

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ДОЛЕЙ УЧАСТИЯ В КОМПАНИЯХ

© 2015 г. Ю.В. Козырь

(Москва)

Целью настоящей статьи является отражение взгляда автора на идеологию формирования итоговых оценок при оценке долей участия в компаниях, базирующихся на результатах применения нескольких оценочных подходов. В отличие от широко распространенной практики сведения результатов оценки, полученные при применении различных оценочных подходов посредством их взвешивания, предлагается установление верхней и нижней границ стоимости объектов оценки. Наличие этих границ обусловлено логикой рационального поведения экономических (хозяйствующих) субъектов, а также положениями существующей редакции международных стандартов оценки. Дальнейший механизм получения итоговых оценок стоимости долей участия в компаниях близок к традиционному. Сделанные в работе предложения позволяют формировать более обоснованные оценки итоговых величин стоимости долей участия в компаниях.

Ключевые слова: оценка бизнеса, предварительные стоимости, итоговая стоимость, результаты оценочных подходов.

Классификация JEL: D46, G12, G13.

Как известно, профессиональные оценщики обычно используют несколько оценочных подходов – затратный, сравнительный и доходный. Рассчитав несколько предварительных оценок стоимости, оценщики выводят суждение об итоговой величине стоимости объекта. Для этого обычно применяются следующие механизмы:

– *метод субъективного взвешивания* – наиболее часто применяемый механизм, при котором на основании тех или иных аргументов и/или анализа ряда данных дается заключение о значимости результатов оценочных подходов, что отражается в присвоении промежуточным оценкам соответствующих весов, сумма которых равна единице;

– *метод анализа иерархий (МАИ)* (Саати, 1989) – механизм ранжирования качественных свойств и признаков в расчете оценочных подходов, применение которого может быть оправданно при использовании не менее трех оценочных подходов, когда непосредственный анализ качества результатов, полученных в рамках различных подходов, приводит к неоднозначным результатам. Например, качество свойства / признака i в затратном подходе лучше, чем качество этого же свойства в доходном подходе; качество свойства / признака i в доходном подходе лучше, чем качество этого же свойства в сравнительном подходе, однако качество свойства / признака i в затратном подходе хуже, чем качество этого же свойства в сравнительном подходе. Следует отметить, что МАИ по сути представляет собой тот же метод субъективного взвешивания;

– *выбор в качестве итоговой стоимости результата одного из подходов* – данный механизм чаще всего применяют при оценках для отражения по МСФО и является обычной практикой у многих зарубежных оценщиков.

По мнению автора, при выведении суждения об итоговой величине стоимости наблюдается определенная зашоренность взглядов: выбирая тот или иной способ согласования подходов, оценщики зачастую думают не о том, какими мотивами руководствуются потенциальные стороны сделки (если определяется рыночная стоимость), а о том, как побыстрее и с наименьшими усилиями завершить проект, руководствуясь при этом такими аргументами: «все так делают», «так написано в учебнике по оценке» или – при оценке для целей отражения по МСФО – «согласно требованиям стандартов».

В данной статье представлен взгляд на проблему определения итоговой стоимости объектов оценки с позиции мотивов, которыми руководствуются потенциальные стороны сделки на основе информации о предварительных стоимостях, полученных оценщиком / оценщиками в оценочном отчете / отчетах, и отражает мнение автора по данному вопросу.

Сначала обратимся к общеизвестной теории и практике оценки, лежащей в основе применения оценочных подходов при оценке долей участия в компаниях. На чем основано применение этих подходов?

Сравнительный, или рыночный, подход основан на следующем: если где-то недавно была зафиксирована цена сделки с объектом-аналогом, то цена этой сделки после осуществления ряда корректировок, отражающих отличие свойств оцениваемого объекта от его аналога, может быть использована для получения стоимости оцениваемого объекта.

При *затратном подходе* считается, что если предлагаемую на продажу компанию или бизнес можно построить с нуля, создав при этом эквивалентный набор (ансамбль) активов и обязательств, то цена такой сделки не должна превышать затраты на создание этого ансамбля (принцип замещения). В принципах МСО (п. 63 в редакции МСО-2011) эта же мысль выражена так (МСО-2011, 2013): «Затратный подход обеспечивает получение показателя стоимости и базируется на использовании экономического принципа, согласно которому покупатель не заплатит за актив больше, чем сумму затрат, необходимую для получения актива равной полезности, будь то посредством его покупки или строительства»¹.

