

3.5. СПОСОБЫ КОРРЕКТИРОВКИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ С УЧЕТОМ ФАКТОРОВ СОБСТВЕННОСТИ И ЛИКВИДНОСТИ¹

Красильникова Е.В., магистрант кафедры
«Финансы и кредит»

Экономический факультет Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова

В работе исследованы факторы, влияющие на стоимость компании, не учитываемые непосредственно в стандартах ее оценки. Определены факторы, влияющие на ликвидность. Исследованы классические способы корректировки стоимости компании и ее активов и выявлены новые перспективные подходы к определению диапазона скидок и (или) премий, а также величин таких поправок к оценке стоимости компании с учетом ликвидности для различных типов и размеров оцениваемой собственности.

СТАНДАРТЫ ОЦЕНКИ

Выбор метода оценки стоимости компании определяется принципами соответствия целей и средств, сопоставления преимуществ и недостатков в применении каждого из подходов для реализации концепции стоимости, отвечающей задачам хозяйствования на конкретном этапе развития компании, а также наличием достоверной информации об объекте оценки. Цели оценивания обуславливают выбор фундаментальных принципов измерений – базы, на которой будет оценен объект. Наличие нескольких баз определяет различие оценок. Согласно федеральному законодательству и приказам Правительства РФ, в настоящее время в Российской Федерации действуют утвержденные стандарты оценки, предусматривающие применение рыночного вида стоимости и видов стоимости, отличных от него [1, ст. 77; 3, ст. 19-20; 40, ст. 5-10]:

- рыночная стоимость – наиболее вероятная текущая цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом конкурентном рынке, когда стороны сделки мотивированы, действуют не принужденно и разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства;
- инвестиционная стоимость – ценность для конкретного потребителя, в отличие от рыночной стоимости, не обязательно в условиях открытого рынка;
- ликвидационная стоимость – расчетная величина наиболее вероятной цены, по которой объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества с учетом влияния чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным;
- кадастровая стоимость – рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение массовой кадастровой оценки, определяемой, в частности, для целей налогообложения.

¹ Работа выполнена при поддержке Российского гуманитарного научного фонда, проект №08-02-00126а. В работе использованы материалы к.э.н., доц. И.В. Никитушкиной из учебного курса Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова.

Ряд обязательных к применению в РФ видов стоимости немного отличается от Международных стандартов оценки (МСО), Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) и теоретических представлений о методологической сущности понятий стоимости объекта и ее оценки. Так, в МСО предусмотрена рыночная стоимость и другие базы оценки:

- инвестиционная стоимость – ценность для субъекта, который получает соответствующую выгоду;
- справедливая и синергетическая стоимость – цена, согласованная между двумя субъектами на разумных основаниях и отражающая специфические преимущества и неудобства от владения активом для конкретного индивида;
- контрактная и нормативная стоимость – устанавливаемая в соответствии с условиями контракта или нормативного акта [21, п. 6.1].

Современные научные и практические подходы к оценке стоимости также предусматривают несколько стандартов оценок; для которых используются самые различные понятия [23; 24; 30, ч. 1, п. 6.1-6.2]:

- текущая восстановительная стоимость (в бухучете), подлинная стоимость (costs) – затраты замещения в текущих ценах;
- балансовая стоимость активов за вычетом сумм износа и обязательств (book value), учетная сумма в современных стандартах финансовой отчетности (carrying amount);
- справедливая рыночная стоимость (market fair value, market worth) – цена добровольной сделки двух независимых заинтересованных и осведомленных сторон в условиях признания ее справедливости обеими сторонами;
- истинная инвестиционная стоимость, ценность от использования (individual worth, true value) – приведенная стоимость (будущая стоимость на текущий момент времени [41]) всех вложенных средств с учетом нематериальных активов, рисков и перспектив развития;
- рыночная стоимость (market value) – чистая стоимость реализации – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть реализован на открытом конкурентном рынке;
- историческая стоимость – внутренняя стоимость активов по справедливой стоимости на момент их возникновения (intrinsic value).

Различие в стандартах оценки стоимости компании и в подходах обусловлено несколькими обстоятельствами: наличием информации, свойствами объекта, целями оценивания, которые фокусируют внимание оценщика на анализе тех или иных объектов. В качестве объектов рассматриваются:

- материальные и нематериальные активы;
- бизнес как один или несколько видов деятельности;
- вся компания как живой организм;
- собственный капитал в форме акций;
- совокупный инвестированный капитал, включая собственный и заемный.

Установлены три подхода к оценке стоимости компаний [25, ст. 20-23]:

- дисконтирование потока денежных доходов (доходный метод);
- сравнение реальных рыночных цен компаний-аналогов (сравнительный подход);
- оценка разницы накопленной рыночной стоимости активов и рыночной стоимости обязательств (затратный метод) [27].

Для реалистичной оценки стоимости компании, как правило, применяют несколько подходов одновременно, и результат взвешивания принимают за общую интегральную оценку, характеризующую в соответствии с объектом оценки многообразие аспектов компании и ее деятельности.

Понятно, в поле зрения любого из практикуемых способов оценки не попадает вся совокупность качеств

венных и количественных признаков компании, ее финансово-экономического состояния, положения на рынке и перспектив роста, хотя от каждого из таких факторов зависит результативность деятельности и динамика развития. Так, сравнительный подход пригоден для оценки «тиражируемых» объектов, у которых есть точные аналоги. По мнению Г.И. Микерина и С.А. Смоляка, в качестве аналогов должны выступать объекты, обладающие сходной полезностью; однако ни в теории, ни в практике нет общего принципа отбора наиболее подходящих аналогов, но только общие рекомендации, относящиеся к отдельным видам имущества, которые нельзя признать удовлетворительными [23, с. 75-77]. Случай оценивания эксклюзивных объектов требует приведения к значениям характеристик, сопоставимым с оригинальными. С этой целью необходимо установить влияние отдельных характеристик на стоимость оцениваемых объектов (как привило, с применением методов регрессионного анализа²), а затем выбрать подходящий аналог и скорректировать его стоимость с помощью установленной зависимости [23, с. 78].

Таким образом, получение достоверной оценки стоимости компании предусматривает корректировку на величину поправки с учетом одного или нескольких факторов, существенных с точки зрения целей оценки. Так, качественная структура собственности, конфликт интересов, в особенности, в условиях отделения собственности от контроля, в значительной степени влияет на качество управления компанией и ее результативность, но никак не учитывается в общей оценке ее стоимости. При этом размер пакета акций при разных прочих условиях как увеличивает, так и уменьшает стоимость компании. Ликвидность рассматривается в качестве существенного фактора оценочной стоимости. Сравнительный подход ужесточает требования к корректировке оценки стоимости с учетом специфических свойств объекта: характеристик собственности, ликвидности, др., поскольку «нельзя сравнивать одну акцию с 75%-м пакетом акций ЗАО, который дает своему владельцу такой перечень ... выгод, который не может даже приниться миноритарному акционеру» [23, с. 77, и т.д.].

Условия корректировки отличаются тем, что, во-первых, в настоящее время отсутствует общее понимание экономической сущности скидок и премий, в том числе, соотношения объективного и субъективного в этих категориях; во-вторых, как правило, миноритарные акционеры рассматриваются в качестве пассивных инвесторов, которые, как предполагается, не могут воздействовать на принятие управленческих решений [39], что не соответствует действительности и сильно занижает оценку. (В работе [33, 2008] есть яркие примеры заметного воздействия миноритариев на повышение стоимости бизнеса.)

В связи с этим изучение влияния отдельных факторов и характеристик на величину стоимости компании составляет не только аналитическую задачу практиков, но вызывает научный интерес к исследованию проблем результативности компаний и, соответственно, их стоимости в зависимости от различий ликвидности и структуры собственности с целью разработки методов реалистичной оценки вклада таких факторов в интегральную оценку стоимости компании.

² Такой анализ, как показано ниже, выполнен автором для крупных российских компаний.

СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ И ЕЕ АКТИВОВ: ФАКТОРЫ И АЛГОРИТМ ОЦЕНКИ

Под стоимостью будем понимать оценку экономической ценности для определенного экономического субъекта [24, с. 32]. Согласно подходу Г.И. Микерина и С.А. Смоляка, «объектами стоимостной оценки следует считать чистые выгоды в широком смысле этого слова, включая выгоды от имущества, бизнесов, прав и обязательств, работ и услуг ... применительно к ... субъекту, получающему эти выгоды» [23, с. 119-120]. Концепция оценки базируется на исследовании внутренних и внешних ключевых факторов (рис. 1 и 2).

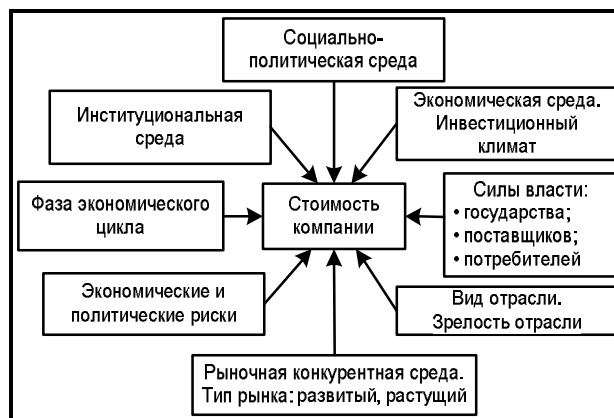


Рис. 1. Внешние ключевые факторы стоимости компании



Рис. 2. Внутренние ключевые факторы стоимости компании

В соответствии с традиционными подходами к стоимости компании алгоритм ее оценки включает несколько блоков анализа (рис. 3).

1. Выбор объекта оценки, а также выбор стандарта стоимости компании из ряда рассмотренных выше видов оценок обу-

словлен целями процедуры (продажа, ликвидация, реструктуризация, развитие, др.), а также наличием достоверной информации. С учетом этих обстоятельств определяется, в частности, желаемая степень полноты результата оценки:

- всесторонняя интегральная оценка (appraisal), выполненная на основе всей доступной информации об объекте с применением всех возможных способов оценивания и корректировки;
- ограниченная оценка (limited appraisal), выполненная с применением ряда процедур, ограниченного предмета анализа и (или) наличием данных об объекте;
- выборочные расчеты (calculation), характеризующие отдельный аспект стоимости компании. Методы анализа и оценки обусловлены перечисленными условиями.

2. Выделение факторов, существенных для оценки стоимости компании (см. рис. 1 и 2), определяется указанными в блоке 1 обстоятельствами. Важность их идентификации связана с подготовкой информационного обеспечения аналитической работы оценщика. Вместе с этим оценка влияния каждого фактора представляет самостоятельный интерес в условиях ограниченности того или иного способа получения интегральной оценки стоимости компании. В связи с этим обоснованию факторных воздействий, как правило, предшествует значительная часть теоретического и практического исследования стоимости компании с применением регрессионных моделей, экспертных методов, сценарного анализа, бенчмаркинга и других методов. На практике предметом анализа является определенная по результатам таких исследований совокупность факторов стоимости компании, которая включает внешние макро-, мезо-экономические факторы инвестиционного климата, рыночной и конкурентной среды; факторы институциональной и, в отдельных случаях, политической среды; а также внутренние характеристики объекта оценивания:

- технико-технологическая база, финансово-экономические показатели и их динамика (объем продаж; прибыльность);
- рентабельность;
- издержки, по сравнению со среднеотраслевыми);
- вид и стадия развития отрасли и бизнеса; связи и отношения со стейкхолдерами;
- качество менеджмента и др.

