

4. Malygina E. A. Sushhnost' i metody upravlenija denezhnymi potokami organizacii [Essence and methods of management of cash flows of the organization] // Molodoj uchenyj [Young scientist], 2014. № 21-2 (80). P. 81-82 [in Russian].
5. Mhitarjan S. A. Denezhnye potoki organizacii i upravlenie imi [Cash flows of the organization and management of them] // NovaInfo.Ru [NovaInfo.Ru], 2016. T. 4. № 56. P. 145-147 [in Russian].
6. Pis'mennyj V. I. Denezhnye potoki kompanii real'nogo sektora: sostav i metodika rascheta [Cash flows of the company of real sector: structure and calculation procedure] // Jekonomika i predprinimatel'stvo [Economy and business], 2016. № 3-2 (68-2). P. 796-800 [in Russian].

---

## ASSESSMENT OF SHARES IN BUSINESS

**Batrshin R. (Russian Federation)**

*Batrshin Rim – student of Master's Degree Program in Economics,  
Department of corporate finance,*

*Financial university under the government of the Russian Federation, Moscow*

**Abstract:** *in the process of business, valuation is often required to determine the market value of the enterprise is not, not all 100% of its shares, but only package (unit). The most important question that arises in this case is whether the estimated shareholding control? The control level over the entity received by the owner of a packet influences the cost of the estimated share. If the appraiser to get the price at the level of the controlling interest, by the value received by the capital market, it is necessary to add a premium for control. For the cost of minority should be the cost of a controlling interest to deduct a discount for non-controlling character. The degree of influence of the owners of the company's activity is different and is closely linked with the scope of rights corresponding to the share. In some cases, the owner of a larger package of shares is able to influence the direction of the company, the terms of the transactions, and sometimes to establish more favorable conditions for themselves. The level of control that receives the new owner may, on average 20-35% affect the overall value of the company shares. If a company is purchased in individual parts of the property, or if you purchase a controlling stake, the new owner receives these essential rights as the right to appoint managers, determine the amount of their salaries, influence the company's development strategy, to buy or sell its assets, restructure and even eliminate this company to decide on acquisition of other companies, change the bylaws, and distribute profits according to the results of the company, including the amount of dividends to install. The cost of ownership (disposal) controlling interest is always higher than the cost of ownership of non-controlling interest as well as the possession of a controlling stake rise to the following main elements of control: the election of board of directors and the appointment of managers; determination of remuneration and benefits managers; definition of enterprise policy, changes in business strategy; decisions on acquisitions or mergers with other companies; adoption of the liquidation decision, the sale of assets of the enterprise; decision-making on the issue; changes in statutory documents; Distribution of the profit results of the company, including the determination of the amount of dividends, etc.*

**Keywords:** *business assessment, equity stake, shareholder, owner.*

# ОЦЕНКА ДОЛЕЙ В БИЗНЕСЕ

## Батришин Р. А. (Российская Федерация)

*Батришин Рим Азатович – студент,  
магистерская программа по экономике,  
кафедра корпоративных финансов,  
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

**Аннотация:** в процессе оценки бизнеса часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Важнейший вопрос, который возникает при этом: является ли оцениваемый пакет акций контрольным? Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли. Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета нужно из стоимости контрольного пакета вычесть скидку за неконтрольный характер. Степень влияния собственников на деятельность предприятия различна и тесно связана с объемом прав, соответствующим доле. В некоторых случаях собственник большего пакета акций способен влиять на направления деятельности предприятия, условия совершения сделок, а иногда и устанавливать для себя более выгодные условия. Уровень контроля, который получает новый собственник, может в среднем на 20—35% повлиять на итоговую стоимость пакета акций предприятия. Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначать управляющих, определять величину оплаты их труда, влиять на стратегию развития предприятия, продавать или покупать его активы, реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие, принимать решение о поглощении других предприятий, изменять уставные документы и распределять прибыль по итогам деятельности предприятия, в том числе устанавливать размеры дивидендов. Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом, так как владение контрольным пакетом обуславливают следующие основные элементы контроля: выборы совета директоров и назначение менеджеров; определение вознаграждений и привилегий менеджеров; определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса; принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями; принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия; принятие решений об эмиссии; изменение уставных документов; распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов и др.