При *доходном подходе* цена сделки купли-продажи функционирующей компании / бизнеса должна быть эквивалента сегодняшней ценности ожидаемых в будущем чистых денежных доходов от функционирования этой компании / бизнеса.

Зададимся вопросом: при каких условиях / обстоятельствах участников сделки (владельца объекта оценки и покупателя) может устроить цена сделки. Вообще говоря, на этот вопрос имеется два ответа, отражающих мотивы сторон.

1. *Инвестиционный взгляд на проблему.* В основе каждой конкретной сделки лежат инвестиционные мотивы сторон сделки. Соответственно, если рынок объекта оценки является развитым, цена сделки представляет собой *рыночную стоимость*² объекта оценки. Если же рынок объекта оценки неразвит, сделка состоится, если цена сделки будет лежать внутри диапазона, простирающегося от оценки инвестиционной стоимости³ объекта оценки его владельцем до оценки инвестиционной стоимости этого объекта потенциальным покупателем (при условии, что первое меньше второго). Иными словами, сделка состоится, если минимальная цена, на которую согласен продавец, будет ниже или равна максимальной цене, которую согласен заплатить покупатель⁴. Если в результате намечающейся сделки имеет место указанное выше пересечение оценок инвестиционных стоимостей продавца и покупателя, конкретная цена сделки будет определяться переговорной силой сторон и аспектами структурирования сделки.

¹ В этой связи представляется небесспорным отнесение метода ликвидационной стоимости (название метода не следует путать с ликвидационной стоимостью, определенной в соответствии с ФСО-2 «Виды стоимости») к затратному подходу, поскольку такая классификация соответствует реалиям только для потенциального покупателя. Что же касается собственника (потенциального продавца) имущества, для него ценность ликвидации компании или бизнеса представляет собой ожидаемый поток чистых доходов; соответственно, метод ликвидационной стоимости для собственника ликвидируемого предприятия по сути является методом доходного подхода.

² Согласно (МСО-2011, 2013) рыночная стоимость – расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения.

³ Согласно (МСО-2011, 2013) инвестиционная стоимость – стоимость актива, рассматриваемого в качестве отдельной инвестиции или предназначенного для использования в операционных хозяйственных целях, для его собственника или будущего собственника. Согласно другому определению, принадлежащему С.А. Смоляку, инвестиционная стоимость (для владельца имущества) – минимальная денежная сумма, на которую конкретное лицо согласилось бы обменять выгоды от использования прав на это имущество. Инвестиционная стоимость (для потенциального покупателя имущества) – максимальная денежная сумма, за которую конкретное лицо согласилось бы приобрести выгоды, связанные с правами на данное имущество.

⁴ Впрочем, это условие распространяется и на активные рынки.

В свою очередь, переговорная сила сторон зависит не столько от навыков переговорщиков, сколько от их рыночной позиции с учетом позиции конкурентов. Многое определяет состояние рынка – наблюдается ли на рынке бум или рецессия, соответственно, является ли рынок на момент совершения сделки рынком продавцов или рынком покупателей. В зависимости от этого переговорная позиция (при прочих равных) будет сильнее у той стороны, кого на рынке меньше, что означает приближение цены сделки внутри вышеуказанного диапазона к оценке инвестиционной стоимости этой стороны. Для получения итоговой оценки величины рыночной стоимости объекта оценки, основанной на данном способе, в основу расчетов следует закладывать предварительные оценки инвестиционных стоимостей владельца (владельцев) объекта оценки и его потенциальных покупателей. Указанный метод можно применить, если известно точное число потенциальных покупателей (при ограниченном рынке или при невозможности осуществления публичной оферты) и имеется правдивая (достоверная) информация об их мнениях (и мнении продавца) относительно величины инвестиционной стоимости потенциального предмета сделки (объекта оценки)⁵.

2. *Взгляд на проблему с позиции логики здравого смысла.* На основании анализа состояния финансово-хозяйственной деятельности компании, а также согласно полученным соотношениям между результатами оценочных подходов⁶, принимается решение об установлении нижней и верхней границ возможного диапазона стоимости оцениваемых объектов. При оценке неконтрольных долей участия в акционерных обществах следует дополнительно учитывать, являются ли оцениваемые акции котируемыми или нет.