Для оценки внутреннего потенциала компании важно выявить ее устойчивые конкурентные преимущества и коренные компетенции, которые рассматриваются как основа стратегии прогрессивного развития и роста и значительно повышают позиции компании.

3. Для анализа факторов, определяющих стоимость компании, используются различные источники информации:
- аналитические и бухгалтерские отчеты;
 - аналитические обзоры и материалы государственных и общественных организаций, информационных и рейтинговых агентств;
 - специализированные научно-практические и периодические издания;
 - биржевые сводки;
 - Интернет-ресурсы.

Используются различные способы обработки данных на основе математических методов и экономического анализа.

4. Финансово-экономическое состояние компании и прогноз его изменения на перспективу вносит важнейший вклад в совокупную оценку стоимости, поэтому анализ его основных показателей составляет содержание любого метода, и он предваряет процедуру оценивания.
5. Для оценки потенциала объекта и внешней ситуации, во многом определяющих перспективы развития компании, важно выявить наличие неопределенности и силу внешних и внутренних угроз и рисков для хозяйственной деятельности и рыночного позиционирования компании. Здесь применяется арсенал средств риск-анализа.
6. Оценка стоимости компании определяется на основе одного или нескольких подходов, в зависимости от целей и объекта исследования, а также имеющихся данных.

7. Предварительная оценка стоимости компании, выполненная несколькими выбранными способами, нуждается в согласовании (как правило, путем взвешивания на основе математических или эвристических процедур – в зависимости от опыта и целей аналитика), а затем – в корректировке с целью внесения поправок на влияние неучтенных факторов, в ряду которых в целях настоящего исследования мы выделяем характеристики собственности и ликвидности компании. Степень их влияния зависит от конкретных обстоятельств, в которых действует оцениваемая компания. Обычно вносятся поправки на излишек или дефицит оборотного капитала, на контроль оцениваемой доли – с учетом акционеров, обладающих контролем (мажоритариев или миноритариев с пакетом акций, позволяющим осуществлять элементы контроля), корректировки на ликвидность.

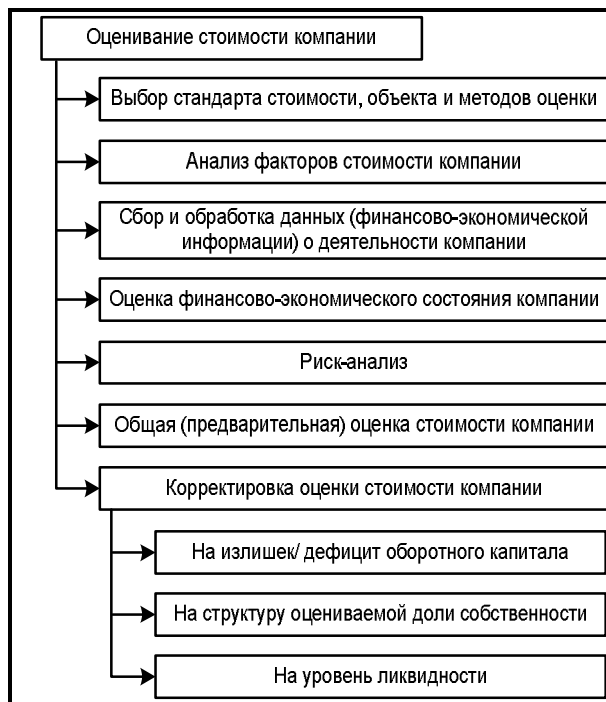


Рис. 3. Общий алгоритм оценки стоимости компании

Для того чтобы достоверно определить стоимости различных по размеру пакетов акций с учетом ликвидности, необходимо:

- во-первых, выяснить взаимосвязи и распределение акционерного капитала, структуру собственников и от кого зависит принятие решений, то есть, четко определить уровень контрольных полномочий [33, с. 43];
- во-вторых, оценить рыночные позиции компании и уровень ликвидности объекта;
- в-третьих, выразить указанные характеристики в виде количественных поправок к стоимости.

ФАКТОРЫ ЛИКВИДНОСТИ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Понятие ликвидности показывает, как быстро и просто доля реализуемой собственности может быть конвертируема в наличные деньги, если собственник решает ее продать [32, с. 289], т.е. ликвидность это способность:

- актива – быть конвертированным в денежные средств без существенных потерь для держателей;
- организации – погасить свои обязательства.

В понятии ликвидности подразумевают два вида: активов и баланса.

Для оценки платежеспособности организации в бухгалтерском балансе используют три вида показателей ликвидности, которые различаются набором ликвидных средств, рассматриваемых в качестве покрытия краткосрочных обязательств.

1. Коэффициент абсолютной ликвидности, равный отношению суммы денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к сумме краткосрочных обязательств, характеризует платежеспособность организации на дату составления баланса и показывает, какую часть краткосрочной задолженности сможет погасить в ближайшее время.
2. Коэффициент критической ликвидности, отличающийся от предыдущего показателя включением дебиторской задолженности в сумму активов в числителе, показывает платежеспособность организации при условии своевременных расчетов с дебиторами.
3. Коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия), равный отношению всех оборотных активов к сумме краткосрочных обязательств, характеризует платежные возможности организации, оцениваемые при условии не только своевременных расчетов с дебиторами и благоприятной реализации готовой продукции, но и продажи в случае нужды прочих элементов материальных оборотных средств.

В целях исследования под ликвидностью в широком смысле будем понимать характеристику активов компании в форме ценных бумаг как важнейший признак финансово-экономической состоятельности, существенно определяющий рыночную стоимость. Эксперт РА выделяет три категории рыночной ликвидности (см. Эксперт, 2006, №37):

- категория А (высокая ликвидность) – регулярные сделки с ценными бумагами на российских и (или) иностранных биржах, при этом также и на дату расчета;
- категория В (средняя ликвидность) – нерегулярные сделки с ценными бумагами на российских и/или иностранных биржах: по крайней мере одна сделка в течение месяца, предшествующего дате расчета;
- категория С (удовлетворительная ликвидность) – отсутствие сделок в течение месяца, предшествующего дате расчета, однако ценные бумаги допущены к обращению хотя бы на одной российской или иностранной бирже, и на день расчета имеется биржевая котировка.

В связи с тем, что ликвидность акционерных пакетов, быстрая реализация, повышает стоимость компании, а недостаток ликвидности понижает (трудно найти покупателя), для получения обоснованной оценки требуется специальная корректировка: добавление к стоимости пакета премии за ликвидность или вычитание дисконта за недостаток ликвидности. Скидка за недостаточную ликвидность (*discount for lack of marketability*, **DLOM**) количественно характеризует степень снижения уровня ликвидности относительно более ликвидных альтернативных инвестиций [39]. Она определяется как величина или доля в процентах, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета акций.

Ряд факторов не учитывается обычными методами, и их не улавливают первоначально полученные оценки. Корректировка требуется в целях уточнения оценки путем расширения круга исследуемых факторов, которые оказывают значимое влияние на стоимости компаний и существенно определяют их различия, но не прямо, а опосредованно воздействуя на финансово-экономическое состояние компаний – на уровень их ликвидности. Так, равные доли акций закрытых компаний, сопоставимых по основным характеристикам с открытыми компаниями, стоят меньше – как менее ликвидные. Величина

продаваемой доли акций также оказывает влияние на ликвидность.

Сложность определения скидки с альтернативных инвестиций состоит в том, что требуется исследовать различные возможности инвестирования, однако на практике такая альтернатива ограничивается оценкой покупки акций той же компании, но с достаточным уровнем ликвидности [39].

Величина корректировок для ценных бумаг значительно варьируется по их видам:

- для облигаций, как правило, она наименьшая;
- для привилегированных акций выше и самая высокая – для обыкновенных акций.

Такая дифференциация обусловлена различиями их ликвидности, связанными:

- во-первых, с различием полномочий и порядком голосования при принятии управленческих решений;
- во-вторых, с разницей порядка и времени выплат дивидендов и процентов: с гарантиями выплаты для облигаций и с дивидендными расчетами (при наличии прибыли) для привилегированных и обыкновенных акций;
- в-третьих, с неравноправием ценных бумаг в случае ликвидации компании: с преимущественным правом выплат у облигаций, затем – у привилегированных акций и потом – у обыкновенных акций.

Закрепленное законом правовое различие акций [1, ст. 23, 75] на практике усложняет расчеты скидок и нередко обуславливает двух- и трехкратную разницу рыночных оценок стоимости обыкновенных и привилегированных акций (к примеру, в 2008-2009 гг. разница котировок ЗАО «Сургутнефтегаз» составила 2,3-3 раза [67]). Доли собственности (размер пакета акций) также существенно влияет на ликвидность, а следовательно, на стоимость компании в ту и другую сторону.

Таким образом, ликвидность, определяющая стоимость компании, складывается под влиянием трех групп факторов (рис. 4), ряд которых учитывается в затратном, сравнительном и/или доходном подходах в базовой оценке на уровне предприятия. Другие факторы: законодательные ограничения, правовая форма, характеристики собственности, организация голосования и другие – подлежат учету в качестве поправок стоимости.

- Факторы, повышающие ликвидность и снижающие размер **DLOM**:
 - высокие дивиденды и другие выплаты;
 - свободная продажа акционерных пакетов;
 - значительный объем торгов;
 - перспективы IPO;
 - наличие депозитарных расписок на акции, ожидаемый длительный период владения;
 - ожидаемый рост бизнеса и доходов;
 - информационная прозрачность.
- Факторы, действующие как в сторону снижения, так и в сторону повышения ликвидности и стоимости компании:
 - отраслевая принадлежность;
 - характеристики собственности (размер пакета акций, типы владельцев, акционерные соглашения);
 - соглашения о возможных сделках;
 - заключенные на дату оценки.
- Факторы, снижающие ликвидность и увеличивающие размер **DLOM**:
 - низкие дивиденды;
 - невозможность их выплаты;
 - затруднения продажи пакета акций;
 - ограничения операций с акционерными пакетами;
 - низкие перспективы продажи компании и др.

