бизнеса.

Впервые предложена группировка корректировок, применяемых при нормализации отчетности: по времени применения и по целям применения — что позволяет более обоснованно осуществлять их применение на соответствующих этапах оценки и управления стоимостью бизнеса.

4. Разработана методология оценки стоимости бизнеса на разных фазах  
жизненного цикла организации и макроэкономического цикла. Определены  
объекты оценки, подходы к оценке, виды стоимости, используемые на разных  
фазах цикла. Доказано наличие значимых связей между уровнем капитализации и  
стоимостью российских организаций в 2007 (фаза подъема), 2008 (фаза кризиса),  
2011 (депрессия) годах. В результате выявленных зависимостей построен ряд  
регрессионных однофакторных моделей, описывающих поведение цены (уровня  
капитализации) в зависимости от стоимости бизнеса на разных фазах  
макроэкономического цикла в РФ. Доказана разная степень влияния стоимости  
бизнеса на его цену на указанных выше фазах макроэкономического цикла, что

дает возможность учитывать в практике оценки бизнеса перечисленные выше особенности.

1. Доказано, что в современных российских условиях в качестве финансового эффекта деятельности хозяйствующего субъекта практически с одинаковой значимостью можно применять оба показателя: прибыли и денежного потока, что не подтверждает гипотезу о большей значимости денежного потока для принятия решений. Кроме того, данный вывод доказывает справедливость утверждения, что показатель прибыли с одинаковой степенью качества результата расчета стоимости может быть использован для определения стоимости бизнеса в доходном подходе.
2. Обоснованы особенности методологии оценки стоимости бизнеса для его различных организационно-правовых форм. Разработана классификация объектов оценки бизнеса и предприятия как имущественного комплекса; определены факторы, существенно влияющие на стоимость акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью и их долей: распорядительные функции долей участия в акционерных обществах (далее — АО) и обществах с ограниченной ответственностью (далее — ООО), уровень корпоративного управления, уровень риска и, как следствие, величина ставки дисконтирования.

Данные разработки развивают и совершенствуют методологию оценки бизнеса, дают возможность улучшить качество отчетов об оценке в части описания объектов, применения методологии оценки к оценке бизнеса в целом и к оценке миноритарных и мажоритарных долей в бизнесе АО и ООО.

1. Определено влияние существенных фактов, приведенных в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», на уровень капитализации российских открытых акционерных обществ (далее — ОАО), что позволило сделать вывод о возможности управления уровнем их капитализации, принятии более обоснованных инвестиционных решений по вложению средств в акции российских эмитентов, определить влияние качества корпоративного управления на формирование цен акций на российском фондовом рынке.
2. Разработана методика оценки стоимости бизнеса с долей участия государства, позволяющая более обоснованно осуществлять оценку его стоимости. В основе методики лежит учет особенностей, присущих российским государственным предприятиям, на каждом этапе процесса оценки:

формирования задания на оценку, включающего идентификацию объекта оценки, цель и задачу оценки; сбора и обработки информации; выбора подходов и методов к оценке; согласования результатов оценки; подготовки отчета об оценке.

Раскрыты особенности формирования стоимости бизнеса с долей участия государства, обусловленные задачей оценки в виде приватизации; наличием отличий при идентификации объекта оценки различных организационно-правовых форм государственного предприятия и задач оценки; контролем со стороны Росимущества при определении величины стоимости государственного имущества; наличием обременении приватизируемого государственного или муниципального имущества; дополнительных рисков для кредиторов и финансово-хозяйственной деятельности ООО в ближайшие 3 года после приватизации; специального права ("золотая акция") для ОАО; ограничений по проведению дивидендной политики АО, акции которого находятся в федеральной собственности; отличий в учредительном документе, правах участника при принятии решений в государственном ООО.