Оценка условий осуществления потенциальной сделки с контрольными долями основывается на пересечении ценовых диапазонов продавца и наилучшего покупателя, при этом для каждой стороны цена сделки будет определяться условиями:

– для продавца (владельца объекта оценки):

$$V_s = \max[V_{LV}; V_{ДПС}; V_{СП}]; \quad (1)$$

– для покупателя:

$$V_b = \min[V_{ДПб}; V_{СП}; V_{МЭЗА}], \quad (2)$$

где V_s – приемлемая цена для продавца; V_b – приемлемая цена для покупателя; V_{LV} – оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках метода ликвидационной стоимости (метода определения стоимости при ликвидации / закрытии бизнеса); $V_{ДПС}$ – оценка стоимости объекта оценки, полученная собственником объекта оценки в рамках доходного подхода; $V_{ДПб}$ – оценка стоимости объекта оценки, полученная потенциальным покупателем объекта оценки в рамках доходного подхода⁷; $V_{СП}$ – оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках сравнительного подхода; $V_{МЭЗА}$ – оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках метода экономического замещения активов⁸ (формально относящегося к затратному подходу, а фактически представляющего собой гибрид затратного с доходным подходом) (Козырь, Табакова, 2013; Козырь, 2012).

⁵ Следует отметить, что указанный способ выведения суждения об итоговой величине рыночной стоимости объекта оценки может не привести к искомому результату в случаях выявления отсутствия пересекающихся оценок продавца и потенциальных покупателей. В таких случаях следует признать, что рыночная стоимость объекта оценки отсутствует, поскольку сделка не сможет осуществиться. Если же, несмотря на это, пытаться в качестве рыночной стоимости представить середину выявленного стоимостного разрыва (между ценами согласия продавца и лучшего покупателя), то следует отдавать себе отчет в том, что полученная таким образом оценка будет представлять лишь потенциальную цену возможной сделки, и не факт, что эта сделка может состояться. Поэтому большой вопрос, можно ли считать результат такой оценки рыночной стоимостью (по мнению автора, нельзя!).

⁶ При дальнейшем рассмотрении данного вопроса будем предполагать, что применение каждого оценочного подхода и метода осуществлено корректно.

⁷ Условие (2) подходит для одного конкретного лица, рассматриваемого в качестве потенциального покупателя. Поскольку при намечающейся сделке может быть несколько потенциальных покупателей объекта оценки, при выведении суждения о рыночной величине стоимости объекта оценки имеет смысл рассматривать одну, наибольшую из них, оценку величины $V_{ДПб}$.

⁸ Метод экономического замещения активов основан на принципе замещения и является инструментом ответа на вопрос о том, какая величина денежных средств в текущих ценах служит эквивалентом стоимости замещения строительства предприятия (бизнеса), аналогичного оцениваемому «с нуля».

Следует отметить, что для стратегически значимых предприятий обычно нельзя учитывать V_{LV} ⁹, поэтому для них вместо (1) условие для продавца должно иметь вид:

$$V_s = \max[V_{ДП}; V_{СП}]. \quad (3)$$

В основе сформулированных и представленных выше условий, помимо общеэкономической логики, лежат следующие аргументы.

1. Согласно трактовке базиса рыночной стоимости (МСО-2011, 2013, Принципы МСО, Рыночная стоимость, п. 31) термин «расчетная денежная сумма» относится к «выраженной в деньгах цене, которая может быть уплачена за актив при коммерческой рыночной сделке... *Это цена – наилучшая из достижимых, по разумным соображениям, для продавца и наиболее выгодная из достижимых, по разумным соображениям, для покупателя*» (выделено мною. – Ю.К.).

2. Согласно трактовке базиса рыночной стоимости (МСО-2011, 2013, Принципы МСО, Рыночная стоимость, п. 31) термин «между заинтересованным покупателем» относится «к тому, у кого есть мотивы купить, но ничто его к этому не принуждает. Такой покупатель не горит желанием купить и не настроен платить любую цену... Предполагаемый *покупатель не станет платить цену выше той, которую требует рынок*. Нынешний собственник актива также входит в число тех, кто составляет этот “рынок”» (выделено мною. – Ю.К.).

3. Согласно (МСО-2011, 2013, МСО 200, Бизнесы и права участия в бизнесе, п. 4), «если оценка связана с правом, предоставляющим возможность ликвидации активов бизнеса, следует учесть, может ли совокупная стоимость активов в случае их продажи по отдельности при ликвидации бизнеса превысить общую стоимость бизнеса как действующего предприятия».

