

## Методические аспекты обоснования скидки на недостаточный контроль и низкую ликвидность в оценке бизнеса

Сутягин В. Ю., к.э.н, доцент кафедры «Финансы и банковское дело»

Тамбовский государственный университет им. Г. Р. Державина  
Кафедра «Финансы и банковское дело» Академии экономики и управления

Одним из этапов оценки бизнеса является расчет скидки (надбавка) на недостаточный контроль и скидки на низкую ликвидность.

Общий алгоритм расчета рыночной стоимости в оценке бизнеса может быть представлен следующим образом:

$$PC = PC_{\text{пр}} * P_{\text{п}} * (1 \pm SK(N)_{\text{нк}} * (1 + SK_{\text{нл}}) \quad (1)$$

Где:  $PC_{\text{пр}}$  - предварительная величина стоимости, рассчитанная в рамках доходного, сравнительного или затратного подхода;  $SK(N)_{\text{нк}}$  - скидка на недостаточный контроль (надбавка за контроль);  $SK_{\text{нл}}$  – скидка на низкую ликвидность.

Стоит обратить внимание на мультипликативный характер скидок (надбавок), что отражает тот факт, что сами скидки между собой взаимосвязаны. Иными словами, недостаток контроля в миноритарном пакете акций приводит падению ликвидности этого пакета и как следствие его рыночной стоимости.

Суть этих поправок выражается в следующем. Скидка (надбавка) на недостаточный контроль представляет собой выражение тезиса, что акция мажоритарного пакета стоит дороже, чем акция у миноритария. Это объясняется тем набором прав, которые появляются у акционера с ростом его пакета.

К примеру, одна акция в составе 1% пакета акций и одна акция в составе 100% пакета акций дают совершенно разный набор прав их владельцу. Анализ федерального закона от 26.12.1995 г. ФЗ-203 «Об акционерных обществах» позволяет проследить возникновение прав акционера с ростом пакета акций (таблица 1).

Таблица 1. Возникновение прав с ростом пакета акций

	Описание прав	Основание	Размер пакета (% голосующих акций)
1	Право доступа к реестру акционеров	ФЗ-39 от 22.04.1996 г. "О рынке ценных бумаг"	1
2	Право обжаловать в суде действия членов совета директоров акционерного общества	ст.71 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	1
3	Право вносить свои предложения по повестке годового собрания акционеров общества и выдвигать своих кандидатов на управляющие посты в совете директоров, ревизионной комиссии и других органах управления	ст. 53 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	2
4	Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	ст. 55 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	10
5	Право требовать проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности общества	ст. 55 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	10
6	Право доступа к документам	Ст. 91 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	25
7	Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	Ст. 58 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	30
8	Право направления публичной оферты о выкупе акций	Ст. 84.1 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	30
9	Определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
10	Увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
11	Уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
12	Образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
13	Избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
14	Утверждение аудитора общества	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
15	Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества, а также распределение прибыли, в том числе выплата (объявление) дивидендов	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
16	Определение порядка ведения общего собрания акционеров	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50

17	Избрание членов счетной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
18	Дробление и консолидация акций	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
19	Принятие решений об одобрении крупных сделок (25-50% от балансовой стоимости имущества)	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
20	Принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
21	Утверждение внутренних документов, регламентирующих деятельность органов общества	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50
22	Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
23	Реорганизация общества	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
24	Ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
25	Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
26	Приобретение обществом размещенных акций	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
27	Принятие решений об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
28	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
29	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции), составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций посредством открытой подписки	Ст. 49 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75
30	Выкуп ценных бумаг общества	Ст. 84.8 Ф3-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	95

Теория оценки показывает, что методы оценки «получают» либо контрольного пакета, либо миноритарного в зависимости от исходных принципов метода. Рассмотрим современную методологию оценки.