9. Разработана методика учета экологических факторов при оценке  
стоимости бизнеса, что дает возможность на практике обоснованно и более  
качественно осуществлять расчет стоимости бизнеса. В зависимости от задачи  
оценки выделены следующие этапы методики: 1) Анализ возможных и выявление  
негативных воздействий на окружающую среду или на хозяйственную  
деятельность оцениваемого бизнеса. 2) Оценка рыночной стоимости материалов,  
работ, услуг на восстановление окружающей среды или формирование резерва на  
устранение экологического вреда или справедливой стоимости затрат на  
восстановление окружающей среды и формирование резерва на устранение  
экологического вреда или потерь от осуществления хозяйственной деятельности,  
сформированных вследствие нанесения экологического вреда. 3)  
Дисконтирование затрат на формирование резерва или денежных потоков (за  
минусом страхового покрытия). 4) Только для одной задачи оценки: ежегодная  
переоценка резерва.

10. Доказано, что в современных российских экономических условиях  
лишь часть традиционных финансовых коэффициентов оказывает влияние на  
формирование цены и стоимости бизнеса. На основе анализа влияния  
показателей рентабельности, структуры капитала, платежеспособности и

оборачиваемости на цену и стоимость бизнеса обоснован вывод о значимой связи с денежной рентабельностью активов, коэффициентом автономии, рентабельностью активов и продаж. Это доказывает целесообразность формирования такой системы показателей, которая учитывает данную особенность, является более информативной с точки зрения их использования для реализации стоимостно-ориентированного анализа и подхода к принятию управленческих решений в организации.

1. Разработана методология стоимостно-ориентированного анализа бизнеса, определена его сущность задачи и направления, методики факторного анализа показателей стоимости, стоимостно-ориентированной эффективности бизнеса и использования ресурсов, конкурентоспособности. Методики базируются на показателях стоимости бизнеса, величины денежных потоков, цены капитала, экономической добавленной стоимости. Совокупность указанных методик позволяет осуществлять всесторонний анализ стоимости бизнеса, базируется на современных критериях принятия решений, что позволит менеджменту организаций осуществлять мониторинг факторов, влияющих на стоимость бизнеса и принимать своевременные решения в области стоимостно-ориентированного менеджмента.
2. Доказана необходимость внедрения стоимостного подхода к определению налоговых баз отдельных налогов, что позволит существенно увеличить доходы бюджета. Подход базируется на введении в качестве налоговой базы имущественных налогов (в том числе налога на недвижимость) рыночной стоимости имущества вместо инвентаризационной или балансовой, на применении оценочных процедур для целей трансфертного ценообразования, на применении стоимостно-ориентированных критериев для формирования концепции системы планирования выездных налоговых проверок.
3. Разработана совокупность мер по применению стоимостного подхода в системе трансфертного ценообразования, что позволит системно осуществлять контроль сделок между взаимозависимыми лицами. К их числу относятся: определение перечня объектов сделок между взаимозависимыми лицами, отвечающего требованиям оценочного законодательства; формирование принципов оценки рыночной стоимости для целей налогообложения в рамках трансфертного ценообразования; разработка программы обучения работников

налоговых органов практике применения оценочной деятельности в области налогообложения.

**Теоретическая значимость** исследования состоит в значительном вкладе в развитие теории и методологии оценки стоимости бизнеса. Полученные теоретические положения и выводы способствуют приращению научных знаний в теорию и методологию формирования стоимости бизнеса в части анализа взаимодействия стоимости и цены бизнеса в современных российских экономических условиях и факторов на них влияющих, идентификации объекта оценки, разработки методологии оценки стоимости бизнеса на разных фазах жизненного цикла организации и макроэкономического цикла, методик нормализации отчетности, учета экологических факторов при оценке бизнеса, оценки стоимости бизнеса разных организационно-правовых форм и форм собственности, методологии стоимостно-ориентированного анализа бизнеса. Полученные выводы развивают теорию поведенческих финансов, налогообложения организаций, стоимостного подхода к принятию финансовых решений.

**Практическая значимость исследования** заключается в рекомендациях Министерству экономического развития РФ и Национальному совету по оценочной деятельности по доработке проекта федерального стандарта оценки «Оценка стоимости акций, паев, долей участия в уставном (складочном) капитале (оценка бизнеса)» в части идентификации объекта оценки бизнеса различных ОПФ и форм собственности и предприятия как имущественного комплекса. Предложенные методики нормализации отчетности, расчета поправок, стоимости бизнеса различных ОПФ и бизнеса с участием государства могут быть использованы при разработке методических рекомендаций по оценке стоимости бизнеса и внутренних стандартов и правил оценки саморегулируемыми организациями оценщиков (далее — СРО).