Принимая во внимание положение (МСО-2011, 2013, Принципы МСО, п. 63): «Затратный подход обеспечивает получение показателя стоимости базируясь на использовании экономического принципа, согласно которому *покупатель не заплатит за актив больше, чем сумму затрат, необходимую для получения актива равной полезности, будь то посредством его покупки или строительства*» (выделено мною. – Ю.К.), условие (2) буквально означает, что

$$V_b = \min[V_{СП}; V_{МЭЗА}].$$

Однако, принимая во внимание трактовку п. 31(а) («Это цена – <...> наиболее выгодная из достижимых по разумным соображениям для покупателя»), очевидно, что именно условие (2) наилучшим образом отражает указанные выше обстоятельства.

Следует отметить, что обычно при оценке контрольных долей участия формулировка суждения об итоговой величине их стоимости в рамках приведенных выше условий (1)–(2) будет ограничиваться анализом, основанным на результатах доходного и затратного подходов. Напротив – выведение суждения об итоговой величине стоимости неконтрольных долей участия в уставных капиталах преуспевающих компаний практически исключает рассмотрение результатов оценки, полученных на базе применения затратного подхода (метода ликвидационной стоимости (V_{LV}) и метода экономического замещения активов ($V_{МЭЗА}$)), поскольку, с одной стороны, миноритарные акционеры не обладают полномочиями по вынесению решений о закрытии бизнеса, с другой стороны, для них не имеет смысла в качестве альтернативы приобретения неконтрольной доли участия в бизнесе рассматривать замещение всех активов бизнеса посредством его создания с нуля.

Отталкиваясь от определения категории рыночной стоимости (нацеленного на осуществление сделки с оцениваемым имуществом), можно обоснованно ожидать, что рыночная стоимость оцениваемого объекта оценки будет соответствовать условиям осуществления сделки купли-продажи. Рассмотрев контрольные доли участия, можно утверждать, что с учетом (1)–(2) условия для осуществления сделок существуют при следующих соотношениях между предварительными результатами оценок:

⁹ Поскольку согласно действующему законодательству (ст. 111, 195, 196 ФЗ РФ №127 от 26.10.2002 г. (принят ГД РФ 27.09.2002 г., в действующей редакции от 29.12.2014 г.) «О несостоятельности (банкротстве)») предприятия, входящие в перечень стратегических предприятий, выполняющих государственный оборонный заказ и имеющих мобилизационные мощности, имеют ограниченную оборотоспособность, их деятельность нельзя репрофилировать, а сами предприятия (по сути) нельзя ликвидировать.

$$\{V_{LV}; V_{ДПс}\} \leq V_{СП} \leq V_{ДПб} < V_{МЭЗА}, \quad (4)$$

$$\{V_{LV}; V_{ДПс}\} \leq V_{ДПб} \leq V_{СП} < V_{МЭЗА}, \quad (5)$$

$$\{V_{LV}; V_{ДПс}\} \leq V_{МЭЗА} \leq V_{ДПб} \leq V_{СП}, \quad (6)$$

$$V_{СП} \leq V_{ДПс} \leq V_{LV} \leq V_{ДПб} \leq V_{МЭЗА}. \quad (7)$$

В случае выполнения одного из соотношений (4)–(7) ожидаемая цена сделки будет близка к соответствующей оценке стоимости, а именно цена сделки:

– при $\{V_{LV}; V_{ДПс}\} \leq V_{СП} \leq V_{ДПб} < V_{МЭЗА}$ – будет близка к оценкам стоимостей в интервале $V_{ДПс}; V_{ДПб}$, т.е. прежде всего к оценке $V_{СП}$;

– при $\{V_{LV}; V_{ДПс}\} \leq V_{ДПб} \leq V_{СП} < V_{МЭЗА}$ – будет тяготеть к величине $V_{ДПб}$;

– при $\{V_{LV}; V_{ДПс}\} \leq V_{МЭЗА} \leq V_{ДПб} \leq V_{СП}$ – будет тяготеть к величине $V_{МЭЗА}$ (меньше или равна);

– при $V_{СП} \leq V_{ДПс} \leq V_{LV} \leq V_{ДПб} \leq V_{МЭЗА}$ – будет находиться в интервале $\{V_{LV}; V_{ДПб}\}$.

При наличии соотношения

$$V_{LV} \leq V_{ДПб} \leq V_{ДПс} \leq V_{СП} \leq V_{МЭЗА} \quad (8)$$

осуществление сделки будет под вопросом; в случае положительного исхода цена сделки будет находиться в интервале $\{V_{ДПб}; V_{СП}\}$, скорее всего, близка к оценке $V_{ДПс}$.