Важность корректировки стоимости с учетом ликвидности связана с тем, что риск ликвидности один из самых распространенных на российском рынке: 70-80%

ценных бумаг относятся к закрытым акционерным обществам [27]; именно закрытость акционерных обществ существенно снижает ликвидность и вызывает необходимость корректировки оценки их стоимости. Поэтому для российских предприятий значимость реалистичной оценки **DLOM** настолько велика, что резуль­тативная оценка стоимости без соответствующей поправки представляется завышенной почти в полтора раза от первоначальной оценки. Согласно [39, с. 103], в США размер скидки за неликвидность закрытых компаний оценивается на уровне 31%, и тогда величина завышения в от­сутствии поправки составит:

$$\Delta = \frac{1}{1 - 0,31} = 1,45 .$$

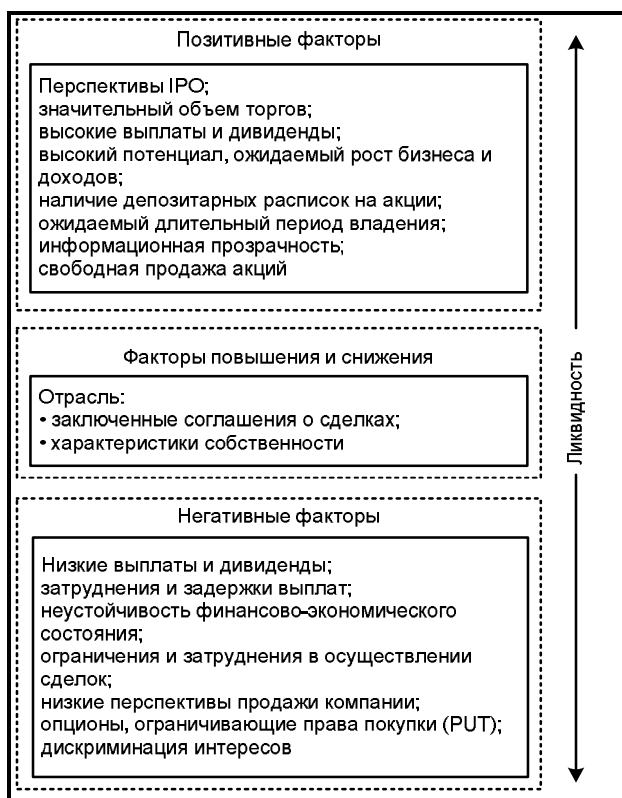


Рис. 4. Основные факторы ликвидности компании

Средние значения **DLOM** для закрытых компаний, по другим оценкам, составляют 35-50%, в сравнении с их аналогами на открытом рынке [32, п. 815.33, с. 293].

ВЛИЯНИЕ ХАРАКТЕРИСТИК СОБСТВЕННОСТИ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Уровень полномочий в принятии управленческих решений представляется одной из самых значимых характеристик, определяющих стоимость имущества и акций. В РФ объем прав в принятии организационных и управленческих решений официально утвержден Федеральным законом «Об акционерных обществах» [1]:

- 75% (¼ голосов) – абсолютный контроль³ (утверждение и/или изменение Устава; реорганизация или ликвидация общества; определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, пре-

доставляемых этими акциями; приобретение размещенных акций; избрание управляющих органов, уменьшение уставного капитала, одобрение особо крупных сделок, др. [1, ст. 48-49, 79]);

- 50% + одна акция (более ½ голосов) – операционный контроль (кворум общего собрания; образование и досрочное прекращение полномочий совета директоров, исполнительного органа общества, ревизионной и счетной комиссий; изменение уставного капитала; решения дивидендной политики; утверждение бухгалтерской отчетности; дробление и консолидация акций; одобрение сделок; вопросы внутреннего управления и хозяйственной деятельности; др. [1, ст. 48-49, 58]);
- 25% + одна акция (более ¼ голосов) – блокирование решений⁴ (возможность блокировать указанные выше решения, принимаемые на основе ¼ голосов; доступ к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа, ко всей бухгалтерской отчетности; др. [1, ст. 91]);
- 10% – дополнительные права акционеров (требования внеочередного общего собрания акционеров, а также – проверки (ревизии) финансово-хозяйственной деятельности общества по итогам за год [1, ст. 55, 85]);
- 2% – защита прав миноритариев (внесение вопросов в повестку дня; выдвижение кандидатов в члены совета директоров, исполнительного органа, ревизионной и счетной комиссий [1, ст. 53]);
- 1% – защита интересов миноритариев (обращение в суд с иском к члену совета директоров (наблюдательного совета) общества, единоличному исполнительному органу общества (в том числе, временному), члену коллегиального исполнительного органа общества и к управляющей организации (управляющему) о возмещении причиненных обществу убытков в случае недобросовестного исполнения обязанностей и неразумных действий, нарушающих интересы акционерного общества ([1, ст. 53]).

Акционерное соглашение, определяющее, в соответствии с принятой 18 июля 2009 г. поправкой к Федеральному закону «Об акционерных обществах» [1, ст. 32.1], дополнительный порядок голосования и принятие решений на основе перераспределения структуры голосов, заметно меняет уровень полномочий и результат воздействия структуры капитала на стоимость компании.

Качество управления компанией не в меньшей степени, чем распределение голосов, определяет ее сравнительные преимущества, конкурентные позиции и, вместе с этим, стоимостную оценку. В свою очередь организация менеджмента, с одной стороны, непосредственно зависит, от умений и способностей менеджеров, с другой – в условиях отделения собственности от управления, обусловлена степенью согласованности их интересов с интересами собственников и компании в целом.

Преобладание того или иного типа собственника по-разному воздействует на деятельность компании, что определяет не только ее финансово-экономическую устойчивость, но и рыночную стоимость. В связи с этим исследованы основные аспекты различия интересов в компании, влияющих на ее стоимость [18]. Выявлены несколько аспектов злоупотребления менеджеров: использование ресурсов корпораций на личные нужды, краткосрочные интересы участия в инвестиционных проектах, увеличивающих размеры фирмы, но не обязательно повышающих ее стоимость. Акционеры, напротив, ориентированы на рост прибыли и выплату дивидендов.

³ Для общества с ограниченной ответственностью абсолютный контроль – не менее не менее 2/3 голосов [2].

⁴ Для общества с ограниченной ответственностью «блокирующее» число голосов составляет не менее 1/3 [2].

дендов, а также – на рост капитализации корпорации [6, 9]. Собственники, покупающие акции не для спекуляции, стремятся к экономии ресурсов и средств корпорации. Они нацелены на стратегическое развитие компании, долгосрочные проекты и получение максимально длительной отдачи. В работе [53] сделан вывод, что структура акционерного капитала влияет на стоимость фирмы, которая не привлекает заемный капитал. При сокращении доли менеджеров в структуре собственности управляющие стремятся к большему использованию средств компании на личные нужды. Увеличение их пакетов акций повышает их заинтересованность и положительно влияет на финансовые показатели. При наличии контроля со стороны акционеров менеджер может продать свою долю, которая оценивается ниже, чем при отсутствии этого контроля, исходя из стоимости компании в руках одного собственника. Стоимость компании при наличии корпоративного контроля выше, чем при его отсутствии, однако он эффективен до тех пор, пока не превысит выгоды от снижения злоупотреблений менеджеров. С одной стороны, с ростом доли менеджеров в структуре акционерного капитала, управляющие меньше используют ресурсы корпорации в личных интересах. Увеличение их доли способствует уменьшению вероятности недружественного поглощения. С другой – менеджеры в такой ситуации не боятся потерять работу, отлынивают от своей деятельности – возникает явление «окапывания». В ряде моделей влияния оппортунистического поведения менеджеров обоснована его непосредственная связь с величиной стоимости компании [46]. Для исследования влияния факторов собственности и измерения их вклада в показатели результативности компаний применяют модели регрессионного анализа и другие аналитические методы [11, 50, 53, 62]⁵.

Влияние различий собственности, в частности, типа собственника – инсайдеров, аутсайдеров, институциональных инвесторов – на стоимость компании изучается, как правило, с помощью показателя *Q* Тобина, который рассчитывается как отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости ее активов. П. Кузнецов и А. Муравьев выявили положительную зависимость:

- выручки, стоимости выпуска от доли частных акционеров;
- *Q* Тобина от доли иностранных акционеров;
- *U*-образную зависимость *Q* Тобина и рентабельности от концентрации собственности и определили, что доля государственной собственности приводит к ухудшению финансовых показателей [19].

Результаты регрессионного анализа в работе [57] выявили прямолинейную связь доли институциональных инвесторов с *Q* Тобина и *U*-образную зависимость стоимости фирмы от инсайдерской собственности. Небольшая их доля в акционерном капитале не приводит к существенному улучшению результатов, но при ее увеличении они более осведомлены о деятельности компании и заинтересованы в повышении ее стоимости, воздействуют на менеджеров и более рационально расходуют ресурсы.

В целом моделирование подтверждает гипотезу о положительном влиянии наделения менеджеров собственностью на стоимость компании. Так, выявлена по-

⁵ Различные выводы и результаты российских и зарубежных исследований обобщены в работе [15]. Некоторые российские модели исследования связи факторов собственности и результативности деятельности компании и результаты приведены в работе [16].

ложительная корреляция между свободными денежными потоками и леввериджем, менеджерской собственностью, стоимостью компании, объявлением о выпуске долговых обязательств и выкупе акций [64]. С целью минимизировать конфликты Р. Шульц (R. Schulz) предлагает увеличивать уровень долга.

Эмпирический анализ 60 российских корпораций, крупнейших по размеру капитализации, выполненный на основе регрессионных моделей, в целом подтверждает влияние структуры собственности на ключевые финансово-экономические показатели деятельности, однако выявлена не линейная, а *U*-образная зависимость [17], что осложняет оценку стоимости компании с учетом разных типов собственников⁶. Специфика российских компаний заключается в том, что менеджеры владеют или существенной долей собственности, или, наоборот, низкой. Исследование линейной модели не выявило существенной зависимости менеджерской собственности и стоимости корпораций, но обнаружена *U*-образная зависимость: снижение стоимости компании при увеличении собственности менеджеров до 40% акционерного капитала, а затем ее повышение. По результатам анализа, после превышения долей государства порога 40% начинается увеличение стоимости компании; ряд частных компаний с отсутствием государственной собственности также являются эффективными и успешными. Согласно теоретическим представлениям, институциональные акционеры способствуют повышению – как эффективности деятельности компании, так и ее стоимости. Расчеты показали, что небольшая доля их собственности не приводит к существенному улучшению результатов; с увеличением их доли стоимость растет: они более осведомлены о деятельности компании и более заинтересованы в повышении эффективности.

Таким образом, на основе реальных данных современных российских корпораций математически обоснована зависимость результативности от структуры собственности. Менеджерская собственность и доля институциональных акционеров способствуют увеличению стоимости компании; рентабельности акционерного капитала и производительности. Влияние государства как акционера неоднозначно: при невысокой доле собственности наблюдается отрицательное влияние на стоимость компании и на рентабельность активов, но крупные государственные компании с высокой капитализацией и существенной долей государства как акционера являются стабильными и эффективными. Эмпирически подтверждается, что при более высокой доле государственной собственности, стоимость увеличивается. То есть, полученные результаты, в целом, подтверждают гипотезы и выводы большинства исследователей.

Ряд исследований воздействия концентрации собственности показывает, что ее рост увеличивает рыночную стоимость фирмы [45]. Распыление акционерной собственности приводит к злоупотреблению менеджеров, чьи интересы не соответствуют интересам собственников-акционеров – максимизации прибыли [44]. Различная концентрация менеджерской собственности по-разному влияет на стоимость компании: увеличение доли менеджерской собственности до 10% способствует уменьшению вероятности поглощения, однако при этом из-за эффекта окапывания возможно снижение финансовых результатов [61].

⁶ В ряде исследований обсуждается отсутствие существенной связи между типом собственника и стоимостью компании [56, 65].



Рис. 5. Ключевые факторы влияния собственности на стоимость компании

Повышение доли их собственности свыше 25% благоприятно влияет на деятельность, поскольку цели менеджеров совпадают с интересами остальных акционеров – эффект «конвергенции интересов» [53]. При уровне собственности свыше 50% менеджеры обладают полным контролем над компанией.

По результатам российских и зарубежных исследований выделены ключевые факторы воздействия характеристик собственности на стоимость компании (рис. 5).