Практической значимостью обладают разработанные модели формирования цены и стоимости бизнеса на различных этапах экономического цикла и методология стоимостно-ориентированного анализа для принятия инвестиционных и управленческих решений инвесторами, менеджментом и собственниками (в том числе таким собственником, как Российская Федерация), а также формирования стоимости бизнеса и осуществления стоимостного консалтинга оценщиками.

Разработанный стоимостно-ориентированный подход к формированию налоговой политики государства практически значим для органов государственной власти.

**Достоверность полученных результатов** подтверждается использованием статистических данных из системы комплексного раскрытия информации НАУФОР об эмитентах «СКРИН» (), материалов Минэкономразвития России, что позволило провести статистический анализ рыночной и балансовой стоимости, уровня капитализации организаций, их прибыли и денежного потока, финансовых коэффициентов и доказать обоснованность научных результатов. В разных главах работы проведено исследование функционирования от 40 до 10000 российских организаций.

**Обоснованность полученных результатов** обеспечена соответствующей теоретической и информационной базой исследования; использованием статистических данных, логических доводов и расчетов, а также базисных научных результатов, полученных другими авторами; тщательной проработкой российских нормативных актов; подтверждением результатов исследования соответствующими справками; обсуждением результатов на научно-практических конференциях; публикациями в научных изданиях.

**Апробация результатов исследования.** Диссертация явилась результатом многолетних исследований автора, основанных на комплексном анализе теоретических, методологических и практических проблем оценки стоимости бизнеса в российских экономических условиях. Основные положения и полученные результаты обсуждались на 14 международных конференциях, в том числе: IV-VIII Международный научный конгресс «Роль бизнеса в трансформации российского общества» в МФПУ «Синергия» в Москве (2009-2013 гг.), Международных научно-практических конференциях «Российская государственность и право: современное состояние и перспективы развития» (МЭСИ, 2008 г.), «Правовое обеспечение сохранности культурных ценностей» в Государственном историческом музее (2008 г.), «Инновационное развитие российской экономики» (МЭСИ, 2009, 2010 гг.), «Модернизация сегодня: экономика, бизнес, социум» (Владимир, 2010 г.), «Зеленая» экономика: оценка, стандартизация и ресурсоэффективность» в МФПУ «Синергия» (2013 г.), «Европейская наука и технологии» (Германия, 2013 г.), «Современные финансовые рынки: стратегии развития» (СПбГЭУ, 2013 г.), Международный образовательный форум «Бургас-2013», XV Международная научно-

практическая конференция «Методы дистанционного зондирования и ГИС-технологии для оценки состояния окружающей среды, инвентаризации земель и объектов недвижимости» (Болгария, 2013 г.).

Предлагаемые автором разработки и рекомендации были представлены в докладах на восьми межрегиональных и межвузовских конференциях, включая Научно-практическую конференцию «Экономическая теория и практика: проблемы взаимодействия» (МЭСИ, 2003 г.), Всероссийские научно-практические конференции «Развитие оценочной деятельности: стандартизация, саморегулирование, подготовка кадров», «Новая роль саморегулируемых организаций и оценочных компаний на рынке оценочных услуг», «Развитие саморегулирования оценочной деятельности: конкуренция, стандартизация и подготовка кадров» (МФПА, 2008-2010 гг.), Межрегиональную научно-практическую конференцию «Инновации для малого и среднего бизнеса» (Владимир, 2008 г.), Межвузовскую научно-практическую конференцию «Модернизация России в XXI веке: социальные и экономические аспекты» (Красногорск, 2010 г.), Конференцию «Актуальные проблемы оценочной деятельности на современном этапе» (Омск, 2012 г.), Научно-практическую конференцию «Экономико-прикладные проблемы системного управления в инновационной экономике» (Москва, 2013 г.) и пяти круглых столах: «Проект Федерального стандарта «Оценка стоимости акций, долей участия в уставном (складочном) капитале (бизнеса)» - плюсы и минусы» (ИФРУ, 2011 г.), «Развитие системы подготовки кадров в сфере оценочной деятельности: проблемы и перспективы» (МФПА, НСОД, 2011 г.), «Перспективы развития оценочной деятельности», «Научно-методическое обеспечение многоуровневой подготовки оценщиков и экспертов (интеграция теории и практики)» в рамках Ежегодной международной научно-методической конференции «Векторы современного уровневого образования: повышение качества и взаимодействие с работодателями» и «Развитие образования в области оценки собственности» в рамках Международной научно-методической конференции «Стратегия развития высшего и среднего профессионального образования в России» (ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», 2011-2013 гг.).