В соответствии с высказанным ранее замечанием в случае оценки контрольных долей участия *стратегически значимых* предприятий в приведенных выше неравенствах должен исключаться учет оценки стоимости ликвидации предприятия V_{LV} .

Применение условий (1)–(8) для выведения суждения об итоговой величине стоимости соответствующих объектов оценки в общем случае приводит к рассмотрению 5-мерного пространства предварительных стоимостей: $\{V_{LV}; V_{ДПс}; V_{СП}; V_{ДПб}; V_{МЭЗА}\}$, для которого существует $5! = 120$ вариантов соотношений между этими предварительными результатами оценки. Из этого числа следует исключить все оценки $\{V_i\} < V_{LV}$ и большинство оценок в диапазоне $\{V_i\} > V_{МЭЗА}$. Поскольку в реальности в рамках доходного подхода вместо двух оценок ($V_{ДПс}$ и $V_{ДПб}$) обычно производят только одну оценку $V_{ДП}$ (независимого оценщика), 5-мерное пространство стоимостей сужается до 4-мерного с 24 возможными вариантами соотношений между ними.

Важно отметить, что нередко при согласованиях результатов оценок оценщики применяют премии за контроль или скидки за отсутствие контроля, чтобы согласовывать результаты, отражающие единый базис стоимости (на контрольном или неконтрольном уровнях). Применение таких поправок оправданно, если базис предварительно полученных в рамках различных оценочных подходов результатов был разным и/или он отличается от базиса объекта оценки. Однако имеющиеся эмпирические исследования значений указанных премий и скидок характеризуются их огромным разбросом ($\pm 90\%$), что снижает точность и обоснованность итоговой величины стоимости объекта оценки в случае их применения в расчетах. В этой связи автор настоящей статьи рекомендует по возможности избегать использования в расчетах премий и скидок за контроль, а именно – в рамках оценочных подходов следует сразу оценивать стоимость объекта оценки в заданном базисе оценки, отражающем величину оцениваемой доли участия и характер распределения долей других участников. Например, оценку стоимости контрольных пакетов следует осуществлять на основе затратного подхода и доходного подхода, исключая по возможности метод дисконтирования дивидендов (Шарп, Александер, Бэйли, 1997); оценку стоимости миноритарных пакетов – на основе преимущественно сравнительного подхода и, в ряде случаев, доходного подхода с применением модели дисконтирования дивидендов.

Условия (1)–(2) в случае отсутствия результатов применения одного из оценочных подходов должны / могут соответствующим образом сжиматься.

Приведенные выше рассуждения автора в рамках «второго типа ответа на вопрос об условиях реализации сделки» более детально представлены ниже в табличной форме (см. таблицу), где для полноты картины рассмотрены также случаи согласования стоимости для миноритарных

пакетов акций. В таблице сделано неявное предположение о том, что при оценке контрольных долей участия сравнительный подход не применялся.

Принятые в таблице обозначения: $V_{СП}$ – результат оценок стоимости оцениваемой доли капитала акционеров/учредителей, полученных в рамках сравнительного подхода; $V_{ДП}$ – результат

Таблица. Рекомендации по применению оценочных подходов и получению итоговой величины стоимости (V_F)

