

## Рекомендации по применению оценочных подходов и получению итоговой величины стоимости при оценке долей участия в компаниях

Ю.В. Козырь

*Целью настоящей статьи является отражение взгляда автора на идеологию получения итоговых оценок при оценке долей участия в компаниях, базирующихся на результатах применения нескольких оценочных подходов.*

Как известно, в процессе оценки профессиональные оценщики обычно используют несколько оценочных подходов – затратный, сравнительный и доходный. Получив по результатам расчетов в рамках этих подходов несколько промежуточных оценок стоимости, оценщики затем выводят суждение об итоговой величине стоимости объекта оценки. Для этой цели обычно применяются следующие механизмы:

- *метод субъективного взвешивания* (наиболее часто применимый), в рамках которого оценщики на основе тех или иных аргументов и/или анализа ряда данных приходят к мнению касательно значимости результатов оценочных подходов, назначая при этом полученным промежуточным оценкам соответствующие веса, сумма которых равна единице;
- *метод анализа иерархий*, представляющий собой механизм ранжирования качественных свойств и признаков использованных в расчете оценочных подходов, применение которого может быть оправданным при использовании не менее трех оценочных подходов, когда непосредственный анализ качества результатов, полученных в рамках различных подходов, приводит к неоднозначным результатам (например, качество *i*-го свойства/признака в затратном подходе лучше, чем качество этого же свойства в доходном подходе; качество *i*-го свойства/признака в доходном подходе лучше, чем качество этого же свойства в сравнительном подходе; однако качество *i*-го свойства/признака в затратном подходе хуже, чем качество этого же свойства в сравнительном подходе);
- *выбор в качестве итоговой величины стоимости результата одного из подходов* – подобный механизм чаще всего применяют при оценках для целей отражения по МСФО.

По мнению автора настоящей статьи, при выведении суждения об итоговой величине стоимости имеет место определенная «зашоренность» взглядов: выбирая тот или иной способ согласования подходов, оценщики больше 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, как «*все так делают*», «*так написано в*

*учебнике по оценке»* или – при оценке для целей отражения по МСФО, - «согласно требованиям стандартов».

Ниже представлен взгляд на проблему выведения итоговой стоимости объектов оценки с позиции реалий совершения сделки по цене, отраженной в оценочном отчете, и отражает авторское видение проблематики.

Сначала обратимся к общеизвестной теории и практике оценки, лежащей в основе применения оценочных подходов при оценке долей участия в компаниях. Почему мы применяем эти подходы?

Как известно, *в основе применения сравнительного (или по другому «рыночного») подхода* лежит идея о том, что если где-то недавно была зафиксирована цена сделки с объектом-аналогом, цена этой сделки после осуществления ряда корректировок, отражающих отличие свойств оцениваемого объекта от его аналога, может быть использована для получения стоимости оцениваемого объекта.

*В основе применения так называемого затратного подхода* лежит идея о том, что если предлагаемую к продаже компанию или бизнес можно «построить с нуля», создав при этом эквивалентный набор (ансамбль) активов и обязательств, цена такой сделки не должна превышать затраты на создание этого ансамбля (принцип замещения).

*В основе применения доходного подхода* лежит идея, согласно которой цена сделки купли-продажи функционирующей компании/бизнеса должна являться эквивалентом сегодняшней ценности ожидаемых в будущем чистых денежных доходов от функционирования этой компании/бизнеса.

Давайте зададимся вопросом: при каких условиях/обстоятельствах участников сделки (владельца объекта оценки и покупателя) может устроиться цена сделки? На этот вопрос имеется, вообще говоря, два типа ответов, отражающих различные мотивы сторон.