**Внедрение результатов исследования.** Разработанные теоретические положения и методики внедрены в деятельность Некоммерческого партнерства (далее — НП) СРО «Национальная коллегия специалистов-оценщиков», НП

«Саморегулируемой организации оценщиков «Экспертный совет», НП «Межрегиональный союз оценщиков», Межрегиональной саморегулируемой некоммерческой организации - НП «Общество профессиональных экспертов и оценщиков» и ЗАО «Российская оценка», ЗАО «Центр профессиональной оценки», ООО «Центр Оценки, Консультаций, Экспертиз «ЭКСПЕРТ-ПРО», ООО «Норматив», что подтверждается справками.

Материалы диссертации использовались в учебном процессе при обучении магистров по направлениям «Экономика» и «Менеджмент» в программах «Корпоративные финансы», «Стратегический менеджмент», в курсах «Управление и оценка стоимости бизнеса», «Основы оценки собственности», «Анализ и диагностика финансового состояния предприятия» в Московском финансово-промышленном университете «Синергия», в Московском государственном университете экономики, статистики и информатики, что подтверждено справками о внедрении.

Прикладные методики, предлагаемые в диссертации, используются в программах для руководителей и собственников российских предприятий (Executive MBA) в Школе бизнеса «Синергия» и Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, а также в программе профессиональной переподготовки «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» и повышения квалификации оценщиков в курсах «Теретические основы оценки стоимости предприятия (бизнеса)» и «Практика оценки стоимости предприятия (бизнеса)» , что подтверждено справками о внедрении.

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 52 работы общим объемом 82,36 п.л. (авторским объемом - 65,07 п.л.), из них 4 монографии общим объемом 51,0 п.л. (авторским объемом - 47,63 п.л.), 17 статей в научных журналах, определенных ВАК Минобрнауки России общим объемом 13,91 п.л. (авторский объем — 8,89 п.л.).

**Структура и объем работы.** Структура диссертации обусловлена целью, задачами, логикой исследования и отражена в ее плане.

## Методология оценки стоимости бизнеса и предприятия как имущественного комплекса

Ряд этих положений также не соответствует требованиям ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «О рынке ценных бумаг». Во-первых, существующее законодательство не классифицирует акции на виды, как это требует указывать существующий проект стандарта, хотя существуют категории акций: обыкновенные и привилегированные, которые в свою очередь делятся на типы . Во-вторых, в российском законодательстве нет термина «выпущенные ценные бумаги», как указано в проекте стандарта, а есть термин «размещенные акции»45. Российское законодательство не приемлет и термина пакет акций46, а указывает, что имея ту или иную долю голосующих размещенных акций, владелец получает дополнительные права на управление и получение информации, защиту своих интересов, право на получение дивидендов и часть имущества при ликвидации.

Считаем, что отсутствие четкости в проекте Федерального стандарта приведет к ошибочным результатам уже на стадии описания объекта оценки, с которого, по сути, и начинается весь процесс оценки, так как еще на стадии формирования задания на оценку, необходимо четкое понимание того, что оценщик будет оценивать. Поэтому, следует предложить разработчикам этого стандарта не уходить от действующих законодательных и нормативных документов при описании объекта оценки и запроса информации. Много полезного можно найти при идентификации объекта оценки уже сейчас, в действующих документах. Эту информацию необходимо использовать для формулирования положений стандарта. На наш взгляд, такой подход необходим, так как в любого рода споре в суде можно будет сослаться на эти документы.