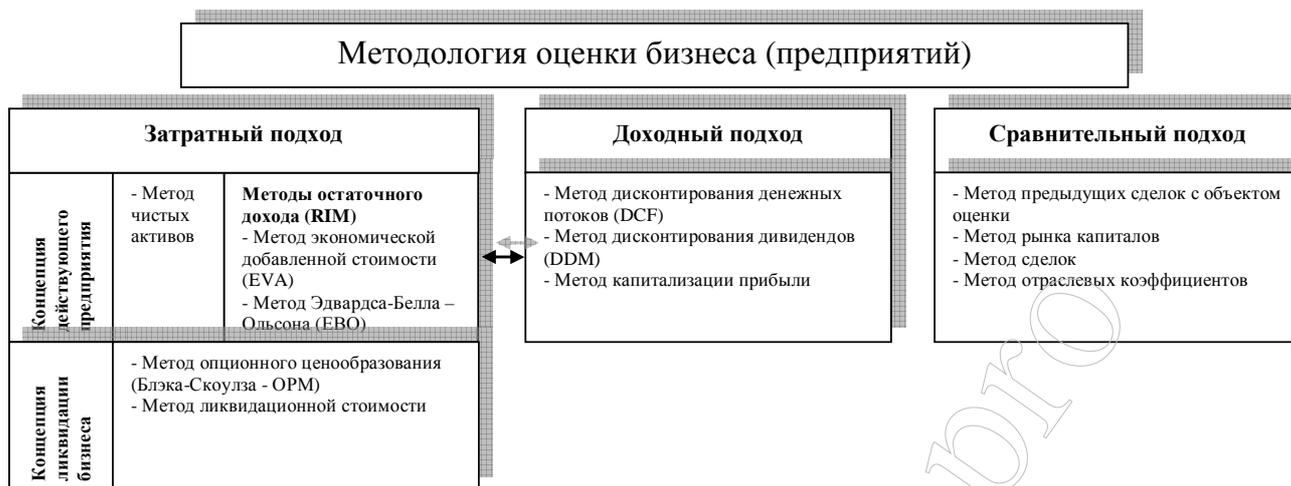


Рис. 1 Классификация методов оценки бизнеса (предприятий) [8]

Все указанные методы можно разделить на две группы:

- «классическая» методология;
- современные методы.

«Классическая» методология – это набор устоявшихся методов, описываемых в подавляющем большинстве учебных пособий. К ним относятся: затратный подход (метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости); доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков (дивидендов), метод капитализации прибыли); сравнительный подход (метод предыдущих сделок, метод рынка капиталов, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов).

Современная методология предложила еще несколько методов, которые, как правило, носят гибридный характер и пока еще не получили всеобщего признания. К ним можно отнести метод экономической добавленной стоимости (EVA); метод Эдвардса-Белла-Ольсона (EBO), метод опционного ценообразования (на основе модели Блэк-Скоулза). Все методы можно отнести к затратному подходу, поскольку в их основе лежит та или иная модификация формулы чистых активов (в первых двух методах, к сумме чистых активов добавляется стоимость деловой активности, во втором – динамическая модель чистых активов, учитывающая изменение суммы активов в течение некоторого заданного времени).

Анализ методологии позволяет сделать вывод, что все методы затратного подхода, в том числе метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости, метод экономической добавленной стоимости (EVA); метод Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО), метод опционного ценообразования (на основе модели Блэк-Скоулза) «дают» результат контрольного пакета акций, поскольку лишь собственник (владелец контрольного пакета) определяется возможность упорядоченной распродажи активов предприятия и/или его ликвидацию.

Методы доходного подхода также получают стоимость контрольного пакета, поскольку только владелец контрольного пакета имеет право определять политику формирования и распределения денежных потоков (дивидендов, в частном случае).

Методы сравнительного подхода позволяют получить как стоимость контрольно, так и миноритарного пакета. Это в полной мере относится к методу предыдущих сделок. Результат зависит от исходной информационной базы. Метод рынка капиталов ориентирован на анализ сделок с неконтрольными пакетами, в то время как метод сделок ориентирован на куплю-продажу предприятий в целом или контрольных пакетов. Метод отраслевых коэффициентов анализирует зависимость между отраслевыми коэффициентами и рыночной стоимостью предприятия в целом. Следовательно, метод ориентирован на оценку контрольного пакета.