**Ключевые слова:** оценка бизнеса, пакет акций, акционер, собственник.

В процессе оценки бизнеса часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Важнейший вопрос, который возникает при этом: является ли оцениваемый пакет акций контрольным? Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли.

Степень влияния собственников на деятельность предприятия различна и тесно связана с объемом прав, соответствующим доле. В некоторых случаях собственник большего пакета акций способен влиять на направления деятельности предприятия, условия совершения сделок, а иногда и устанавливать для себя более выгодные условия [1, с. 79].

*Учет уровня контроля над предприятием в оценке стоимости пакетов акций.*

Уровень контроля, который получает новый собственник, может в среднем на 20—35% повлиять на итоговую стоимость пакета акций предприятия. Если предприятие покупается в индивидуальную частую собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначать управляющих, определять величину оплаты их труда, влиять на стратегию развития предприятия, продавать или покупать его активы, реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие, принимать решение о поглощении других предприятий, изменять уставные документы и распределять прибыль по итогам деятельности предприятия, в том числе устанавливать размеры дивидендов.

Под *контрольным (мажоритарным)* пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией. Но на практике, если акции компании распылены, этот процент может быть значительно меньшим.

*Неконтрольный (миноритарный)* пакет определяет владение менее 50% акций предприятия [2, с. 201].

Большинство методов оценки позволяют учесть степень контроля (табл. 1).

*Таблица 1. Учет уровня контроля на основе применения различных методов оценки [3, с. 223].*

| <b>Учет элементов контроля</b>                                     | <b>Подходы и методы оценки</b>                                                      | <b>Обоснование</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Оценка стоимости с учетом элементов контроля (контрольного пакета) | Доходный подход: метод дисконтированных денежных потоков метод капитализации дохода | Методами доходного подхода рассчитывают стоимость контрольного пакета, так как в результате их применения получают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием, а расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия. |
|                                                                    | Затратный подход: метод стоимости чистых активов метод ликвидационной стоимости     | При использовании методов затратного подхода получается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их                                                               |
|                                                                    | Сравнительный подход: метод сделок                                                  | При расчетах методом сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен акций с элементами контроля: контрольных пакетов акций сходных предприятий или предприятий целиком (100% пакета акций)                                       |
| Оценка неконтрольного пакета                                       | Сравнительный подход: метод рынка капитала                                          | Определяется стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что анализируется информация о котировках единичных акций на фондовых рынках                                                                                                                                                                    |

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета нужно из стоимости контрольного пакета вычесть скидку за неконтрольный характер.

*Премия за контроль* — стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций, дающим дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с владением миноритарным пакетом акций.

*Скидка за неконтрольный характер* — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета, рассчитанной из общей стоимости пакета акций предприятия, за счет ее неконтрольного характера.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом, так как владение контрольным пакетом обуславливают следующие основные элементы контроля: выборы совета директоров и назначение менеджеров; определение вознаграждений и привилегий менеджеров; определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса; принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями; принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия; принятие решений об эмиссии; изменение уставных документов; распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов и др. [4, с. 224].

Скидка за неконтрольный пакет акций по существу противоположна премии за контрольный пакет, между ними существует определенная количественная зависимость. Используемые при этом формулы связывают между собой скидку за неконтрольный пакет и премию за контрольный пакет таким образом:

$$\text{Скидка} = 1 - 1 / (1 + \text{премия});$$

$$\text{Премия} = \text{скидка} / (1 - \text{скидка}).$$

Представление о взаимозависимости скидки и премии важно при проведении практических расчетов. Если в их рамках установлен, скажем, тот или иной размер премии за контроль, то скидка за его (контроля) недостаток не может быть установлена изолированно. Ее следует оценить в соответствии с приведенной формулой [5, с. 56].