Согласно первому типу ответа, в основе каждой конкретной сделки лежат инвестиционные мотивы сторон сделки. Соответственно, если рынок объекта оценки является развитым, цена сделки представляет собой рыночную стоимость объекта оценки. Если же рынок объекта оценки не является развитым, сделка состоится, если цена сделки будет лежать внутри диапазона, простирающегося от оценки инвестиционной стоимости объекта оценки его владельцем до оценки инвестиционной стоимости этого объекта потенциальным покупателем. Иными словами, сделка состоится, если минимальная цена, на которую согласен продавец, будет ниже или равна максимальной цене, которую согласен заплатить покупатель. Если в результате намечающейся сделки имеет место указанный выше «перехлест» (пересечение) оценок инвестиционных стоимостей продавца и покупателя, конкретная цена сделки будет определяться переговорной силой сторон и аспектами структурирования сделки. В свою очередь, переговорная сила сторон зависит не столько от навыков переговорщиков, сколько от их рыночного позиционирования с учетом позиционирования конкурентов. Многое зависит от состояния рынка – наблюдается ли на рынке бум или рецессия, соответственно, является ли на момент совершения сделки рынок рынком продавцов или рынком покупателей. В зависимости от

---

Ю.В. Козырь. Выведение итоговой стоимости при оценке долей участия в компаниях.

этого, переговорная позиция, при прочих равных, будет сильнее у той из сторон, 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 применим, если известно точное количество потенциальных покупателей (при ограниченном рынке или при невозможности осуществления публичной оферты) и правдивая (достоверная) информация об их мнениях (и мнении продавца) о величине инвестиционной стоимости потенциального предмета сделки (объекта оценки)<sup>1</sup>. В то же время, указанный метод неприменим в случаях, когда необходимо осуществить оценку на будущую дату и затруднителен к практическому применению, если необходимо произвести оценку на далекую прошлую дату.

Второй тип ответа на вопрос об условиях реализации сделки, основан на анализе величины объекта оценки, состояния финансово-хозяйственной деятельности компании, а также полученных соотношениях между результатами оценочных подходов. При оценке неконтрольных долей участия в акционерных обществах дополнительно следует учитывать, являются ли оцениваемые акции котируемыми, или нет (о том, как это делать – см. приведенную далее табл.1).

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

- для продавца (владельца объекта оценки):  $V_s = \max[V_{\text{дп}}, V_{\text{LV}}]$ ; (1)
- для покупателя:  $V_b = \min[V_{\text{дп}}, V_{\text{МЗП}}]$ , (2)

где  $V_s$  – приемлемая цена для продавца,

$V_b$  - приемлемая цена для покупателя,

$V_{\text{дп}}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках доходного подхода,

$V_{\text{LV}}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках метода определения стоимости ликвидации (закрытия) бизнеса,

$V_{\text{МЗП}}$  - оценка стоимости объекта оценки, полученная в рамках модифицированного затратного подхода.

---

<sup>1</sup> Следует отметить, что применение указанного способа 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 необходимо отдавать отчет в том, что полученная таким образом оценка стоимости будет представлять лишь потенциальную цену возможной сделки, и далеко не факт, что эта сделка может состояться. Поэтому большой вопрос, можно ли считать такую квази-оценку рыночной стоимостью (по мнению автора, нельзя).

Следует отметить, что приведенные выше критерии отражают тот факт, что при оценке контрольных долей участия информация о сопоставимых сделках с объектами-аналогами, как правило, перестает быть актуальной: во-первых, потому, что при тщательном анализе (сопутствующим сделкам с контрольными долями участия) выясняется, чаще всего, отсутствие должным образом подходящих аналогов; во-вторых, достоверная свежая информация по таким сделкам чаще всего также отсутствует. В случае, если такая информация все же имеется, представленные выше условия (1)-(2) следует скорректировать, дополнительно введя в них рассмотрение стоимости, полученной на базе сопоставимых сделок.

Важно также отметить, что нередко при согласованиях результатов оценок оценщики применяют премии за контроль или скидки за отсутствие контроля, дабы подвергать согласованию результаты, отражающие единый базис стоимости (на контрольном или неконтрольном уровнях). Применение таких поправок оправданно, если базис предварительно полученных в рамках различных оценочных подходов результатов отличается друг от друга и/или он отличается от базиса объекта оценки. Однако имеющиеся эмпирические исследования на предмет значений указанных премий и скидок характеризуются их огромным разбросом (+/-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, совпадающем с требуемым базисом оценки объекта оценки, отражающим 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; оценку стоимости миноритарных пакетов следует осуществлять на основе преимущественно сравнительного подхода и, в ряде случаев, доходного подхода, желательно с применением модели дисконтирования дивидендов).