Ситуация	Объекты оценки					
	Контрольные пакеты / доли участия			Неконтрольные пакеты / доли участия		
	Соотношения между результатами подходов		Рекомендации по определению V_F	Рекомендации по определению V_F для котирующихся акций	Рекомендации по определению V_F для некотирующихся акций / долей участия	
Банкротства нет и не предвидится	$V_{3П} < V_{ДП}$		Следует применить МЭЗА	$V_F = V_{СП}$. При этом СП должен быть основан на признаваемых Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) котировках оцениваемых акций. Если размер пакета меньше или равен 10% уставного капитала (УК), то, возможно, следует применить небольшую поправку (обычно премию) к котировкам, относящимся к акциям в составе стандартных биржевых лотов. Для принудительного выкупа (если к моменту сделки акции торговались в течение не менее 6 месяцев): $V_F = \max \{ \text{средневзвешенная за последние 6 месяцев величина признаваемых котировок; максимальная цена сделки мажоритарного акционера с данными акциями} \}$	$V_F = w_{СП}V_{СП} + w_{ДП}V_{ДП}$ (при этом СП должен быть основан на сделках с сопоставимыми размерами пакетов акций компаний-аналогов. При пакетах, меньших 10%УК, лучше применять модифицированную модель дисконтирования дивидендов) Для принудительного выкупа ¹⁰ : $V_F = \max \{ \text{стоимость, определенная независимым оценщиком; максимальная цена сделки мажоритарного акционера с данными акциями за последние 6 месяцев} \}$	
		$V_{МЭЗА} < V_{ДП}$	$V_F = V_{МЭЗА}$			
		$V_{ДП} < V_{МЭЗА}$	$V_F = V_{ДП}$			
	$V_{ДП} < V_{3П}$		В рамках 3П следует дополнительно оценить V_{LV}			
		$V_{LV} < V_{ДП}$	$V_F = V_{ДП}$			
		$V_{ДП} < V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$ (если не существует возможности эффективной реорганизации бизнеса (см. примечание))			
Предбанкротное состояние	$V_{LV} < V_{ДП}$		$V_F = w_{LV}V_{LV} + w_{ДП}V_{ДП}$	$V_F = V_{СП}$ (если $V_{LV} < V_{СП}$)	$V_F = w_{СП}V_{СП} + w_{3П}V_{3П} \geq V_{LV}$ (СП должен отражать предбанкротное состояние аналогов)	
	$V_{ДП} < V_{LV}$		$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{СП}$		
Состояние банкротства	Применим лишь метод ликвидационной стоимости		$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$	

¹⁰ Имеются в виду ситуации с условиями обязательного предложения, реализуемого в соответствии с требованиями ФЗ-208 «Об акционерных обществах».

оценок стоимости оцениваемой доли капитала акционеров/учредителей, полученных в рамках доходного подхода; $V_{3П}$ – результат оценок стоимости оцениваемой доли капитала акционеров/учредителей, полученных в рамках затратного подхода; V_{LV} – результат оценки стоимости оцениваемой доли капитала акционеров/учредителей, рассматриваемый при ликвидации (закрытии) бизнеса; $V_{МЭЗА}$ – результат оценки стоимости оцениваемой доли капитала акционеров/учредителей, полученный методом экономического замещения активов; V_F – итоговая оценочная величина стоимости объекта оценки; w_i – значимость (вес) результата применения соответствующего оценочного подхода в итоговой величине стоимости объекта оценки.

При оценке контрольных долей в ситуациях, когда выполняется $V_{ДП} < V_{LV}$, в ряде случаев итоговая стоимость объекта оценки может отличаться от пропорциональной стоимости закрытия (ликвидации) бизнеса. Это происходит, когда выполняется условие:

$$pr(n) \geq (V_{LV}/V_{ДП} - 1), \quad (9)$$

где $pr(n)$ – премия за контроль при переходе от пропорциональной стоимости одной акции в составе 100%-ного пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета $n\%$ ¹¹, которая определяется по формуле (Козырь, 2012):

$$pr(n)_1 = \frac{1-n}{n} \times \frac{pr_{100}}{1+pr_{100}}; \quad (10)$$

n – размер контрольной доли в уставном капитале (%/100); pr_{100} – премия за контроль для одной акции в составе 100%-ного контрольного пакета по сравнению с ценой акции в составе миноритарного пакета, определяемая следующим образом (Козырь, 2012):

$$pr_{100} = \frac{M\text{Cap}_c - M\text{Cap}}{M\text{Cap}} = \frac{CV}{M\text{Cap}}; \quad (11)^{12}$$

$M\text{Cap}_c$ – взвешенная оценка рыночной капитализации с учетом стоимости контроля, полученная расчетным путем методами, учитывающими стоимость контроля; $M\text{Cap}$ – рыночная капитализация без учета стоимости контроля; CV – стоимость контроля над 100%-ным пакетом акций.

Выражение (10) может применяться для расчетов в условиях, когда владельцам контрольного пакета акций принадлежит полный контроль над компанией. Когда владельцам контрольного пакета акций принадлежит лишь часть полного контроля над компанией, для расчета премии за контроль при переходе от пропорциональной стоимости одной акции в составе 100%-ного пакета к стоимости одной акции в составе контрольного пакета в $n\%$ следует применять:

$$pr(n)_2 = \frac{nM\text{Cap} + aCV}{nM\text{Cap}_c} - 1, \quad (12)$$

где a – доля стоимости контроля, приходящаяся на контрольный пакет акций ($0,51 < n \leq a < 1$), определяемая с учетом структуры капитала и распределения мест в управляющих органах компании-эмитента.