Таким образом, за исключением метод предыдущих сделок и метода рынка капиталов методология оценки бизнеса оперируется контрольными пакета, а стало быть, более актуальной является задача расчета скидки на неконтрольный характер.

Различные исследования как в России, так и на примерах стран ЕС и США показывают различные диапазоны скидки на недостаточный контроль.

Например, западные источники показывают (по данным [4]), что:

- С 1993 г. средняя надбавка за контрольный характер акций - 40 %, средняя скидка за неконтрольный характер - 27...29 % [4];

- Надбавка за контроль - 25...75 % [4];
- Скидки за неконтрольный характер - 25...50 % [4].

По данным [3] Премия за контроль колеблется в пределах 30...40 %, скидка со стоимости на меньшую долю контроля - около 23%.

По данным Mergerstat Review" (www.mergerstat.com) учет доли меньшинства и большинства определен на уровне до 20...40%. По данным украинских исследователей скидка на неконтрольный характер составляет порядка 25% [6].

Среди отечественных работ можно постановлением Правительства РФ № 329 от 31.05.2002 г. «Об утверждении правил определения нормативной цены, подлежащего приватизации государственного муниципального имущества».

Таблица 2. Коэффициенты контроля [2]

Количество акций (процентов уставного капитала)	Коэффициент контроля
От 75 до 100 %	1
От 50 % + 1 акция до 75 % - 1 акция	0,9
От 25 % + 1 акция до 50 %	0,8
От 10 % до 25 %	0,7
От 1 акции до 10 % - 1 акция	0,6

Интересным выглядит рекомендации Drezdner Kleinwort Benson, осуществлявшая оценку акций "Роснефти", которая проанализировала продажу в 1996-1997 годах акций 21 крупной компании. Надбавка за контроль при их продаже колебалась в размере 10-65% [9].

Исследования Яскевича Е. Е. позволяют сформировать наиболее общие диапазоны [9]:

Таблица 3. Общие диапазоны скидок (надбавок)

Источники информации	Надбавки за контрольный характер, %	Скидки за неконтрольный характер, %	Скидки за неликвидность, %	Другие виды скидок, %
Зарубежные	0...75	0...50	0...50	0...11
Отечественные	0...65	<b>0...40</b>	<b>0...70</b>	-

Несмотря на обилие различных исследований и рекомендаций по диапазонам скидки, ни одна из этих методик не указывает в каждом конкретном случае какую величину следует выбрать. Действительно,

диапазон скидки на недостаточный контроль 0...40% предполагает значительный разброс. Еще больший диапазон рекомендаций скидки на низкую ликвидность 0...70%.

Каковы методы расчета скидки на недостаточный контроль? Условно все методы можно разделить на аналитические и экспертные. Экспертные методы основаны на экспертной оценке величины премии в границах рекомендуемого диапазона. Несмотря на тот факт, что экспертные оценки применяются сравнительно часто, методология содержит существенный недостаток – субъективность оценки. Аналитические методы повышают субъективность оценок, вместе с тем, основная сложность – корректность предлагаемого алгоритма рыночным данным. Среди аналитических методов особо следует выделить методику Диева С. Б. [5]. В основе методики лежит анализ действующей структуры капитала. Автор верно подмечает, что управленческий контроль возникает не всегда линейно, а зависит от действующей структуры капитала. Иными словами, один и тот же размер пакета для разных структур капитала может обладать или не обладать контрольным характером. Например, пакет в размере 30% акций в структуре, где есть другой акционер с пакетом в 50%, вряд ли будет обладать контрольным характером. С другой стороны, те 30% акций в структуре, где другие акционеры владеют не более 1%, скорее всего будет носить контрольные права.