В связи с критикой стандарта проекта рассмотрим возможности действующего законодательства при идентификации объекта оценки в виде акций.

Владелец - лицо, которому ценные бумаги принадлежат на праве собственности или ином вещном праве. Статья 28 ФЗ «О рынке ценных бумаг» указывает, что удостоверяются права собственности на ценные бумаги, и именно они несут ту полезность, которую мы переносим потом на стоимость («инвестиционные качества акции, и ее управленческие возможности»). В отрыве эти права нельзя представить, поскольку это эмиссионная ценная бумага, и в соответствии со ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»47 характеризуется одновременно несколькими важными признаками48.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг - совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством Российской Федерации. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного выпуска .

Как известно, объекты оценки указаны в статье 5 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», которая к объектам оценки относит объекты гражданских прав, которые оборачиваются на территории РФ, в том числе, право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества. Статья 128 ГК РФ к объектам гражданских прав относит вещи, включая деньги и ценные бумаги. Таким образом, в проекте стандарта нет необходимости формулировать какие-то «свои» объекты оценки, достаточно обратиться к действующим нормативным документам.

Поскольку акция бездокументарная ценная бумага, то владелец устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо50.

Ни одна учетная система на рынке ценных бумаг (ни регистратор, ни депозитарий) не зарегистрирует ничего другого, а именно окажет услуги по учету и удостоверению права собственности на ценные бумаги (акции).

Поскольку проект анализируемого федерального стандарта разработан с учетом Международных стандартов оценки, то рассмотрим, как представлены некоторые понятия в МСО.

Если в МСО 200751 четко определялась сущность контроля в бизнесе, то в МСО 2011 такой однозначности не имеется. Контроль в соответствии с МСО52 - это возможность руководить менеджментом и политикой бизнеса; такая возможность обеспечивается мажоритарной долей.

Это определение довольно не четкое, но в действующем российском законодательстве его понимания нет. При этом указанный аспект существенно влияет на стоимость доли бизнеса, тогда необходимо закрепить в стандарте необходимый понятийный аппарат. Теперь о размещенных, голосующих, обращаемых акциях общества. В статье 27 Федерального закона «Об акционерных обществах» законодатель пояснил, что размещенные акции - это акции, приобретенные акционерами и составляющие уставный капитал общества.

Приобретенные и выкупленные обществом акции, а также акции общества, право собственности на которые перешло к обществу в случае их неполной оплаты в течение установленного законом срока, являются также размещенными до их погашения.

В соответствии со ст. 72 ФЗ «Об акционерных обществах», если это предусмотрено уставом, общество вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров общества, если в соответствии с уставом общества ему принадлежит право принятия такого решения.

## Нормализация отчетности как инструмент улучшения качества информации в оценке стоимости бизнеса и управления его стоимостью

Доходный подход в рамках оценки стоимости объектов собственности, и в том числе при оценке бизнеса, предполагает, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от него, т.е. принципа ожидания (предвидения).

Подход к оценке по доходам является наиболее адекватным при определении стоимости для инвестора, так как его интересы лежат при вложении средств в действующий бизнес, не в покупке набора активов, а в приобретении потока будущих доходов, позволяющего ему окупить вложенные средства, получить денежные средства и повысить свое благосостояние.

В оценке бизнеса, как и в других направлениях оценки, в доходном подходе применяется два метода: дисконтированных денежных потоков и капитализации дохода.

Первый используется, как известно, в случае существенной вариации денежных потоков в будущем.

Второй метод используется, в случае, если ожидается, что будущие денежные потоки не существенно будут варьировать от периода к периоду и темпы их прироста будут прогнозируемыми и небольшими. При этом денежные потоки должны быть значительными положительными величинами.

В методе капитализации дохода величина денежного потока делится на ставку капитализации для определения стоимости объекта оценки. Ставка капитализации определяется как разница ставки дисконтирования и ожидаемых среднегодовых темпов прироста денежного потока. Этот метод не часто применяется для целей оценки бизнеса, поскольку он наиболее целесообразен в стабильных экономических условиях, при постоянных равномерных темпах прироста денежных потоков бизнеса. А такая ситуация, особенно, в российской экономике пока является трудновыполняемой.