Распределение собственности, размеры пакетов акций, типы собственников существенно влияют на стоимость компании. Вместе с этим, оценки структуры капитала и его воздействия на стоимость компании часто не точны в условиях асимметрии информации; различий стадий жизненного цикла компаний, децентрализации собственности и отделения ее от контроля, различия интересов менеджеров-акционеров и акционеров-кредиторов. Отсутствие прямо пропорциональной зависимости также требует специальных исследований с целью определения способов внесения корректировок в первоначальную оценку стоимости. Требуются новые методы оценки, в которых делается акцент на агентские отношения и которые позволяют измерять изменения в стоимости компании в зависимости от концентрации собственности, от наличия контроля, от типов владельцев, от наличия и силы проявления агентских противоречий.

Мажоритарные пакеты акций

Премия за контроль, как правило, связана с покупкой/продажей мажоритарного пакета акций. Многие зарубежные исследователи отрицают необходимость и возможность корректировки стоимости контрольных пакетов с учетом недостаточной ликвидности. Мотивируют это тем, что такие оценки проводятся на базовом уровне стоимостной оценки компании, на котором полностью учтены воздействия всех экономических факторов, а затраты на реализацию бизнеса или контрольного интереса в нем, относятся к категории транзакционных издержек [59, р. 128-132].

Анализируя влияние факторов собственности, Ш. Прайт (Shannon Pratt) отмечает важность ряда особенностей источников премии за контроль, к примеру, влияния ключевого лица компании на повышение оценки ее стоимости [29, с. 226-228], а В. Рутгайзер приводит контрпример из российской практики моментального повышения капитализации «Газпрома» более чем в 1,7 раза, и роста премии за контроль, напротив, после ухода ключевой фигуры [33, с. 57-58]. Интересно, что при этом Ш. Прайт не придает значения воздействию конфликта интересов на размер премии (скидки): он считает (со ссылкой на Ивботсон), что различие интересов обладателей миноритарного и контрольного пакетов акций оказывает небольшое или не оказывает никакого влияния на стоимость капитала, мотивируя такой довод тем, что покупка компании рассматривается как потенциальная возможность контролировать будущие потоки, за которую и нужно уплатить премию, и это не должно влиять на ставку дисконтирования [29, гл. 15].

В процессах интеграции, также как в ряду других подобных обстоятельств принятия решений о приобретении интересующих активов, рост оценки бизнеса складывается под воздействием эффекта особой ценности, что проявляется, чаще всего, в металлургии (стратегия интеграции «РУСАЛа»), в нефтедобыче (приобретения «Роснефти» и др.). В этом случае значительная премия очевидна и, видимо, можно говорить о появлении не только синергетического, но стратегического эффекта до получения 100%-го контроля (капитализация упомянутых корпораций резко выросла после интеграционных сделок).

Тем не менее, существуют факторы, влияющие на скидку для контрольных пакетов акций (отрицательная премия за контроль), что обуславливает необходимость корректировки в следующих случаях:

- затраты на подготовку и осуществление сделки;
- неопределенность временного горизонта осуществления сделки;
- риски, сопряженные с конечной ценой продажи и (или) с возможной отсрочкой получения выручки от сделки и др.

Миноритарные акционеры

Скидка за недостаток контроля (discount for lack of control, **DLOC**) количественно характеризует уровень дополнительного риска, принимаемого миноритарным акционером. По Д.Р. Хитчнеру [39], она равна скидке с миноритарной доли акций (minority interest discount, **MID**) (в литературе [27, 28 и др.] ее нередко называют отрицательной премией).

Миноритарные пакеты акций закрытых компаний особо нуждаются в корректировке оценки стоимости компании, поскольку в этом случае наблюдается отсутствие заметного влияния рыночного фактора. Доли собственности в таких компаниях наименее реализуемы, поэтому пакет акций стоит меньше, чем аналогичной открытой компании. Акционер миноритарного пакета в случае продажи своих акций обязан предложить их компании, что увеличивает дисконт в оценке ее стоимости: у таких пакетов, как правило, наибольшая скидка за неликвидность.

Ликвидность акций миноритариев для открытых компаний является критерием, характеризующим отсутствие дискриминации и наличие контроля по обеспечению выплат. Как отмечает ряд специалистов, в случае проявления дискриминации со стороны менеджмента или крупных акционеров, держатели небольшого пакета акций будут продавать их, что приведет к снижению котировок компаний и даже к возможности поглощения [5]. Таким образом, рыночное влияние на стоимость также ощутимо, но его воздействия нельзя считать закономерным явлением.

Вместе с этим, полномочия миноритарных собственников в ряде случаев исполняют роль «маятника» в голосовании (в частности, в условиях конфликта интересов равных по силе полномочий групп акционеров), что обуславливает солидную премию за такой малый, но решающий пакет акций, по сравнению с обычной рыночной стоимостью миноритарного пакета [32, п. 815.12, с. 284; 33, с. 53-54].

Обобщая определение факторов надбавки (скидки) в оценке стоимости, целесообразно оперировать понятием «ценность актива (акции)», которая в каждом конкретном случае зависит от сочетания качественных и количественных характеристик продаваемого предприятия. Представление о ценности является малоизученным, но актуальным вопросом оценивания, поскольку оно может существенно менять измерение стоимости имущества, бизнеса или отдельной акции. Известные разработки проблемы ценности [10, 31] дают основание пересмотреть некоторые подходы к моделям премий и скидок с учетом структуры капитала и интересов собственников.

Таким образом, корректировки следует выполнять в зависимости от конкретных условий и особенностей оцениваемой компании, и прежде всего определять, были ли учтены факторы ликвидности и собственности в базовой оценке стоимости.

МЕТОДЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ДИАПАЗОНА КОРРЕКТИРОВКИ (СКИДКИ) ЗА НЕЛИКВИДНОСТЬ С УЧЕТОМ ФАКТОРОВ СОБСТВЕННОСТИ

В общем случае корректировка предполагает альтернативу: повышение оценки стоимости компании за

высокую ликвидность или уменьшение – в противном случае.

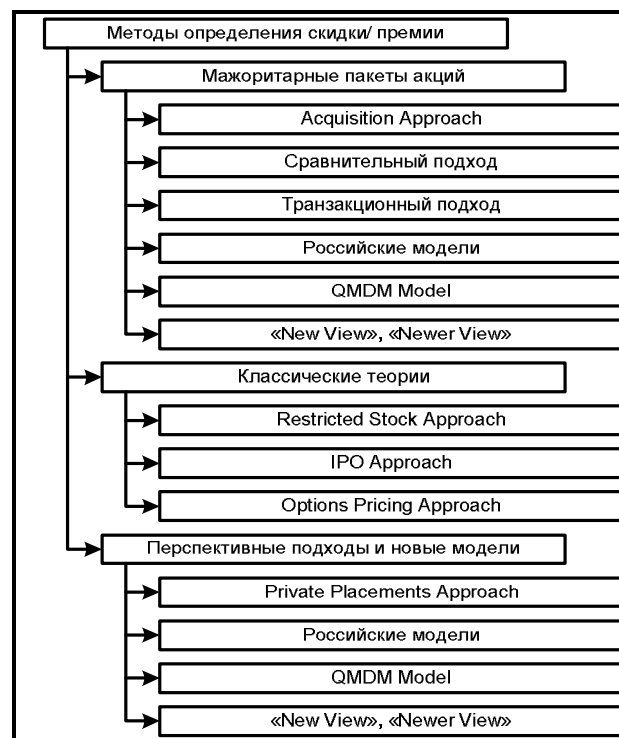


Рис. 6. Методы корректировки стоимости компании с учетом ликвидности и факторов собственности⁷

В настоящее время для внесения корректировок, как правило, используются результаты зарубежных статистических исследований, которые не могут достоверно оценить диапазон скидки или премии за ликвидность для российских компаний в силу относительной несопоставимости информации (в частности, для сопоставления цены продажи акций до начала торгов на бирже и после него), а также – национальных особенностей рыночного регулирования (к примеру, в США практикуют ограничение на продажу акций). В российской практике определения размера корректировок оценщики продолжают использовать либо данные Mergerstat, либо экспертные оценки. Использование среднеотраслевых значений премий и скидок не позволяет учесть особенности компании, но позволяет определить диапазон корректировки. В связи с этим с целью определения допустимого диапазона поправок важно выявить существенные факторы и в каждом конкретном случае согласовывать выводы и результаты, полученные в российских и зарубежных статистических исследованиях.

Многообразие методов оценки предоставляет достаточный материал для аналитического исследования (рис. 6).

А. Миноритарный пакет

1. Сделки с ограничениями (restricted stock approach)

Скидки за недостаток ликвидности определяются по сделкам с акциями публичных компаний, ограниченными в обороте, по сравнению с котируемыми акция-

⁷ Источник: составлено на основе [36] и других российских и зарубежных публикаций.

ми. Ограниченные к продаже акции соответствуют таким же свободно обращающимся акциям с учетом того, что они не могут быть проданы в некоторый период. Несмотря на то, что такие акции не могут быть реализованы на открытом рынке, они могут быть проданы в частных сделках. В таких случаях скидка за неликвидность определяется как разница между котировкой акции, которая ограничена в обращении, и котировкой акций аналогичной компании (табл. 1).

Таблица 1

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЙ СКИДОК НА НЕЛИКВИДНОСТЬ НА ОСНОВЕ АНАЛИЗА СДЕЛОК С АКЦИЯМИ, ОГРАНИЧЕННЫМИ В ОБРАЩЕНИИ (RESTRICTED STOCK)⁸

Исследование	Число наблюдений	Медианные значения	Средние значения	Стандартное отклонение	Диапазон значений	
					Мин.	Мак.
SEC Institutional Investor Study	398	24%	26%	-	-15%	80%
Gelman Study	89	33%	33%	-	Менее 15%	Более 40%
Moroney Study	146	34%	35%	18%	-30%	90%
Maher Study	34	33%	35%	18%	3%	76%
Trout Study	60	-	34%	-	-	-
Stryker/Pittcock study	28	45%	-	-	7%	91%
Willamette Management Association	33	31%	-	-	-	-
Silber Study	69	-	34%	24%	-13%	84%
Hall/Pollack Study	100+	-	23%	-	-	-
Среднее		33%	31,4%	-	-	-

Такой метод предполагает получение усредненной скидки за неликвидность. Кроме того, акции с ограничениями по продаже могут выпускать только публичные компании, что подразумевает наступление события ликвидности. Также полученные результаты характеризует некоторые риски компании. На размеры получаемой разницы влияет не только отсутствие ликвидности, но и прочие факторы. Таким образом, применение данного подхода приводит к завышенным, не всегда корректным результатам. Значительная вариация результатов исследований и высокий диапазон оценок, полученных таким способом, подтверждают ограниченность метода.

2. Исследование акций с ограничениями в рамках частных размещений (private placements approach)

Этот способ определения скидки развивает подход к сделкам с ограничениями (restricted stock approach) на основе оценки скидки, понимаемой здесь как разница цен на акции без ограничений и с ограничениями при одинаковых способах их размещения.