Общий алгоритм метода предусматривает следующую последовательность:

1. По данным реестра акционеров на дату оценки выбираются акционеры, за исключением собственника оцениваемого пакета (владелец 1 и более процентов акций). Оценщик рассматривает их как вероятных покупателей оцениваемого пакета. Кроме того, оцениваемый пакет, возможно, приобретет стороннее лицо, либо акционер — владелец ничтожного пакета акций оцениваемого предприятия. Таким образом, определяется количество вероятных исходов;

2. Для каждого из вероятных исходов определяется размер пакета, который будет иметь акционер в результате приобретения оцениваемого пакета;

3. Степень контроля для каждого исхода определяется как средневзвешенная вероятность осуществления прав, дающих контроль над предприятием. Вероятность осуществления каждого права определяется как отношение размера пакета при данном вероятном исходе к размеру пакета, гарантирующему осуществление данного права контроля.

4. Степень контроля оцениваемого пакета определяется как средневзвешенная (для всех вероятных исходов) степень контроля, который дает приобретение оцениваемого пакета.

*Пример.* Оценивается 16% пакет акций ОАО «Автомобилист», принадлежащий ОАО «Собственник 1». Действующая структура капитала распределена между ОАО «Собственник 1» - 50%; ОАО «Собственник 2» - 50%.

Таблица 4. Пример расчета скидки на недостаточный контроль

	Описание прав	Основание	Размер пакета (% голосующих акций)	Размер доли в УК прочих акционеров на дату оценки	
				50	
				Размер доли в УК в случае приобретения объекта оценки	
				16	66
				Вероятность осуществления права	
1	Право доступа к реестру акционеров	ФЗ-39 от 22.04.1996 г. "О рынке ценных бумаг"	1	1	1
2	Право обжаловать в суде действия членов совета директоров акционерного общества	ст.71 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	1	1	1
3	Право вносить свои предложения по повестке годового собрания акционеров общества и выдвигать своих кандидатов на управляющие посты в совете директоров, ревизионной комиссии и других органах управления	ст. 53 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	2	1	1
4	Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	ст. 55 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	10	1	1
5	Право требовать проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности общества	ст. 55 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	10	1	1
6	Право доступа к документам	Ст. 91 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	25	1	1
7	Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	Ст. 58 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	30	1	1
8	Право направления публичной оферты о выкупе акций	Ст. 84.1 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	30	1	1
9	Определение количественного состава совета директоров (наблюдательного)	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об	50	1	1

	совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	акционерных обществах			
10	Увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
11	Уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
12	Образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
13	Избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
14	Утверждение аудитора общества	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
15	Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества, а также распределение прибыли, в том числе выплата (объявление) дивидендов	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
16	Определение порядка ведения общего собрания акционеров	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
17	Избрание членов счетной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
18	Дробление и консолидация акций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
19	Принятие решений об одобрении крупных сделок (25-50% от балансовой стоимости имущества)	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
20	Принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
21	Утверждение внутренних документов, регламентирующих деятельность органов общества	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	50	1	1
22	Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
23	Реорганизация общества	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
24	Ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
25	Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
26	Приобретение обществом размещенных акций	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
27	Принятие решений об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
28	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88
29	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции), составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций посредством открытой подписки	Ст. 49 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	75	0,21	0,88

30	Выкуп ценных бумаг общества	Ст. 84.8 ФЗ-203 " от 26.12.1995г. "Об акционерных обществах	95	0,17	0,69
	Сумма вероятностей осуществления прав контроля			22,85	28,73
	Средневзвешенная вероятность осуществления прав контроля			0,762	0,958
	Степень контроля оцениваемого пакета акций - среднее значение по всем вероятным исходам			<b>0,860</b>	
	Скидка на недостаточный контроль, %			14,00%	

В рамках настоящей статьи структура прав нами расширена на основании детального анализа федерального закона от 26.12.1995г. ФЗ-203 "Об акционерных обществах».

Что касается методологии расчета скидки на недостаточный контроль, в данном случае методологическое обеспечение гораздо хуже. Анализ существующих зарубежных эмпирических исследований показывает, что:

- Скидки на ликвидность при продаже ограниченных (официально не зарегистрированных) акций, выпущенных в порядке частного размещения - в среднем составили 23...45 % [4];
- Скидки на ликвидность при продаже акций закрытых компаний - 42...60 % [4];
- Скидка за недостаточную ликвидность для акций закрытой компании сравнительно с аналогом открытого рынка должны быть в среднем 35...50% [4].