Если предположение о стабильности дохода не удается сделать, применяется метод дисконтированных денежных потоков, который определяет стоимость бизнеса как сумму текущей стоимости будущих денежных потоков за весь период его существования. Этот метод является основным в оценке бизнеса поскольку доходы бизнеса, как правило, не стабильны.

Аргументами в пользу применения метода дисконтированных денежных потоков являются: возможность учесть несистематические изменения потока денежных средств, которые сложно описать математической моделью; наличие доступной и относительно качественной информации, на основе которой имеется возможность сформировать прогноз будущих денежных потоков: бухгалтерская отчетность бизнеса, его ретроспективный анализ, результаты маркетинговых исследований рынка, планы развития и т.п.

При подготовке исходных данных для оценки бизнеса с помощью доходного подхода используются данные финансового анализа предприятия, позволяющие оценить особенности развития предприятия, в т.ч.: - темпы роста; - издержки, доходность; - требуемую величину собственного оборотного капитала; - величину задолженности; - ставку дисконтирования. В зависимости от характера оцениваемого бизнеса, а также других факторов, оценщик может в качестве ожидаемых доходов рассматривать чистый денежный поток, дивиденды, различные формы прибыли. Однако принято считать, что наиболее приемлемым показателем дохода в рамках оценки бизнеса является денежный поток106.

Здесь нужно указать на одно противоречие, которое возникает при понимании сущности бизнеса и методологии его оценки. Это противоречие связано с использованием денежного потока и прибыли в качестве показателя эффекта деятельности бизнеса как в стоимостно-ориентированном менеджменте и анализе, так и в принятии финансовых решений с позиции концепций финансового менеджмента.

Бизнес часто трактуется как предпринимательская деятельность, направленная на получение прибыли, поэтому при оценке эффективности бизнеса в традиционных методиках экономического и финансового анализа используются показатели рентабельности, где в числителе в качестве эффекта используется все та же прибыль, однако, при оценке стоимости бизнеса дисконтируемым показателем при применении доходного подхода является величина денежного потока107. Отсюда следует несколько вопросов: какой показатель: денежного потока или прибыли должен использоваться для анализа и принятия решений? И почему именно он?

## Особенности определения стоимости бизнеса обществ с ограниченной ответственностью

К существенным фактам, раскрытие которых оказывает влияние на динамику цены как минимум двух эмитентов, относятся факты 1,2,7, 40, 42, 49, 50.

Анализ взаимосвязи уровня капитализации открытых акционерных обществ с раскрытием существенными фактами показал, что можно выделить только одно событие, раскрытие сведений о котором сказывается на темпах изменения цены всех четырех эмитентов (публикация промежуточной или годовой консолидированной финансовой отчетности), и одно событие (предъявление иска), раскрытие сведений о котором на темпах изменения цены всех четырех эмитентов не отражается.

На уровне рассмотрения групп событий однозначный (по всем рассмотренным эмитентам) вывод о влиянии раскрытия сведений на динамику цены можно сделать в отношении событий третьей группы, затрагивающих систему ведения реестра акционерного общества.

Таким образом, раскрытие ряда существенных фактов российского эмитента может оказывать влияние на динамику его цены, а поскольку связь между ценой и стоимостью бизнеса существует (что будет показано в следующих разделах диссертации), то, значит, и на стоимость открытых акционерных обществ. Вместе с тем, состав как показателей этого влияния, так и существенных фактов в большинстве исследованных случаев оказываются специфичными для конкретного эмитента и должны определяться им самостоятельно.

Рассмотрим еще один существенный фактор, оказывающий влияние на стоимость акционерных обществ - это оценка стоимости контрольных (мажоритарных) и миноритарных пакетов акций. Стоимость акций в этих пакетах неодинакова в расчете на одну акцию в одной и той же компании. Это означает, что оценщик должен применять корректировки к стоимости мажоритарных или миноритарных пакетов акций (например, скидку за неконтрольный характер в отношении миноритарного пакета или премию за контроль в отношении контрольного пакета).