*Расчет премии и скидок с учетом степени контроля и ликвидности пакета акций.*

Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров влияют лишь в ограниченных принципах голосования рамках. Соответственно, неконтрольные пакеты стоят меньше пропорциональной части стоимости предприятия.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом. Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие тем самым стоимость контроля:

*Режим голосования.* В мировой практике используются кумулятивные и некумулятивные системы голосования при выборе совета директоров. При некумулятивной системе в выигрыше оказываются держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, что выгоднее держателям неконтрольных пакетов, и стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит неконтрольным акционерам

*Контрактные ограничения.* Если предприятие имеет существенные долговые обязательства, выплата дивидендов может быть ограничена и т.д. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.

*Финансовые условия бизнеса.* Если финансовое положение компании неустойчиво, то многие связанные с контролем права становятся труднореализуемыми.

*Эффект распределения собственности.* При оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересом никто не владеет или скидка на неконтрольный характер будет ниже, чем для пакета, не дающего никакого контроля.

*Эффект регулирования.* При оценке должны учитываться ограничения, связанные с государственным регулированием [6, с. 226].

Таким образом, в каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна будет уменьшиться [7, с. 151].

Рассмотрим основные методы определения премий за контроль:

1. Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции компании - аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения. Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль. Полученный результат является базой для определения обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя из имеющейся информации по оцениваемой компании.

2. «Горизонтальный» подход—сравнение результатов оценки предприятия, полученных методом рынка капитала и методами, учитывающими степень контроля (методом сделок, методами затратного и доходного подходов).

В первом способе расчета премии за контроль сравниваются цены, по которым акции предприятия продавались на фондовом рынке в течение определенного периода. Разность цен, выраженная в процентах от цены неконтрольного пакета, является премией за контроль. При проведении такого анализа обычно исследуются ретроспективные данные по рынку за последние два-три месяца. В ходе анализа информации необходимо учитывать факторы:

1) компании должны относиться к одной отраслевой группе;

2) для определения степени сопоставимости компаний-аналогов и объекта оценки необходим анализ основных финансовых показателей этих компаний [8, с. 305].

Контрольные пакеты более ликвидны, чем неконтрольные, а пакеты открытых компаний более ликвидны, чем закрытых. Первый постулат понятен: выше возможность контроля — выше ликвидность. Второй требует разъяснения:

1) акционер неконтрольного пакета в случае продажи своих акций обязан в первую очередь предложить их компании;

2) владельцы неконтрольных пакетов не имеют права требовать раздела собственности (отсутствие права на разделение);

3) отсутствие права на участие в продаже.

Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля. Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность представлены в табл. 2.

Таблица 2. Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность [9, с. 227]

| Метод определения скидки за недостаточную ликвидность       | Примечание                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Метод сравнения показателей «стоимость предприятия/прибыль» | Сравниваются показатели «стоимость предприятия/прибыль» для аналогичных закрытых и открытых предприятий                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Метод анализа затрат на продвижение акций на фондовый рынок | Оцениваются затраты на регистрацию акций, комиссионные брокерам за продвижение акций компании на фондовый рынок, вычисляется процентное отношение этих затрат к стоимости выпускаемых акций. Это процентное отношение рассматривается как величина скидки за недостаточную ликвидность. Для закрытых компаний эти затраты гипотетические, т.е. учитывается, какими бы были затраты в случае эмиссии акций |

Оценить неконтрольные пакеты можно и другими способами:

1) информация для оценки неконтрольного пакета берется из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний, поэтому для определения стоимости неконтрольного пакета закрытых компаний вычитается скидка на недостаточную ликвидность;

2) на основе прогнозируемых по срокам и сумме дивидендов и выручки от продажи в будущем неконтрольного пакета определяется модель денежного потока, которая дисконтируется;

3) на основе прогноза не ограниченного по времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости продажи проводится капитализация дохода [10, с. 227].

В целом, для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций и его ликвидности учитываются: премия за приобретение контрольного пакета, скидка за неконтрольный характер, скидка за недостаточную ликвидность и иные факторы, влияющие на стоимость пакетов в конкретной ситуации.