Аналогичные исследования украинского рынка показывают, что скидки на ликвидность - 20...40 % [6]. Российские исследования показывают, что скидки за ликвидность активов могут находиться в диапазоне 0...70 % [10.]. Таким образом, общий диапазон скидки на низкую ликвидность согласно таблице 2 можно свести к диапазону 0...70 % .

Анализ существующих методов расчета показывает, что скидка за недостаточную ликвидность может быть определена следующим образом:

1. Показатель "цена компании / прибыль" для закрытой компании сравнивается с таким же показателем для свободнообращающихся сопоставимых акций на фондовых рынках [3];

2. Оценивается стоимость регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый

рынок. Берутся данные расходы в процентном отношении к стоимости выпускаемых акций, причем в случае закрытых компаний эти затраты гипотетические: каковыми были бы расходы, если бы произошла эмиссия [3].

И тот, и другой метод в практике трудоемок. В рамках настоящей статьи предлагаем иной – балльный подход. Общую последовательность метода можно представить в несколько этапов:

*1 этап. Выявление факторов, влияющих на уровень ликвидности пакета акций.* Обычно на ликвидность пакета оказывают влияние следующие факторы:

1. Размер дивидендов (или других форм распределения прибыли);
2. Перспективы продажи акций (долей) компании;
3. Наличие ограничений на операции с акциями (долями) компании;
4. Степень открытости информации по компании;
5. Объем торговли акциями (долями) предприятия;
6. Наличие или отсутствие спреда при торговле акциями предприятия;
7. Конъюнктура финансового рынка;
8. Зависимость операционной деятельности от ключевой фигуры в менеджменте;
9. Зависимость операционной деятельности от специального разрешения (лицензии) и т.д.;
10. Размер реализуемого пакета акций (доли);
11. Степень монополизации отраслевого рынка;
12. Наличие или отсутствие конкурентных преимуществ (уровень диверсификации);
13. Организационно-правовая форма.

*2 этап. Балльная оценка факторов.* Все факторы имеют качественную оценку, которая напрямую количественно не формализуется. В этой связи предлагаем произвести качественную оценку каждого фактора тремя вариантами ответа: «максимальная скидка», «умеренная скидка»,

«минимальная скидка». Каждой оценке соответствует определенное количество баллов. Например, «максимальной скидке» соответствует 0 баллов, «умеренной скидке» – 1 балл; «минимальной скидке» – 2 баллов.

Далее рассчитывается сумма полученных баллов. Учитывая, что выявлено 13 факторов и 2-ух баллов, максимальной скидке соответствует 26 баллов.

3 этап. Расчет величины скидки на низкий контроль. Расчет величины скидки осуществлено исходя из следующих допущений: 100% пакету ( $x$  – в последующих вычислениях) соответствует нулевая скидка (0%) ( $y$  – в последующих вычислениях); при стремлении размера пакета к нулю размер скидки стремится к максимальному значению (70%). Максимальное количество баллов 26 ( $b_{max}$ ). При условии, что количество баллов описывается натуральным числом из диапазона от 0 до 26 включительно.

Рассмотрим возможные зависимости между недостаточной ликвидностью и размером скидки.