3. Исследования акций до и после первичного размещения (IPO approach)

Скидка определяется как разница цен, которые устанавливаются на акции компании при частном размещении за пять месяцев до публичного размещения и

цены, предлагаемой при публичном размещении (IPO). Данные по ценам первичного размещения взяты из регистрационных форм ценных бумаг. Размер корректировки составляет:

$$Discount = \frac{P/E_{ipo} - P/E_{private}}{P/E_{ipo}}$$

У молодых компаний, подверженных риску, скидки за недостаточную ликвидность были выше. Средняя и медиана составили 54% [49]. Однако следует учитывать, какая цена принимается при первичном размещении. Зачастую цена оказывается ниже, чем в последующих сделках по продаже акций, то есть, цена акций при первичном размещении недооценивается (underpricing) из-за различий процедуры первичного размещения и выбора цены, появления асимметрии информации. Тогда использование такой цены при определении скидки за неликвидность искажает результаты. Недооценка IPO выявляется как процентное соотношение котировки закрытия в первый день торгов и цены первичного размещения. В целях более адекватного количественного определения скидки за неликвидность представляется обоснованным выбрать цены в первые дни торгов и сравнивать с частным размещением, однако в исследовании [49] использовались именно те цены, по которым акции первоначально предлагались к продаже. Вместе с этим, сделки, совершенные до IPO, как правило, имеют характер неформального сотрудничества. При этом цены акций в первые торговые дни после IPO отображают повышенную стоимость компаний, которые проводили процедуры по первичному размещению. В таких случаях скидка может отражать не отсутствие ликвидности, а плату за различные услуги и факторы роста при выходе на IPO: компании, выходящие на IPO, планируют получить выгоду от размещения, поэтому имеют хорошие показатели и перспективы.

Ряд российских авторов соглашается с тем, что оценки **DLOM** следует устанавливать на основе эмпирических исследований, в частности, как это отмечается американскими исследователями [49], которые фиксируют значение на уровне 44-47%, по данным за последние 20 лет [33, с. 65]. При этом сроки проведения IPO более чем вдвое изменяют значения **DLOM**:

- 77% – за 2 года до проведения IPO;
- 32% – за 3 месяца до IPO [28].

4. Метод опционов (Options Pricing Approach)

Опцион рассматривается как контракт, предоставляющий покупателю право купить (call) или продать (put) определенное количество актива по фиксированной на момент его заключения цене [7]. В связи с этим в основе подхода к определению скидки в концепции опционов – его главный атрибут: фиксированная цена исполнения (страйк), по которой заключено соглашение о сделке, что создает естественные ограничения для продажи оцениваемого актива. В связи с этим наличие опционного соглашения put существенно снижает текущую ликвидность компании. Наряду с этим, согласно концепции опционов, размер скидки складывается также под влиянием ряда других рыночных факторов (рис. 7).

Скидка определяется между возможной выгодной ценой продажи в течение временного периода ограничений на продажу акций и стоимостью пакета акций после окончания ограничений. Введенные предполо-

⁸ Источник: [59, p. 263].

жения о непрерывности торговли пакетов акций предполагают продажу по максимально возможной цене в отсутствие ограничений. Таким образом, значения скидки как разницы цен представляют верхнюю, то есть, максимально возможную границу скидки.

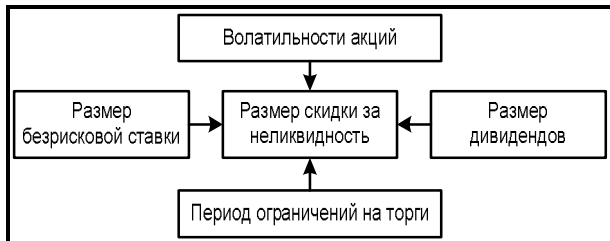


Рис. 7. Факторы скидки в концепции опционов

По результатам построенной зависимости от времени ограничения на продажу, волатильности акций, дивидендов, безрисковой ставки, скидка составила:

- 20,13% – в случае учета цены за день до сделки и цены размещения;
- 18,41% – в случае учета цены за 10 дней до сделки [52].

5. Количественная модель К. Мерсера расчета скидки за недостаток ликвидности (quantitative marketability discount model, QMDM)

Согласно наиболее перспективным подходам, корректировки выполняются на основе оценки предполагаемого денежного потока, который может быть получен миноритарным акционером. Скидка или премия за ликвидность определяется путем сравнения разницы между ценой продажи и ценой покупки акций. Количественная модель К. Мерсера (Christopher Mercer) расчета скидки за недостаточную ликвидность помогает оценить стоимость неликвидного миноритарного пакета акций на основе анализа стоимостных показателей – доходности инвестиций (ставка дисконтирования) [59].

В модель включены элементы:

- темп роста стоимости компании (прогнозируемый годовой темп роста);
- ожидаемый период владения активом определяется в зависимости от ряда условий:
 - наличия сделок с акциями на фондовом рынке;
 - типа компании (открытая или закрытая);

- периода ожидаемой ликвидности акций (перспективы ликвидности);
- требуемая ставка доходности определяется как ставка дисконтирования для денежных потоков на миноритарном неликвидном уровне.

В теории интегрированной оценки стоимости бизнеса, развиваемой К. Мерсером, предполагается, что традиционная модель оценки стоимости компании не является адекватной в силу торговли акций на контрольном, а не на миноритарном уровне, что снимает вопрос о премии за контроль. Другими словами, если миноритарии закрытого акционерного общества не будут получать доход от акций до проведения первичного размещения акций или продажи компании, то стоимость их акций в настоящее время не пропорциональна доле стоимости всех денежных потоков, создаваемых бизнесом.

Модель QMDM учитывает возможность наступления события ликвидности в будущем и стоимость неликвидного миноритарного пакета акций. К примеру, стоимость компании составляет 10 млн. долл., доля миноритарного пакета – 10%, через 15 лет предполагается проведение IPO, темп роста – 4%, альтернативная ставка вложений – 12%. Тогда будущая стоимость компании составит: $10 * (1 + 0,04)^{15} = 18$ млн. долл. Будущая стоимость миноритарного пакета, составляющего 10%, будет равна 1,8 млн. долл. Текущая стоимость акций миноритариев с учетом альтернативной ставки:

$$PV = FV / (1 + r)^n;$$

$$PV = 1,8 / (1 + 0,12)^{15} = 0,3288 \text{ млн. долл.}$$

Для определения скидки на недостаток ликвидности К. Мерсер предлагает сравнить полученное значение с долей, пропорциональной стоимости компании в настоящее время: $(1 - 0,33) / 1 = 0,67$, то есть 67%. Следовательно, при оценивании стоимости компании сначала нужно найти текущую стоимость в условиях ликвидности, а затем оценить стоимость миноритарного неликвидного пакета. Таким образом, в настоящее время стоимость миноритарного неликвидного пакета соответствует капитализированному значению будущих потоков на данный пакет акций у миноритария.

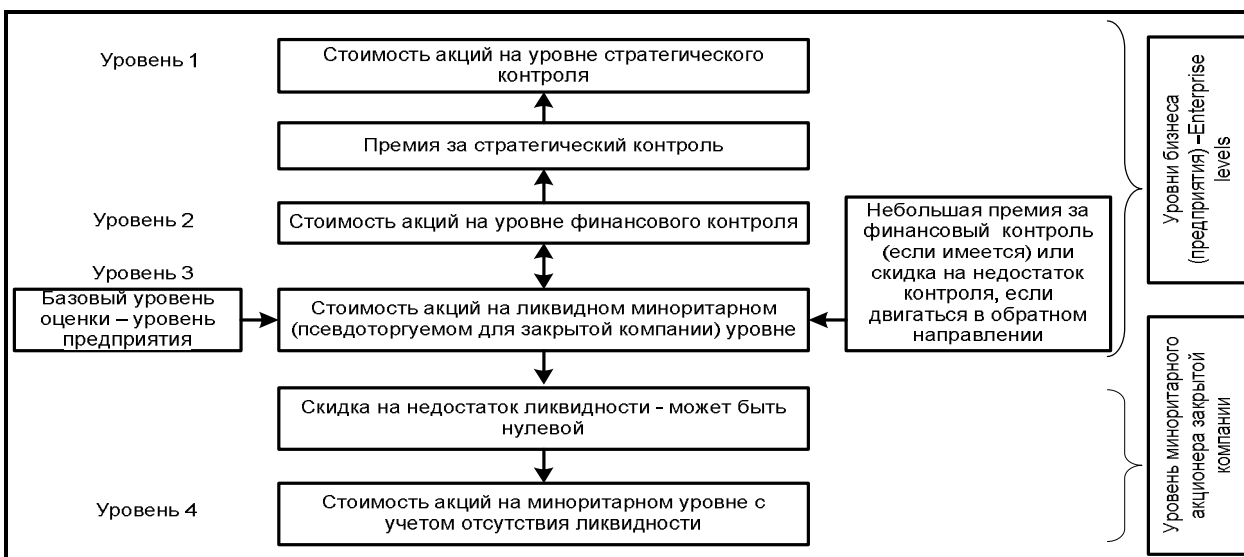


Рис. 8. Схема четырехуровневой стоимости закрытой компании [59]

В развитие модели **QMDM** К. Мерсер расширил схему многоуровневой корректировки стоимости компании (рис. 8). В случае если миноритарий закрытой компании уверен, что он будет получать денежные выплаты, пропорциональные своему пакету акций, то 4-й уровень относится на 3-й. Интегрированная теория не предусматривает скидки на неликвидность контрольного пакета, так как уровень стоимости, на котором расположен такой пакет (2-й или 3-й), относится к уровням стоимости компании в целом. Ликвидность акций миноритариев для открытых компаний является критерием контроля со стороны рынка по обеспечению выплат и недискриминации [5].

Рассмотренный подход представляется наиболее обоснованным для оценивания неликвидности, поскольку он более достоверно учитывает воздействие факторов: индивидуальные характеристики инвестора (требуемая доходность) и компании (ожидаемый темп роста, выплаты дивидендов).

На основе расчетов модели **QMDM** выявлен диапазон корректировок в России с учетом темпа роста, ставки дисконтирования, характеристик собственности и количества лет владения (табл. 2).

Таблица 2

СКИДКИ ЗА НЕДОСТАТОК ЛИКВИДНОСТИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СРОКОВ ВЛАДЕНИЯ И СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ, % (ФРАГМЕНТ)⁹

Ставка дисконтирования, %	Период владения акциями, лет		
	0,5	3	5
12	4	23	36
20	8	38	55
30	11	51	70

6. Новые способы оценивания скидки за неликвидность: российские модели, подходы Ю. Козыря

Наряду с зарубежными исследованиями проблемы влияния ликвидности на стоимость компании, в российской научной литературе предложены достаточно обоснованные результаты и теоретические разработки в развитии способов количественной оценки скидки/ премии за ликвидность. Один из подходов базируется на сравнении биржевых и внебиржевых цен [13].

6.1. Определение скидки за неликвидность акций, обращающихся на внебиржевом и биржевом рынках (с большей ликвидностью)

Стоимость внебиржевой акции:

$$P_e = \frac{P_6 * (\Delta t_{зб} + \Delta t_{оф})}{(1 + y) * T}$$

где

P_e – цена «внебиржевой» акции (пакета акций);

P_6 – цена «биржевой» акции (пакета акций);

y – среднерыночная доходность вложений в подобные акции за единицу времени;

T – период времени, к которому привязана ставка доходности;

$t_{зб}$ – время экспозиции «биржевой» акции (пакета акций);

$t_{оф}$ – время оформления сделки с биржевыми акциями.