Представленные выше рассуждения автора в рамках «второго типа ответа на вопрос об условиях реализации сделки», более детально представлены ниже в табличной форме (см. табл.1). В этой таблице результат оценок, полученных в рамках сравнительного подхода, обозначен « $V_{СП}$ », доходного подхода - « $V_{ДП}$ », затратного подхода - « $V_{ЗП}$ », стоимости ликвидации (закрытия) бизнеса - « $V_{LV}$ », модифицированного затратного подхода - « $V_{МЗП}$ »,  $w_i$  – значимость (вес)  $i$ -го подхода ( $0 < w_i < 1, \sum w_i = 1$ ).

**Таблица 1.** Рекомендации по применению оценочных подходов и получению итоговой величины стоимости.

Ситуация	Объекты оценки			
	Контрольные пакеты/доли участия		Неконтрольные пакеты/доли участия	
	Соотношения между результатами подходов	Рекомендации по определению итоговой стоимости ( $V_F$ )	Рекомендации по определению итоговой стоимости ( $V_F$ ) для котирующихся акций	Рекомендации по определению итоговой стоимости ( $V_F$ ) для некотирующихся акций/долей участия
Банкротства нет и не предвидится	$V_{зп} < V_{дп}$		Следует применить МЗП	$V_F = V_{СП}$ (СП д.б. основан на признаваемых ФСФР котировках оцениваемых акций. Если размер пакета $\geq 10\%$ УК, возможно, следует применить небольшую поправку (обычно премию) к котировкам, относящимся к акциям в составе стандартных биржевых лотов)  $V_F = w_{СП} \times V_{СП} + w_{дп} \times V_{дп}$ (СП д.б. основан на сделках с сопоставимыми размерами пакетов акций компаний-аналогов. При пакетах меньших 10% УК лучше применять модифицированную модель дисконтирования дивидендов)
		$V_{мзп} < V_{дп}$	$V_F = V_{мзп}$	
		$V_{дп} < V_{мзп}$	$V_F = V_{дп}$	
	$V_{дп} < V_{зп}$		В рамках ЗП следует дополнительно оценить $V_{LV}$	
		$V_{LV} < V_{дп}$	$V_F = V_{дп}$	
		$V_{дп} < V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$ (если не сущ.-т возм. эфф.-й реорганизации бизнеса)	
Предбанкротное состояние	$V_{LV} < V_{дп}$	$V_F = w_{LV} \times V_{LV} + w_{дп} \times V_{дп}$	если $V_{LV} < V_{СП}$ : $V_F = V_{СП}$	$V_F = w_{СП} \times V_{СП} + w_{зп} \times V_{зп} \geq V_{LV}$ (СП должен отражать п/б состояние аналогов)
	$V_{дп} < V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$ (см. примечание)	если $V_{СП} < V_{LV}$ : - для целей принудит. выкупа: $V_f = V_{LV}$ ; - в остальных случаях: $V_f = V_{СП}$	
Состояние банкротства	Применим лишь МЛС	$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$	$V_F = V_{LV}$

*Примечания.*

1. В силу особенностей российского законодательства (ФЗ-14 «Об обществах с ограниченной ответственностью») указанные рекомендации следует применять с осторожностью при оценке долей в участия в уставных капиталах обществ с ограниченной ответственностью.
2. При оценке контрольных долей в ситуациях, когда  $V_{дп} < V_{LV}$ , в ряде случаев итоговая стоимость объекта оценки может отличаться от пропорциональной стоимости закрытия (ликвидации) бизнеса. Это происходит в случаях, когда выполняются одновременно следующие два условия:

$$\bullet V_{LV} < V_{ДП} \times (1 + pr), \quad (3)$$

$$\bullet \frac{V_{LV} - V_{ДП}}{V_{ДП}(1 + pr) - V_{LV}} < n < 1, \quad (4)$$

где  $n$  – размер контрольной доли в уставном капитале (%/100),

$pr$  – премия за переход от пропорциональной стоимости в составе 100% пакета/доли участия (оцененной на контрольном уровне) к стоимости в составе контрольного пакета, определяемая следующим образом:

$$pr = \frac{n * MCAP + a * CV}{n * MCAP_c} - 1, \quad (5)$$

где  $MCAP$  – рыночная капитализация (стоимость 100% доли участия в УК компании) без учета стоимости контроля,