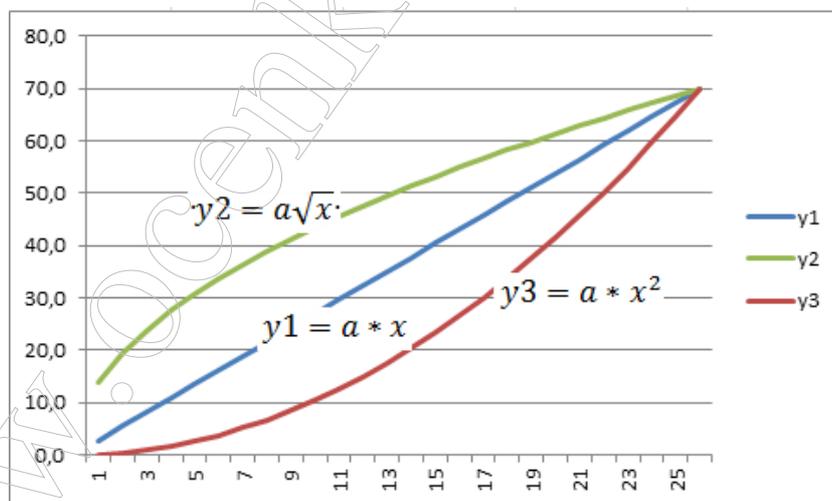


Рис. 2 Виды зависимостей размера скидки от количества баллов

В наиболее простом виде зависимость размера скидки на низкую ликвидность от количества баллов выражается линейной функцией. При линейной зависимости размер скидки описывается  $y = \frac{70}{b_{max}} * x$  при условии, что  $\{x \in N | 0 < x < 26\}$ .

В то же время эмпирические наблюдения показывают, что величина скидки корректнее описывается функцией вида  $y = a\sqrt{x}$ , что отражает тот факт, что незначительно падение ликвидности на начальном этапе вызывает существенный рост скидки на низкую ликвидность. К примеру, во многих исследованиях величины скидки минимальное значение скидки колеблется на уровне  $\sim 20\%$ . Учитывая исходные данные, размер скидки описывается  $y = 13,7 * \sqrt{x}$  при условии, что  $\{x \in N \mid \ll 0x \ll 26\}$ .

*Пример 2.* Оценивается 70% пакет акций ОАО «Бизнес», региональной компании с диверсифицированной номенклатурой продукции.

Таблица 5. Пример расчета скидки на низкую ликвидность

	Параметр	Количество баллов			Комментарии
		"максимальная скидка" 2	"умеренная скидка" 1	"минимальная скидка" 0	
1	Размер дивидендов (или других форм распределения прибыли)	Низкие или их отсутствие x	Умеренные	Высокие и стабильные	За последний год дивиденды не распределялись
2	Перспективы продажи акций (долей) компании	Неблагоприятные	Умеренные x	Благоприятные	Перспективы продажи акций умеренны
3	Наличие ограничений на операции с акциями (долями) компании	Существенные ограничения	Незначительные ограничения	Ограничения отсутствуют x	Ограничения отсутствуют
4	Степень открытости информации по компании	Закрытость информации	Открытость и публичность информации x	Открытость, публичность и открытость информации	В соответствии с требованиями законодательства информация ОАО открыта и публична
5	Объем торговли акциями (долями) предприятия	Низкий или отсутствие торговли акциями x	Средний	Высокий	За последний года акции не торговались
6	Наличие или отсутствие спреда при торговле акциями предприятия	Большой спред	Умеренный спред	Низкий спред x	По историческим данным спреда между обычными и привилегированными акциями нет
7	Конъюнктура финансового рынка	Негативная	Нейтральная x	Благоприятная	Конъюнктура финансового рынка оценивается как нейтральная
8	Зависимость операционной деятельности от ключевой фигуры в менеджменте	Высокая зависимость от одного менеджера	В менеджменте несколько ключевых фигур	Отсутствие ключевых фигур в менеджменте x	Отсутствует ярко выраженная фигура
9	Зависимость операционной деятельности от специального разрешения (лицензии) и т.д.	Вся операционная деятельность связана с наличием одного или нескольких разрешений	Часть операционной деятельности связана с наличием одной или нескольких разрешений x	Нет необходимости получения лицензии или других разрешений	Часть операционной деятельности осуществляется на основании лицензии