Скидка **DLOM** определяется, в зависимости от соотношения биржевых и внебиржевых цен:

$$DLOM = \frac{P_6 - P_e}{P_6} = 1 - \frac{\Delta t_{зб} + \Delta t_{оф}}{(1 + y) * T}$$

6.2. Определение оценки инвестиционной стоимости ликвидности актива

В основе подхода к оценке скидки [13] – представление о взаимосвязи различий ликвидности активов и доходности инвестиционных проектов. Вводится понятие «издержек ликвидности», которые появляются в результате различий активов. Такой способ корректировки более всего пригоден в инвестиционных целях – когда к объекту оценки применяется стандарт его инвестиционной стоимости. Скидка определяется как разность издержек ликвидности – более ликвидных акций (постоянные издержки при вложении более ликвидных акций в проект; время конвертации более ликвидных акций) и менее ликвидных акций. (При этом к предыдущим издержкам прибавляется превышение спреда котировок неликвидных акций над спредом котировок ликвидных акций; постоянные издержки при продаже неликвидных акций; среднее время продажи неликвидных акций с момента выставления котировки или предложения на продажу до момента поступления предложения на покупку.) Величина скидки Δ_H показывает, насколько относительная стоимость ликвидных акций должна превосходить относительную стоимость неликвидных акций:

$$DLOM = \frac{L_{nl} - L_l}{L_{nl} * L_l}$$

где

L_l – «издержки ликвидности» ликвидных акций:

$$L_l = 1 + P_1 \left[\left(1 + \frac{S_0}{C} \right) \left(1 + \frac{i_x t_0}{T} \right) - 1 \right];$$

L_{nl} – «издержки ликвидности» неликвидных акций:

$$L_{nl} = 1 + P_1 \left[\left(1 + \frac{S_0}{C} \right) \left(1 + \frac{i_x T_0}{T} \right) \left(1 + S_b + \frac{S_{b0}}{C} \right) * \left(1 + \frac{(M * i_x - i_b) \left(\frac{\tau}{T} \right)}{P_2(\tau)} \right) - 1 \right]$$

где

S_b – превышение спреда котировок неликвидных акций над спредом котировок ликвидных акций, $0 \leq S_b \leq 1$;

S_{b0} – постоянные издержки при продаже неликвидных акций, руб.;

S_0 – постоянные издержки при вложении более ликвидных акций в проект X , руб.;

C – абсолютная величина размера активов, участвующих в конвертации, руб.;

S_0 / C – постоянная составляющая издержек инвестирования ликвидных акций на сумму C , выраженная в относительной форме, $0 \leq S_0 / C \leq 1$;

S_{b0} / C – постоянная составляющая издержек продажи неликвидных ценных бумаг на сумму C , выраженная в относительной форме, $0 \leq S_{b0} / C \leq 1$;

t_0 – административное время, требуемое для конвертации более ликвидных акций в проект X ;

τ – среднее время продажи неликвидных акций с момента выставления котировки или предложения на

⁹ Источник: [38].

продажу до момента поступления предложения на покупку (или фактической сделки);

T – период времени, к которому привязаны ставки доходности: один год или 365 дней – в зависимости от измерения ставок доходности i_b и i_x , а также – времени t_0 , которые могут быть выражены в годовом или в дневном исчислении (к примеру, если ставки измеряются в годовых процентах, а τ и t_0 выражены в долях года, то $T = 1$ год);

M – фактор масштаба, отражающий степень нарастания потерь за время реализации неликвидных акций (τ или $(\tau + t_0)$): если своевременно не конвертировать (конвертировать с задержкой) неликвидные акции стоимостью S , генерирующие доходность i_b , то потери в основном бизнесе с рентабельностью i_x составят: $M * C$;

P_1 – вероятность возникновения необходимости конвертации за расчетный интервал времени, равный ожидаемому времени хранения актива T_0 в соответствующей форме (в ликвидных или неликвидных акциях), $0 \leq P_1 \leq 1$;

$P_2(\tau)$ – вероятность продажи неликвидных акций за время τ без снижения существующих котировок, $\tau \geq t_{ANC}$, $0 < P_2 \leq 1$;

i_x – процентная ставка доходности проекта X (в процентах или в долях единицы).

В результате более точного измерения воздействий факторов, чем в других подходах, модельные расчеты обеспечивают получение более корректной оценки стоимости конкретных пакетов акций. Вместе с этим, повышенные требования к информационному обеспечению процедуры оценки, а также большой объем расчетов параметров модели, в отличие от стандартных экспертных оценок, ограничивают применение такого метода в ежедневной оценочной практике.

Влияние информационного фактора вызывает необходимость в специальных процедурах анализа чувствительности результатов к качеству и количеству информации. Такая задача особо актуальна, начиная с 3-го и даже со 2-го уровня оценки стоимости, в связи с применением не наблюдаемых данных: именно они заметно меняют конечный результат после завершения корректировки. Ввиду важности проблемы, как сообщает [42], Американский Совет по стандартам финансовой отчетности (FASB) планирует внести ряд новых требований к стандартам оценки по справедливой стоимости, в частности, раскрытие информации (в отчете) о чувствительности измерений по отношению к данным, на основе которых они производятся. В условиях нестационарной российской экономики, тем более, важно применять адекватные инструменты для учета информационной неопределенности, в том числе, инфляции [34].

Б. Контрольный пакет

Скидка за недостаток ликвидности определяется по данным о затратах на первичное размещение или продажу предприятия, а также как выпуск новых акций. Ряд российских авторов [38] предполагают, что такие издержки в РФ мало отличаются от издержек зарубежных компаний и составляют в среднем 10-20%.

Для крупных долей акционерной собственности, как и для миноритарных пакетов, применяется количественная модель **QMDM** расчета скидки за недостаток ликвидности. Используются следующие факторы: ставка дискон-

тирования, срок наступления ликвидности – период, связанный с поиском покупателя и осуществлением сделки. Для наиболее ликвидных пакетов такой срок с учетом процедур составит не менее шести месяцев.

По оценкам [38], скидка за недостаток ликвидности для контрольных пакетов акций предприятий в российских условиях составляет 5-20%.

Ряд исследователей обосновывают другие способы определения скидок за неликвидность контрольного пакета акций, применимые как для открытых, так и для закрытых компаний [55]. К примеру, оценивается стоимость регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок. Такие расходы исчисляются в процентном отношении к стоимости выпускаемых акций, причем, в случае закрытых компаний, эти затраты рассматриваются как гипотетические: каковыми были бы расходы, если бы произошла эмиссия.

Согласно подходу *acquisition approach* [55], для каждого поглощения закрытой компании выявляется поглощение сопоставимой компании, торгуемой на открытом рынке. Основным критерий подбора, как правило, объем выручки. Далее рассчитываются и сравниваются коэффициенты:

- $\text{enterprise value} / \text{EBIT}$ – среднее значение скидки 28,26%
- $\text{enterprise value} / \text{EBITDA}$ – 20,39%.

Ограниченность такого способа оценивания связана с тем, что финансовые показатели публичных компаний более высокие, что искажает определение скидки за неликвидность.

В общем случае, премия за контроль P связана со скидкой за его недостаток $DLOC$ на основе формулы [32]:

$$P = \frac{DLOC}{1 - DLOC}.$$

Как правило, в качестве премии за контроль принимают медианные значения; В.М. Рутгайзер считает подходящим характеристики средних значений [33, с. 56], хотя соглашается с Ш. Праттом и другими авторами [28, 32], что корректировочные поправки зависят от конкретных обстоятельств.

Новый и новейший взгляды

Д.Р. Хитчера («new view», «newer view»)

В работе [39] предложен новый подход к оценочной схеме уровней стоимости с разделительным рубежом в размере контрольного пакета.

Новая схема

Новая схема: четыре уровня стоимости по Хитчеру:

- синергетическая или инвестиционная (investment) стоимость (стоимость поглощения, acquisition);
- контрольная автономная стоимость (control standalone value);
- стоимость миноритарной доли, как если бы она свободно торговалась (as if traded minority interest value);
- стоимость миноритарной доли с учетом недостаточной ликвидности (nonmarketable minority interest value).

Для определения размеров скидок **DLOC** и **DLOM** выделено несколько уровней стоимости на акции (доли) компании: 51%-й акционерный пакет (доля) представляет интересы мажоритариев, меньшая доля – миноритариев. Линия 50%-го пакета (доли) представляет границу ликвидной стоимости миноритарной доли, и именно с нее начинается прибавка премии за контроль. Напротив, в случае меньшего размера пакета (ниже ли-

нии 50%) начинается уменьшение оценки за снижение ликвидности, и самый нижний уровень стоимости, представляющий чисто миноритарные интересы и соответствующий неликвидной миноритарной доле, определяется путем вычета скидки **DLOM**. Логика подхода такова: существенные факторы влияния на размер премии за контроль связаны с размером доли собственности, которая определяет возможность принятия значимых управленческих решений (ликвидация, слияние, реструктуризация, др.), а также обеспечения контроля или иного воздействия на совет директоров. В зависимости от доли собственности анализируются возможности влияния акционеров на принятие решений, ранжированные по силе влияния от единицы до тринадцати, как это предложено Симпсоном¹⁰. Для расчетов ввиду недостатка эмпирических данных Д.Р. Хитчнер рекомендует использовать данные Mergerstat для различных площадок.

В развитие подхода в работе [39, 2008] изложен «новый взгляд» на уровни стоимости («newer view»)/

Новейшая схема

Новейшая схема: пять уровней стоимости по Хитчнеру:

- контрольная стратегическая стоимость (публичная или закрытая компания, public or private company);
- автономная ликвидная миноритарная (контрольная) доля собственности (публичная компания);
- контрольная (ликвидная) доля собственности (закрытая компания);
- автономная (ликвидная) доля собственности (закрытая компания);
- миноритарная неликвидная доля собственности (закрытая компания).

Согласно новейшей схеме, вначале определяется оценка стоимости либо миноритарной доли собственности, либо ее ликвидной контрольной доли, а затем она корректируется на основе расчетов **DLOC (MID)** и **DLOM**, в зависимости от открытости компании.

Таким образом, следует начать оценку с той доли собственности (миноритарной или мажоритарной), которая интересует оценщика и соответствует его задачам. Рекомендуемая последовательность корректировки сокращает операции, снижает возможные ошибки и неточности, повышает обоснованность результата оценки.

Представляется, что пограничные линии в модели Д.Р. Хитчнера только с известной долей условности указывают на переход к повышению или снижению стоимости в связи с изменением ликвидности и силы контроля. В каждом конкретном случае «точки перелома» стоимости будут свои, здесь нет универсальных траекторий. Вместе с этим известны несколько иные закономерности, основанные на выводах большинства исследователей и авторских расчетах. Упомянутые выше результаты регрессионного анализа связи стоимости крупных российских корпораций («голубых фишек») и структуры капитала определяют не линейную, а **U**-образную зависимость и ряд общих для различных компаний критических точек влияния качественных и количественных признаков собственности: чаще всего, 40% капитала – критическая доля для менеджерской, государственной и иностранной собственности [17].

ПРОЦЕДУРЫ ПРИМЕНЕНИЯ КОРРЕКТИРОВОК СТОИМОСТИ С УЧЕТОМ СКИДОК И ПРЕМИЙ

После определения диапазона поправок с учетом ликвидности и характеристик собственников оцениваемых активов следует скорректировать первоначальную оценку на размер полученных значений премии/дисконта. Дополнительно требуется определить специфические особенности компании:

- ограничения продажи акций – котированность акций;
- особенности структуры собственности компании;
- перспективы входа на рынок и выхода из бизнеса;
- уровень и сроки выплаты дивидендов;
- показатели финансового состояния и потенциала предприятия;
- виды деятельности, порядок налогообложения и состояние ликвидности.

Для корректирующей поправки эксперты проводят оценку по каждому параметру, затем рассчитывается среднее арифметическое значение.