$MCAP_c$  – рыночная капитализация (стоимость 100% доли участия в УК компании) с учетом стоимости контроля,

$a$  – доля контроля, приходящаяся на контрольный пакет ( $0,51 < a \leq 1$ ),

$CV$  – стоимость (ценность) полного контроля над компанией ( $CV = MCAP_c - MCAP$ ).

Более подробно о входящих в (5) параметрах можно ознакомиться в [1].

При выполнении условий (3)-(4) контролирующие акционеры не будут закрывать бизнес, несмотря на  $V_{ДП} < V_{LV}$ , т.к. вследствие имеющихся у них возможностей по «перетягиванию одеяла доходов» на себя стоимость их доли превысит стоимость, на которую они могли бы рассчитывать в случае ликвидации бизнеса ( $n * V_{LV}$ ), т.е. продолжение функционирования бизнеса для них выгоднее его ликвидации. Соответственно, при выполнении условий (3)-(4) итоговая стоимость  $n\%$  контролирующего пакета/доли участия составит:

$$V_{Fn} = n * V_{ДП} * (1 + pr). \quad (6)$$

Несколько слов о представленных в таблице 1 рекомендациях.

Стоимость крупных объектов оценки (каковыми являются контрольные доли участия), которая изначально не является очевидной, должна определяться на пересечении возможных цен продавца и покупателя. С позиции здравого смысла, минимальной ценой, на которую могут согласиться акционеры, является цена, эквивалентная стоимости закрытия (ликвидации) бизнеса акционеров компании ( $V_{LV}$ ). 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 ( $V_{МЗП}$ ). Если результат оценки стоимости контрольной доли участия, осуществленный в рамках доходного 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 подхода. Если же результат оценки стоимости контрольной доли участия, осуществленный в рамках доходного 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, очевидно, заключается в осуществлении дополнительных расчетов с применением метода ликвидационной стоимости или метода замещения (модифицированного затратного подхода), что, конечно, повышает трудоемкость расчетов. Однако повышенная трудоемкость расчетов при оценке контрольных долей участия представляется оправданной, поскольку «игра стоит свеч» - этим достигается повышение обоснованности 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. В случаях, когда неконтрольные доли участия являются котируемыми акциями, их стоимость определяется участниками фондового рынка и является 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 не может быть ниже пропорциональной доли ликвидационной стоимости чистых активов (пропорциональной доли чистых активов при ликвидации компании), во втором случае стоимость оцениваемых акций равна пропорциональной доле ликвидационной стоимости чистых активов. В случаях, когда неконтрольные доли участия не являются котируемыми акциями, их итоговая стоимость определяется традиционным образом на основе результатов сравнительного, доходного или затратного подходов с применением процедур взвешивания промежуточных результатов оценки. Исключение составляют ситуации, когда эмитент оцениваемых акций находится в состоянии банкротства: в таких случаях итоговым результатом оценки будет пропорциональная доля ликвидационной стоимости чистых активов.

Помимо отмеченной выше логики здравого смысла, заключающейся в выявлении пересекающихся диапазонов приемлемых цен продавца и покупателей, предложенные рекомендации позволяют в большинстве случаев избегать применения премий и скидок за наличие/отсутствие элементов контроля, являющихся самостоятельным источником субъективизма.

Представленные в таблице рекомендации по определению 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 ныне традиционными способами согласования результатов оценочных подходов.

Источники:

1. Ю.В. Козырь. К вопросу о стоимости контроля. Москва, 2003 г. ЭСМИ Appraiser.ru:  
<http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionId=188&Id=1342>.

Автор выражает признательность д.э.н. проф. С.А. Смоляку за ценные замечания к настоящей статье.