1 0	Размер реализуемого пакета акций (доли)	Миноритарный (до 2%)	От 2 до 50%	Контрольный (50% + 1 акция)	Оценивается 1 акция в 100% пакете
1 1	Степень монополизации отраслевого рынка	Высокая	Умеренный уровень монополизации	Низкий уровень монополизации	В отрасли нет лидера (лидеров)
1 2	Наличие или отсутствие конкурентных преимуществ (уровень диверсификации)	Отсутствие конкретных преимуществ (низкий уровень диверсификации)	Средний уровень конкурентных преимуществ	высокий уровень конкурентоспособности компаний (наличие уникального производимого товара, высокий уровень диверсификации производства)	Номенклатура продукции предприятия диверсифицирована
1 3	Организационно-правовая форма	предприятие организовано в нераспространенных организационно-правовых формах (производственной кооператив, товарищества и т.д.)	предприятие организовано в общераспространенных формах (общество с ограниченной ответственностью и закрытое акционерное общество);	предприятие организовано в форме открытого акционерного общества;	Открытое акционерное общество
	Количество наблюдений	2	4	7	
	<b>Количество баллов</b>	4	4	0	
	<b>Итоговое значение баллов</b>		8		
	Минимальный порог скидки, %		0		
	Максимальный порог скидки, %		70		
	Расчетное значение скидки, %		38,75		

Таким образом, нами был рассмотрен методический подход оценки размера скидки на низкую ликвидность. К положительным сторонам методики можно отнести, во-первых, все расчеты основаны довольно обширной эмпирической базе как отечественных, так и западных финансистов. Во-вторых, в методике рассматриваются и анализируются основные факторы, влияющие на величину скидки. И наконец, методика оперирует не обезличенным диапазоном значений, а позволяет получить точное значение величины скидки в зависимости от индивидуальных входных данных оценки.

### **Список использованных источников**

1. Диев С. Б. Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала // Вопросы оценки. 2003. №4. С. 20-25

2. Иванов А.М., Иванова Н.С., Перевозчиков А.Г. Оценка стоимости пакетных инвестиций и долевых интересов [Электронный ресурс]/ информационный портал cfin.ru. - Электрон. дан. (1 файл).— М., [2012].—Режим доступа [http://www.cfin.ru/press/afa/2000-3/46\\_kal.shtml](http://www.cfin.ru/press/afa/2000-3/46_kal.shtml) — Загл. с экрана
3. Маркус Я., Сивец С.. Почём нынче пакеты? Оценка пакетов акций [Электронный ресурс]/ ООО Центр Бизнесинформ. - Электрон. дан. (1 файл).— М., [2012].—Режим доступа: <http://bicenter.info/articles/06.shtml> — Загл. с экрана
4. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995г. ФЗ-203 [Электронный ресурс]/ Справочно-правовая система «Гарант» - Электрон. дан. (1 файл).— М., [2012].— <http://base.garant.ru/10105712/> — Загл. с экрана
5. Об утверждении правил определения нормативной цены, подлежащего приватизации государственного муниципального имущества: Постановление Правительства РФ № 329 от 31.05.2002 г. [Электронный ресурс]/ Библиотека оценщика Labrate.ru. - Электрон. дан. (1 файл).— М., [2012].— [http://www.labrate.ru/laws/20060214\\_pp-rf-87.htm](http://www.labrate.ru/laws/20060214_pp-rf-87.htm) — Загл. с экрана
6. Оценка бизнеса / ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - М., Финансы и статистика, 1998. - 512 с.
7. Руководство по оценке стоимости бизнеса" (Пер. с англ., под ред. Рутгайзера В.М., 2000 , 370 с.
8. Сутягин В. Ю. Стоимость компании: аспекты менеджмента и оценки // Вестник ТГУ. Сер. Гуманитарные науки. Тамбов, 2007. Вып. 3 (47).
9. Сутягин В. Ю. Стоимость бизнеса в процессе финансового оздоровления компании: Дис. ... канд. экон. наук. – Тамбов, 2008. – 195с.

- 10.Шепелев О.М., Дорожкина Н.И. Формирование инвестиционного потенциала земельного рынка // Международный журнал Социально-экономические явления и процессы , №9, 2012
- 11.Яскевич Е. Е. Скидки и надбавки при продаже российских пакетов акций. Оценка влияния привилегированных пакетов акций [Электронный ресурс]/ информационный портал Научно-производственного центра профессиональной оценки. - Электрон. дан. (1 файл).— М., [2012].—Режим доступа: <http://www.crcpa.ru/Publications/001/> — Загл. с экрана