Для корректировки недостаточной ликвидности акций применяется несколько способов:

- увеличенная общая ставка дисконта;
- рассчитанная отдельно скидка за низкую ликвидность;
- скидка, учтенная в результате корректировки за риск.

Применение поправок мультипликативно.

Корректировка стоимости компании с миноритарным пакетом акций:

$$V_{a1} = w_a * [(V - NOA) * (1 + P) * (1 - DL0M) * (1 - Others)].$$

Корректировка стоимости компании с мажоритарным пакетом акций:

$$V_{a2} = w_a * [(V - NOA) * (1 + P) * (1 - DL0M) * (1 - Others) + NOA * (1 - DL0M) * (1 - Others)],$$

- где
- w_a – удельный вес пакета акций;
 - V – общая стоимость компании или актива (оцененная как полностью мажоритарный пакет);
 - NOA – стоимость неоперационных активов;
 - P – премия за контроль;
 - $DL0M$ – скидка за ликвидность;
 - $Others$ – скидка за прочие особенности объекта и специфические факторы влияния.

Синергетическая и стратегическая премии Ш. Пратта

На верхнем уровне корректировки стоимости Ш. Пратт использует понятие синергетической (стратегической) премии, которая появляется при условии приобретения 100% акций компании [29] (полное поглощение, или присоединение – по российскому законодательству). Введение такой категории связано с особым пониманием Ш. Пратта сущности оценивания: он заменяет оценку по справедливой рыночной стоимости оценкой по инвестиционной стоимости (для конкретного покупателя и продавца). Отсюда следует, что такая премия измеряет выгоды для особых покупателей при полном поглощении. Диапазон экспертных оценок синергетической премии за полное поглощение, по его мнению, составляет от 5,3% до 17,6%, так как синергетический эффект не является автоматическим следствием, он может появ-

¹⁰ Здесь Д.Р. Хитчнер использовал работу [65].

виться, но может – и нет; для этого нужна реструктуризация [29, с. 97-98]. Важнейший теоретический вывод исследований Ш. Пратта в том, что обосновано принципиальное различие категорий стратегической и синергетической премии за полный контроль: стратегическая премия – более общая категория в корректировке стоимости.

Экспертные оценки для скидок и премий

Ввиду недостатка эмпирических исследований по определению размера премий (скидок) Ш. Пратт предлагает применять следующие экспертные оценки [28, 29]:

- 5-15% – скидка за отсутствие контроля;
- 40% – скидка за недостаток ликвидности;
- 30% – скидка за миноритарный пакет (отрицательная премия);
- 42,9% – премия за контрольный пакет;
- 20% – премия за 100%-й пакет (поглощение – присоединение).

В фундаментальном труде А. Дамодарана [8] приведен немногим более узкий диапазон премий: 20-38%.

Отраслевые различия в размерах поправок, как показано на примере США со ссылкой на источники Mergerstat [28], связаны с зависимостью рыночного позиционирования компаний, во-первых, от темпов развития отрасли (поэтому в 2000 г. размеры премии за контроль к стоимости миноритарного пакета в электронике и в IT были выше, чем в среднем, по промышленности США: соответственно, 66,4%; 57,8% и 48,9%); во-вторых, от концентрации производства (поэтому в 2000 г. в США размеры премии за контроль к стоимости миноритарного пакета в оптовой торговле были заметно выше, чем в текстильной промышленности: соответственно, 62,6% и 31,0%).

Основные положения о корректировке стоимости в РФ

В РФ официально предусмотрена возможность корректировки рыночной стоимости акций, в частности, в случае их выкупа [1, ст. 76], однако без дополнительной детализации способов определения стоимости (кроме сравнительных) и, тем более, способов корректировки¹¹. Таким образом, в качестве оценок стоимо-

¹¹ В основе – следующие общие предписания: 1) в случае биржевой котировки – «для определения цены размещения ценных бумаг, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно опубликовываются в печати, привлечение независимого оценщика необязательно, а для определения рыночной стоимости таких ценных бумаг должна быть принята во внимание эта цена» [1, ст. 77, п. 2]; 2) цена приобретения добровольно предложенных 30% ценных бумаг должна быть единая, если указан порядок определения их цены [1, ст. 84.1]; 3) в случае обязательного предложения ценных бумаг (превышающих контрольный пакет), денежная оценка «должна быть не выше средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организаторов торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в открытое общество, а если ценные бумаги не обращаются ... или обращаются ... менее чем шесть месяцев, - не выше их рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком» [1, ст. 84.2]; 4) в случае обязательного выкупа ценных бумаг лицом, которое приобрело 95% акций открытых акционерных обществ, выкуп осуществляется по цене, определенной аналогично предыдущему случаю; «при этом указанная цена не может быть ниже: цены, по которой такие ценные бумаги приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо ... стало владельцем более 95 процентов общего количества акций открытого общества, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам; наибольшей цены, по которой лицо ... или его аффилированные ли-

сти в РФ официально утверждаются в основном средние котировки.

В соответствии с полномочиями собственников по Федеральному закону «Об акционерных обществах» [1] и в некотором несоответствии эмпирическим оценкам точек изменения стоимости в зависимости от структуры капитала, полученным большинством исследователей в результате регрессионного анализа, российское законодательство утверждает границы прав и контроля и определяет размер поправочных коэффициентов к нормативной цене¹², отражающих степень влияния акционера на принятие решений в зависимости от структуры капитала открытых акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью (табл. 3) [4, ст. 4, 5, Приложение].

Таблица 3

ОФИЦИАЛЬНЫЕ ПОПРАВОЧНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ КОНТРОЛЯ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ОТКРЫТЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ И ОБЩЕСТВ С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ В РФ¹³

Общество с ограниченной ответственностью		Открытое акционерное общество	
Доля в уставном капитале, %	Значения коэффициентов контроля	Доля акций в уставном капитале	Значения коэффициентов контроля
75-100	1	75-100%	1
50-75	0,9	от 50% + 1 акция до 75% – 1 акция	0,9
25-50	0,8	от 25%+ 1 акция до 50%	0,8
10-25	0,7	10-25%	0,7
До 10	0,6	От 1 акции до 10% – 1 акция	0,6
Коэффициент специального права	0,8	«Золотая акция»	0,8

Законодательно введено новое понятие нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества – это минимальная цена, по которой возможно отчуждение этого имущества и которая определяется в соответствии с настоящими Правилами. Вместе с этим, ввиду существенных различий между открытыми акционерными обществами и обществами с ограниченной ответственностью для оценки стоимости, представляется необоснованным уравнивать утвержденные поправочные коэффициенты за контроль для обоих обществ.

На основе распределения полномочий акционеров по российскому законодательству и с применением сравнительного подхода и количественных оценок премии за контроль, по данным США, в работе [33] выведены обобщенные оценки корректирующих поправок с учетом отраслевых особенностей (табл. 4). Для расчетов сделано предположение о размерах оценок премий в от-

ца приобрели, либо обязались приобрести эти ценные бумаги после истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения ..., в результате которого лицо ... стало владельцем более 95 процентов общего количества акций открытого общества...» [1, ст. 84.7].

¹² Они получены экспертным путем.

¹³ Источник: составлено на основании [7, ст. 4, 5, Приложение].

расли связи и текстильной промышленности на уровне 60% и 30% соответственно.

Таблица 4

КОРРЕКТИРОВОЧНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ С УЧЕТОМ ОТРАСЛЕВЫХ РАЗЛИЧИЙ¹⁴

Размер пакета, %	Премии за контроль в разных пакетах, %	Премии за контроль к цене 1 акции в миноритарном пакете, %	
		Связь	Текстильная промышленность
100	80	48	24
Более 75	100	60	30
Более 50, но менее 75	70	42	21
Более 25, но менее 50	50	30	15
От 10 и более, но менее 25	30	18	9

В реальной практике оценки рыночной стоимости пакета 25% и одной акции конкретной компании ОАО «Связьинвест» [33] применено дисконтирование потоков со ставкой 18% и корректировка с помощью мультипликатора, равного отношению выручки к капитализации, по зарубежным аналогам составившему 0,7.

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ КОРРЕКТИРОВКИ СТОИМОСТИ

Для обоснования количественных поправок к оценке стоимости требуется: определить сущность экономических категорий стоимости, премии, скидки, познать их генезис, выявить причины и закономерности изменения. Практическая ценность эмпирического анализа состоит в обосновании диапазона оценок, несмотря на ограниченность применения универсальных значений. Высокую теоретическую значимость представляют работы Ш. Пратта, в которых исследованы особенности и источники скидок и премий, в особенности, стратегической и синергетической премии за полный контроль, и сделан вывод о большей общности категории стратегической премии по отношению к синергетической премии.

Проблема оценивания компании и корректировки стоимости с учетом различий ликвидности и собственности отличается сложностью количественного определения поправок в силу значительного многообразия объектов, качественных особенностей их характеристик, изменяющихся условий среды. Соотношение субъективного и объективного в понятии ценности актива как значимой детерминанты оценки его стоимости связано с дилеммой объективности и субъективности самой оценки стоимости, и эта проблема нуждается в специальном теоретическом осмыслении.

Необходимость корректировок с учетом комплекса факторов, существенно определяющих стоимость компании, очевидна. Вместе с этим, несмотря на значительное количество методов оценивания, предлагаемых в российской и зарубежной литературе, нет единой методики расчетов скидки за недостаток ликвидности с учетом различий собственности и воздействия других специфических факторов, так же как нет консенсуса – как относительно общей методологии оценивания, так и понятийного аппарата, включая оценочную лексику в ее переводе применительно к МСО [5]. Верификация моделей

затруднена из-за отсутствия необходимых данных о сделках на российских рынках.

Рассмотренные методы определения скидки (премии) к оценке стоимости не противоречат требованиям российского законодательства к обязательному применению в РФ трех подходов, но конкретизируют и развивают всевозможные специальные способы корректировки итогового значения стоимости объекта, что согласуется с законодательным правом оценщика самостоятельно избирать конкретные методы получения оценки [3, ст. 14; 25, ст. 20]. Вместе с этим получению научно обоснованной оценки стоимости в настоящее время в России препятствует ряд институциональных ограничений. Так, Гражданский кодекс РФ законодательно не поддерживает существующие оценки и не обеспечивает регулирование оценочной деятельности, что, по справедливому замечанию ряда оценщиков [33], создает условия для коррупции и махинаций.

Перспективы дальнейших исследований определяются отсутствием в РФ комплексной методики корректировок стоимости с учетом ликвидности и структуры собственности. Для таких поправок представляется обоснованным использовать выводы и результаты зарубежных исследований в соответствии с особенностями и факторами, присущими конкретному объекту оценивания в конкретных российских условиях.

Использование понятия рыночной или даже истинной стоимости для обозначения стоимости объекта (value) не предполагает оперирование готовыми биржевыми котировками, тем более, средними (или «среднерыночными»), в целях получения обоснованной оценки компании или ее отдельного актива. Подход к определению диапазона скидок путем заимствования средних значений из зарубежной статистики хуже, чем подсчет средней температуры по больнице, в котором, по крайней мере, не участвуют ни отрицательные значения (для премий), ни наблюдаемые экстремальные величины (до 200%) премии за размер пакета, исходя из существующих котировок. Ш. Пратт неуклонно концентрировал внимание оценщиков на индивидуальном восприятии изучаемого объекта – на конкретных фактах, условиях деятельности и обстоятельствах оценки [63, р. 373], предостерегая от использования средне-рыночных показателей, которые не могут служить базисом концепции оценивания, поскольку ее главный принцип – стратегический прогноз компании: ожидаемый поток доходов. При этом, критикуя сравнительный подход к оценке, Ш. Пратт отмечал, что отрицательные премии не редкость, к примеру, в условиях повышенных биржевых цен (в США в 1998 г.), и это еще более усиливает требования к индивидуализации оценивания компании и ее активов.