При $a = 1$ выражение (12) преобразуется к виду:

$$pr(n)_2 = \frac{1-n}{n} \times \frac{CV}{M\text{Cap}_c}, \quad (13)$$

а результат расчетов в соответствии с (13) совпадает с результатом расчетов по (10).

При выполнении условия (9) контролирующие акционеры не будут закрывать бизнес, несмотря на то что $V_{ДП} < V_{LV}$, так как стоимость их доли будет составлять $nV_{ДП}(1 + pr(n))$, что превышает стоимость, на которую они могли бы рассчитывать в случае ликвидации бизнеса (nV_{LV}), т.е. продолжение функционирования бизнеса для них выгоднее его ликвидации (для миноритар-

¹¹ Эта премия показывает, насколько мажоритарные акционеры обделяют миноритариев (перетягивая на себя общее одеяло доходов) по сравнению с пропорциональной стоимостью их пакетов, определяемых на базе $M\text{Cap}_c$.

¹² Здесь неявно предполагается, что числитель этих выражений является положительным. Случаи невыполнения данного предположения можно объяснить: 1) ошибками оценочных расчетов; 2) перегретостью рынка акций; 3) альтернативным поведением контролирующих (мажоритарных) акционеров.

ных акционеров – наоборот: в ситуации $V_{\text{ДП}} < V_{\text{LV}}$ им выгоднее закрыть бизнес). Соответственно, при выполнении условия (9) итоговая стоимость контролирующего пакета /доли участия в $n\%$ должна составлять¹³:

$$V_{Fn} = nV_{\text{ДП}}(1 + pr(n)). \quad (14)$$

Несколько слов о представленных в таблице рекомендациях.

Стоимость значимых объектов оценки (контрольные доли участия), которая изначально не является очевидной, должна определяться на пересечении возможных цен продавца и покупателя¹⁴. С позиции здравого смысла минимальная цена, на которую могут согласиться акционеры, – это цена, эквивалентная стоимости закрытия (ликвидации) бизнеса акционеров компании (V_{LV}). Подтверждением этому можно считать п. 4 «Проведение оценки (МСО 102)» (см. МСО 200 «Бизнесы и право участия в бизнесе»), где записано: «Если оценка связана с правом, предоставляющим возможность ликвидации бизнеса, следует учесть, может ли совокупная стоимость активов бизнеса в случае их продажи по отдельности при ликвидации бизнеса превысить общую стоимость бизнеса как действующего предприятия». Аналогично максимальной ценой, которую согласится заплатить рациональный покупатель, является цена, эквивалентная реальной стоимости замещения всех чистых активов компании с учетом времени, необходимого для строительства с нуля бизнеса, аналогичного бизнесу оцениваемой компании ($V_{\text{МЭЗА}}$). Если результат оценки стоимости контрольной доли участия, осуществленный в рамках доходного (и/или сравнительного) подхода, попал в указанный выше диапазон, нижняя и верхняя границы этого диапазона не будут оказывать решающего влияния на итоговую величину стоимости – итоговым результатом оценки будет результат применения доходного (и/или сравнительного) подхода. Если же результат оценки стоимости контрольной доли участия, осуществленный в рамках доходного (и/или сравнительного) подхода, вышел за рамки указанного диапазона, итоговым результатом оценки будет ближайшая к этому результату (верхняя или нижняя) граница указанного диапазона. Отличие предложенного подхода (выведения итогового результата) от традиционного заключается в осуществлении дополнительных расчетов с применением метода ликвидационной стоимости и/или метода экономического замещения активов, что, конечно, повышает трудоемкость расчетов. Однако повышенная трудоемкость расчетов при оценке контрольных долей участия представляется оправданной, поскольку игра стоит свеч и это позволяет повысить обоснованность итоговой величины стоимости в ситуации, когда на кону стоят, как правило, большие деньги.