Надо сказать, что в текущее время в министерстве экономического развития разрабатывается федеральный стандарт оценки № 8 «Оценка стоимости акций, долей участия в уставном (складочном) капитале (бизнесе)». Этот стандарт должен свести воедино весь порядок оценки акций, долей участия и т.д., чтобы не было в дальнейшем двусмысленности, и дать разъяснения по скольким вопросам [11].

#### ***Список литературы / References***

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов // М.: Альпина Бизнес Букс, 2010. С. 98-101.
2. Грязнова А. Г., Федотова М. А., Ленская С. А. и др. Оценка бизнеса // под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2009. С. 122-124.
3. Кащеев Р. В., Базоев С. З. Управление акционерной стоимостью // М.: ДМК Пресс, 2012. С. 76-89.
4. Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление // М.: Олимп-Бизнес, 2012. С. 165-167.
5. Крушвиц Л. Инвестиционные расчеты // Под общей редакцией В. В. Ковалева и З. А. Сабова, 2011. С. 115-119.
6. Есипова В. Е., Маховикова Г. А. Оценка бизнеса: Учебное пособие // 3-е изд. СПб.: Питер, 2010. С. 144-148.
7. Щербаков В. А., Щербакова Н. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) // М.: Омега-Л, 2009. С. 38-42.
8. Прайт Ш. Принципы оценки бизнеса // М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010. С. 106-109.
9. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие // М.: Маросейка, 2008. С. 134-138.
10. Чеботарев Н. В. Оценка стоимости бизнеса, 2012. С. 93-95.
11. [Электронный ресурс]. Режим доступа: [economy.gov.ru/](http://economy.gov.ru/) (дата обращения: 20.12.2016).

#### ***Список литературы на английском языке / References in English***

1. Damodaran A. Investicionnaja ocenka: Instrumenty i metody ocenki l'jubyh aktivov [Investment assessment: Tools and evaluation methods of any assets] // М.: Al'pina Biznes Buks [M.: Alpina Business books], 2010. P. 98-101[in Russian].
2. Grjaznova A. G., Fedotova M. A., Lenskaja S. A. Ocenka biznesa [Business valuation] // pod red. A. G. Grjaznojvoj, M. A. Fedotovoj. M.: Finansy i statistika [ed. A. G. Hraznova, M. A. Fedotova. M.: Finance and Statistics], P. 122-124 [in Russian].

3. *Kashheev R. V., Bazoev S. Z.* Upravlenie akcionernoj stoimost'ju [Shareholder value management] // M.: DMK Press [M.: DMK Press], 2012. P. 76-89 [in Russian].
4. *Koller T., Kouplend T., Murrin Dzh.* Stoimost' kompanij: ocenka i upravlenie [Cost of the companies: assessment and management] // M.: Olimp-Biznes [M.: Olympus-Business], 2012. P. 165-167 [in Russian].
5. *Krushvic L.* Investicionnye raschety [Investment calculations] // Pod obshhej redakciej V. V. Kovaleva i Z.A.Sabova [Edited V.V.Kovaleva and Z.A.Sabova], 2011. P. 115-119 [in Russian].
6. *Esipova V. E., Mahovikovej G. A.* Ocenka biznesa: Uchebnoe posobie [Business Valuation: A Tutorial] // 3-e izd. SPb.: Piter [3-e izd. SPb.: Piter], 2010. P. 144-148 [in Russian].
7. *Shherbakov V. A., Shherbakova N. A.* Ocenka stoimosti predpriyatija (biznesa). // M.: Omega-L [M.: Omega-L], 2009. P. 38-42 [in Russian].
8. *Pratt Sh.* Principy ocenki biznesa [Business Valuation Principles] // M.: ZAO "Olimp-Biznes" [M.: JSC "Olympus-Business"], 2010. P. 106-109 [in Russian].
9. *Rutgajzer V. M.* Ocenka stoimosti biznesa. Uchebnoe posobie [Business estimation of cost. Manual] // M.: Marosejka [M.: Maroseyka], 2008. P. 134-138 [in Russian].
10. *Chebotarev N. V.* Ocenka stoimosti biznesa [Business Valuation], 2012. P. 93-95 [in Russian].
11. [Electronic resource]. URL: [economy.gov.ru/](http://economy.gov.ru/) (date of the access: 20.12.2016).