Проблеме оценки стоимости мажоритарных и миноритарных пакетов акций уже был посвящен ряд работ , поэтому мы не будем затрагивать этот вопрос с точки зрения непосредственной оценки, а обратим внимание только на неосвещенные в литературе вопросы идентификации объекта оценки в виде таких долей.

Как выше мы указывали, акция закрепляет за владельцем имущественные права (право получения дивиденда и части имущества) и неимущественные права (право управления). Право управления (в зависимости от обладания тем или иным пакетом размещенных голосующих акций) проявляется у акционера в его способности оказывать влияние на принятие решений в обществе (назначение исполнительного органа, отчуждение имущества, утверждение годовых отчетов, распределение прибыли, утверждение бизнес-планов общества, внутренних документов, аудитора, избрание ревизионной комиссии (РК) и т. д.). Эти решения принимаются акционерами на общем собрании акционеров (ОСА) или делегируются собранием избранному им же совету директоров (СД).

Общее собрание акционеров правомочно состояться (имеет кворум), если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества, то есть, российский законодатель не приемлет абстрактное понятие «пакет акций», а указывает на то, что на собрании должны голосовать (управлять) размещенные голосующие акции.

Акции различаются по совокупности прав. Акции могут быть двух категорий - обыкновенные и привилегированные. Последние могут подразделяться на типы, дающие в соответствии с уставом акционерного общества различные права их владельцам. Совокупное количество акций всех категорий (типов) и их номинальная стоимость составляют уставный капитал общества. Сколько бы типов привилегированных акций не было определено положениями устава, совокупная номинальная стоимость размещенных привилегированных акций всех типов не должна превышать 25% от уставного капитала общества.

В подпункте 1.3. диссертации уже проводился анализ сущности размещенных и голосующих акций и их влияние на идентификацию объекта оценки.

В приложении 15 показано, что 50% голосующих размещенных акций на общем собрании акционеров может быть и в случае владения от 32,6 до 37,51% уставного капитала.

В то же время оценщику необходимо знать, что ст. 58 ФЗ «Об акционерных обществах» допускает проведение повторного общего собрания акционеров при кворуме не менее 30% голосующих размещенных акций общества, а в отдельных случаях и при менее представительном кворуме.

## Особенности формирования стоимости бизнеса на разных фазах жизненного цикла

Применимость затратного подхода к венчурным проектам достаточно спорна в принципе. На этой стадии венчурного проекта идет в основном разработка идеи. Но венчурный проект это не просто разработка - это больше коммерциализация идеи, и его затраты на данной стадии не отражают будущих доходов и ожиданий инвестора. В случае оценки стоимости объекта интеллектуальной собственности затратный подход определит сумму затрат на воспроизводство объекта, которая не отразит ни рыночной, ни инвестиционной стоимости объекта, то есть не будет представлять интереса для инвестора.

Наиболее приемлемым к применению на этой стадии остается доходный подход, но и он не может с большой степенью достоверности определить стоимость инновационного проекта. На посевной стадии невозможно достоверно рассчитать денежный поток, что накладывает ограничения на применение доходного подхода. Однако, как показывает практика венчурного бизнеса, любой инвестор, как правило, требует, чтобы были предоставлены необходимые результаты DCF модели232 проекта, или как минимум смета затрат и будущие доходы. На посевной стадии проект обладает максимальной степенью неопределенности и наибольшим количеством сценариев развития. Для таких ситуаций целесообразно применять методы, основанные на опционном ценообразовании.

На стадии старт-ап инновационная компания, как правило, сформирована, имеется бизнес-план и опытные образцы, налаживается опытное производство, осуществляются работы по детальному изучению рынка, формируются связи с потребителями и партнерами, разрабатывается маркетинговый план. На данном этапе, чаще всего, отсутствует выручка, а основной риск связан с невозможностью расширить применение технологии и сложностью развертывания массового производства. DCF модель - это модель формирования стоимости на основе метода дисконтированных денежных потоков Применение сравнительного подхода также затруднительно по тем же причинам, что и на посевной стадии. Поскольку на стадии старт-ап существует вероятность привлечь инвестора, в связи с этим возможность применения сравнительного подхода незначительна, но все же в некоторых проектах представляется возможным применить сравнительный подход.