Оценка стоимости неконтрольных долей участия зависит от того, являются ли эти доли котируемыми акциями или нет. Если неконтрольные доли участия являются котируемыми акциями, их стоимость определяется участниками фондового рынка и считается уже известной величиной. Исключения представляют случаи, когда оценка производится в целях принудительного выкупа или в ситуациях, когда эмитент оцениваемых акций находится в состоянии банкротства: в первом случае стоимость оцениваемых акций определяется соответствующими требованиями действующего законодательства, во втором случае – равна пропорциональной доле ликвидационной стоимости чистых активов. В случаях, когда неконтрольные доли участия не являются котируемыми акциями, их итоговая стоимость рассчитывается традиционным образом – т.е. на основе результатов сравнительного, доходного или затратного подходов с применением процедур взвешивания промежуточных результатов оценки и с учетом их возможного влияния на изменение степени контроля имеющихся крупных пакетов. Исключение составляют ситуации, когда эмитент оцениваемых акций находится в состоянии банкротства (итоговым результатом оценки будет пропорциональная доля ликвидационной стоимости чистых активов) или намечается сделка в рамках обязательного предложения (принудительный выкуп), когда стоимость акций также определяется специальными требованиями действующего законодательства.

Помимо отмеченной выше логики здравого смысла, заключающейся в выявлении пересекающихся диапазонов приемлемых цен продавца и покупателей, предложенные рекомендации

¹³ Во избежание путаницы автор считает необходимым дать пояснение: в тексте используется выражение «пакет акций в $n\%$ » (например, пакет акций в 51%), тогда как в расчетных формулах параметр n имеет размерность доли единицы, т.е. $n/100$ (например, $51/100 = 0,51$).

¹⁴ Обоснование см. в (МСО-2011, 2013, Принципы МСО, п. 31), а также аргументы (п. 1–3), сформулированные после формулы (3) в настоящей статье.

позволяют в большинстве случаев избегать применения премий и скидок за наличие/отсутствие элементов контроля, являющихся самостоятельным источником субъективизма.

Представленные в таблице рекомендации по расчету итоговой стоимости объектов оценки, по мнению автора, позволят точнее и более обоснованно определять их стоимость (как наиболее вероятную цену сделки) по сравнению с широко распространенными в настоящее время способами согласования результатов оценочных подходов, поскольку эти рекомендации основаны на экономической логике, обусловленной мотивами сторон потенциально намечающихся сделок, что, в свою очередь, наиболее полно соответствует вышеуказанным положениям международных стандартов оценки¹⁵.

В заключение отметим следующее.

Ограничение области применения данных рекомендаций: их следует осторожно использовать в случаях определения выкупной стоимости долей участия в капитале обществ с ограниченной ответственностью (ООО) при выходе из общества его участников, поскольку, несмотря на то что с экономической точки зрения доли участия в ООО весьма схожи с акциями или долями участия в бизнесе / совместном предприятии, современный российский закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» дает весьма неоднозначную трактовку того, каким образом должна определяться доля в ООО при выходе из общества одного из участников.

Расширение применимости данных рекомендаций: кроме оценки долей участия в бизнесе / пакетов акций, данные рекомендации можно применять и в случаях оценки объектов коммерческой недвижимости, поскольку такие объекты по сути представляют собой арендный бизнес, и по отношению к нему приведенные выше рекомендации имеют такое же отношение, как и к прочим видам бизнеса.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Козырь Ю.В.** (2012). Элементы и принципы стоимостной оценки бизнеса. Саарбрюкен: LAP Lambert Academic Publishing.
- Козырь Ю.В., Табакова С.А.** (2013). Методические рекомендации по применению метода экономического замещения активов. Утв. методическим советом Российского общества оценщиков. М.: Российское общество оценщиков.
- МСО-2011 (2013). Международные стандарты оценки 2011. М.: Российское общество оценщиков.
- Саати Т.Л.** (1989). Принятие решений. Метод анализа иерархий. М.: Радио и связь.
- Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В.** (1997). Инвестиции. М.: ИНФРА-М.

Поступила в редакцию
14.05.2014 г.

Approaches to the Valuation of Shares in Companies

Y.V. Kozyr

The purpose of this paper is to reflect the author's view on ideology of receiving final assessments in the evaluation of shares in the company based on the results of applying different valuation approaches. In contrast to the widespread practice of the evaluation results obtained by the application of various valuation approaches by weighing. It is proposed to establish the upper and lower bounds of object's value. The presence of these boundaries is due to the logic of rational behavior of economic (business) entities, as well as the provisions of the current edition of the international valuation standards. The further mechanism of the final valuations of shares in companies is similar to the traditional approach. The author's propositions allow to get a more informed assessment of the total value of shares in companies.

Keywords: business valuation, preliminary values, total value, the results of the evaluation approaches.

JEL Classification: D46, G12, G13.

¹⁵ А также и федеральных стандартов оценки, поскольку все они начинаются со слов «Настоящий федеральный стандарт разработан с учетом международных стандартов оценки».