Затратный подход на старт-ап стадии, как и на посевной, не позволяет достоверно определить рыночную или иную стоимости венчурного проекта. В том случае, если проект перестает функционировать, то затратный подход может быть применен к оценке стоимости оставшегося от проекта имущества. И эти особенности применения затратного подхода характерны для всех последующих стадий венчурного проекта, поэтому при описании методологии оценки на последующих стадиях затратный подход больше не будет рассматриваться.

Доходный подход для старт-ап стадии более применим по сравнению с посевной стадией, но и в данном случае его применение осложнено некоторыми проблемами: на данном этапе выручка, а, следовательно, и прибыль у проекта отсутствует, что накладывает самые большие ограничения на доходный подход. Однако будущий денежный поток прогнозируется достаточно качественно, нежели на предыдущей стадии венчурного проекта, возможно также применение методов опционного ценообразования.

На этапе раннего роста большинство проектов проходит точку безубыточности. Происходят первые встречи со стратегическими инвесторами и потенциальными покупателями. Основные затраты связаны с дополнительными НИОКР, проведением работ по защите интеллектуальной собственности, установкой производственной линии. Проект на данной стадии еще не прибыльный, тем не менее ведется выпуск и коммерческая реализация продукции. На этой стадии объектом оценки является бизнес, происходит формирование его денежного потока и прогнозирование будущих доходов и затрат уже возможно с достаточной степенью достоверности. Это делает доходный подход наиболее применимым для стадии раннего роста. Основную сложность представляют темпы роста денежного потока.

Бизнес и проекты стадий раннего роста представляют большой интерес для венчурных инвесторов. Это объясняется тем, что до стадии раннего роста «доходит», как правило, небольшая часть инновационных идей; большая часть научно-технических рисков уже снята, что для инвестора означает возможность купить достаточно интересный актив, способный в будущем существенно увеличить свою стоимость, принести значительные выгоды инвестору. Единственным ограничением применения сравнительного подхода является закрытость венчурной индустрии; информация о венчурных проектах и инновационных сделках практически отсутствует в открытых источниках.

На стадии расширения инновационный бизнес имеет успешный опыт производства и продаж, занимает устойчивую позицию на рынке и получает достаточно постоянную прибыль. Эта стадия является самой многообещающей и итоговой для инновационного проекта с привлечением венчурных инвестиций. Именно на этой стадии понятно, может ли инновационный бизнес добиться успеха на рынке и обеспечить инвестору такую отдачу, ради которой он рисковал на ранних стадиях проекта. На стадии расширения возможен «экспоненциальный» рост стоимости бизнеса за счет существенных инвестиций, которые направлены на расширение производства и сбыта продукции, проведение эффективной маркетинговой политики, увеличение активов и капитала организации.

Проект на этом этапе имеет «историю» развития, уже присутствуют выручка и прибыль, а основные затраты по проекту остались в прошлом. Денежный поток прогнозируется с большой степенью достоверности, что обеспечивает возможность качественного применения доходного подхода. На данной стадии риски проекта существенно меньше, чем на ранних стадиях -" проекта (но соответственно и доходность ниже), что делает шире круг потенциальных инвесторов. Сделки с венчурным бизнесом становятся открытыми, что обеспечивает возможность применения сравнительного подхода.

Инновационный бизнес на поздней стадии развития занимает прочные позиции на целевых рынках, имеет устойчивую прибыль. Венчурные и прямые инвестиции на данной стадии либо не нужны, либо необходимы для дальнейшего проникновения на рынки. Финансирование в большей степени ведется для выхода на публичное размещение или на крупную сделку по продаже бизнеса, в результате которой все первоначальные инвесторы планируют выход из него. Инвесторы на этой стадии не принимают активного участия в управлении бизнесом, инвестиционный проект перестает иметь венчурную специфику, соответственно при оценке стоимости применяются методы и подходы, характерные для оценки стоимости обычного бизнеса.