В отсутствии апробированных математических методов и строгих моделей, а также пригодных для российских условий монополизированного рынка зарубежных разработок, процедура определения стоимости и корректировка с учетом ликвидности, структуры собственности и других факторов, представляется кропотливым процессом анализа и синтеза, включающим комплекс расчетов, основанных на системном представлении изучаемого объекта как сложной целостной системы, которая является элементом целостности более высокого уровня. То есть алгоритм оценки, вне зависимости от избранного метода и стандарта стоимости, предусматривает системный подход к исследованию совокупности внутренних свойств

¹⁴ Источник: составлено по [33, с. 58-59].

объекта и внешних условий деятельности компании, ее связей и взаимодействий с экономической (в том числе, рыночной), институциональной и социально-политической средой, при этом – со средой не стационарной и поэтому неопределенной [20]. Обоснованный учет таких факторов и обстоятельств обуславливает применение специальных методов, аппарат которых применительно к российской практике разрабатывается В.Н. Лившицем и С.А. Смоляком. Развитие способов оценки специфических факторов стоимости компании предполагает активизацию исследований на следующих направлениях.

- Интеграция науки и практики оценочной деятельности; развитие на этой основе общей «теории стоимостной оценки» и формирование единого научно-методологического подхода к оценке стоимости разного рода объектов, приносящих выгоды [23, с. 118], конечно, с применением корректировки с учетом особенностей объектов.
- Разработка и практическая апробация единой методики корректировки стоимости за недостатком ликвидности для контрольного пакета акций, что представляется наиболее дискуссионным моментом оценивания компании.
- Формирование и развитие легитимного понятийного аппарата как фундамента науки и практики оценочной деятельности, объединяющего разнообразные подходы и концепции оценки [24].
- Уточнение на этой основе российских и зарубежных моделей расчета скидок и премий и обоснование новых подходов к учету специфических факторов стоимости активов.
- Адаптация теоретических положений и выводов, практических разработок и результатов зарубежных ученых, определяющих корректирующие показатели, к российским условиям неразвитых рынков, высокой концентрации и монополизации экономики, незавершенной институциональной трансформации хозяйства.
- Формулирование требований к адаптации финансовой отчетности в целях улучшения информационного обеспечения оценки стоимости, в том числе, применительно к задачам и способам ее корректировки с учетом структуры собственности и ликвидности.
- Законодательная (и информационная) поддержка оценочной деятельности на основе системного подхода – как к методам оценивания, так и к ее организации.
- Консолидация экспертного сообщества на базе академической и отраслевой науки в едином Центре оценки и экспертиз, объединяющем ученых и независимых практиков.

Литература

1. Об акционерных обществах [Электронный ресурс] : федер. закон от 26 дек. 1995 г. №208-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Об обществах с ограниченной ответственностью [Электронный ресурс] : федер. закон от 8 февр. 1998 г. №14-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Об оценочной деятельности в РФ [Электронный ресурс]: федер. закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ (с изм. от 21 дек. 2001 г., 21 марта, 14 нояб. 2002 г., 10 янв., 27 февр. 2003 г., 22 авг. 2004 г., 5 янв., 27 июля 2006 г., 5 февр., 13, 24 июля 2007 г., 30 июня 2008 г., 7 мая, 17 июля, 27 дек. 2009 г.). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 14 февр. 2006 г. №87. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. Артеменков А.И. и др. Об интегрированной теории оценки стоимости бизнеса [Электронный ресурс] / А.И. Артеменков, И.Л. Артеменков, Г.И. Микерин. URL: <http://www.appraisal.ru/phys/seepubl.asp?ID=2724> (Обращение 10.03.2010).
6. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс. – 2-е изд. – М. : Олимп-бизнес, 2007.
7. Виленский П.Л. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов : теория и практика [Текст] / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. – 4-е изд. – М. : Дело, 2008.
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран ; пер. с англ. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006.
9. Долгопятова Т.Г. и др. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития [Текст] / Т.Г. Долгопятова, И. Ивасаки, А.А. Яковлев. – 2-е изд. – М. : ГУ-ВШЭ ; Юстицинформ, 2009.
10. Земляков Д.Н. Ценностные аспекты методологии экономической науки [Текст] / Д.Н. Земляков. – М. : ЦЭМИ РАН, 2010. – (Доклады МАОН).
11. Капелюшников Р. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий [Текст] / Р. Капелюшников, Н. Демина // Вопросы экономики. – 2005. – №2. – С. 53-68.
12. Козырь Ю.В. К вопросу о стоимости контроля [Электронный ресурс] / Ю.В. Козырь // Вопросы оценки. – 2003а. – №3. URL: <http://www.appraiser.ru>. (Обращение 20.06 2010).
13. Козырь Ю.В. Оценка скидки на неликвидность [Электронный ресурс] / Ю.В. Козырь // Вопросы оценки. – 2003б. – №4. URL: <http://www.appraiser.ru>. (Обращение 20.06 2010).
14. Коупленд Т. и др. Стоимость компаний : оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муирин ; пер. с англ. – 3-е изд. – М. : Олимп-бизнес, 2008.
15. Красильникова Е.В. Исследование влияния структуры собственности на эффективность деятельности фирмы [Текст] / Е.В. Красильникова // Обзорное прикладное и промышленной математики. – 2009. – Т. 16, Вып. 2. – С. 355-358.
16. Красильникова Е.В. Методы оценки связи структуры собственности и результативности компании: модели и показатели [Текст] / Е.В. Красильникова // Обзорное прикладное и промышленной математики. – 2009. – Т. 16, Вып. 5. – С. 1084-1085.
17. Красильникова Е.В. Несколько результатов регрессионного анализа влияния структуры собственности на деятельность компаний [Текст] / Е.В. Красильникова // Обзорное прикладное и промышленной математики. – 2010. – Т. 17; Вып. 3.
18. Красильникова Е.В. Принципы анализа влияния структуры капитала на деятельность корпорации с точки зрения различия интересов [Текст] / Е.В. Красильникова // Стратегическое планирование и развитие предприятий. Секция 2. /Мат-лы Одиннадцатого всероссийского симпозиума. Под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. – М. : ЦЭМИ РАН, 2010, с. 109-112.
19. Кузнецов П. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России [Текст] / П. Кузнецов, А. Муравьев // Экономический журнал ВШЭ. – 2000. – Т. 4 ; №4. – С. 475-504.
20. Лившиц В.Н. Макроэкономическая теория, инвестиции и государственная российская экономическая политика [Текст] / В.Н. Лившиц, С.В. Лившиц. – М. : ЛКИ, 2008.
21. Международные стандарты оценки (МСО 2007) [Текст] / пер. с англ. – 8-е изд. – М. : Российское общество оценщиков, 2007.
22. Мерсер З.К. Интегрированная теория оценки бизнеса [Текст] / З.К. Мерсер, Т.У. Хармс ; пер. с англ. – М. : Маросейка, 2008.
23. Микерин Г.И. Оценка эффективности инвестиционных проектов и стоимостная оценка имущества: возможности конвергенции [Текст] / Г.И. Микерин, С.А. Смоляк. – М. : ЦЭМИ РАН, 2010.
24. Микерин Г.И. Стандарты оценки 2007 : «пересмотр понятий» или «смена парадигм» [Электронный ресурс] / Г.И. Микерин. URL: <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionID=255&Id=2511> (Обращение 04.03.2010).
25. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки [Электронный ресурс] : ФСО №1 : утв. приказом М-ва экономического развития РФ от 20 июля

- 2007 г. №256. URL: <http://www.ocenchik.ru/docs/39.html> (Обращение 21.07.2007 г.).
26. Отчет об оценке рыночной стоимости одной обыкновенной именной акции ОАО «ОГК-3» [Электронный ресурс]. 2007. URL: http://www.ogk3.ru/userdata/db5dafd2/report_valuer.pdf (Обращение 07.06.2010).
 27. Оценка бизнеса [Текст] / под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. – 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2009.
 28. Пратт Ш. Оценка бизнеса: скидки и премии [Текст] / Ш. Пратт ; пер. с англ. – М.: Квинто-Менеджмент, 2005.
 29. Пратт Ш. Стоимость капитала. Расчет и применение [Текст] / Ш. Пратт ; науч. ред. В. Рутгайзер, Ю. Школьников. – 2-е изд. – М.: Квинто-Консалтинг, 2006.
 30. Применение МСФО [Текст] : в 5 ч. / пер. с англ. – 3-е изд. – Ч. 1. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
 31. Ревуцкий Л.Д. Понятия и показатели ценности и стоимости предприятий [Текст] / Л.Д. Ревуцкий // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №1.
 32. Фишмен Д. Руководство по оценке стоимости бизнеса [Текст] / Д.Фишмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон. – М.: Квинто-Консалтинг, 2000.
 33. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса [Текст] / В.М. Рутгайзер. – 2-е изд. – М.: Маросейка, 2008.
 34. Рутгайзер В.М. Справедливая стоимость бизнеса: условия измерения и применения [Текст] / В.М. Рутгайзер // Имущественные отношения в РФ : приложение к журналу. – Вып. 4. – М.: Маросейка, 2009.
 35. Рынок долгового капитала: российский опыт облигационных займов [Электронный ресурс] // Эксперт РА. – URL: <http://www.finam.ru/files/Strateg.PDF> (Обращение 16.04.2010).
 36. Бобрышев О.О. Скидки за низкую ликвидность при оценке стоимости компании [Текст] : обзор исследований / О.О Бобрышев, А.Н. Шепурова, Е.В. Иванова, А.С. Макарова // Корпоративные финансы. – 2008. – №1. – С. 71-80.
 37. Смоляк С.А. Дисконтирование денежных потоков в задачах оценки эффективности инвестиционных проектов и стоимости имущества [Текст] / С.А. Смоляк. – М.: Наука, 2006.
 38. Федотова М.А. Комплексный подход к расчету поправок на контроль и уровень ликвидности при оценке пакетов акций [Текст] / М.А. Федотова, Е.М. Евстафьева // Проблемы современной экономики. – 2008. – №3.
 39. Хитчнер Д.Р. Премии и скидки при оценке стоимости бизнеса [Текст] / Д.Р. Хитчнер. – М.: Маросейка, 2008.
 40. Цель оценки и виды стоимости [Электронный ресурс] : ФСО №2 : утв. приказом М-ва экономического развития РФ от 20 июля 2007 г. №255. URL: <http://www.ocenchik.ru/docs/39.html> (Обращение 21.07.2007 г.).
 41. Четыркин Е.М. Финансовая математика [Текст] / Е.М. Четыркин. – 8-е изд. – М.: Дело АНХ, 2008.
 42. GAAP.RU [Электронный ресурс] : теория и практика финансового и управленческого учета : Интернет-издание. URL: http://gaap.ru/type/news/?id_news=3369&cat_id=24&org_id=0 (Обращение 16.08.2010).
 43. Bajaj M., Denis D.J., Ferris S.P., Sarin A. Firm value and marketability discounts // Journal of corporate law. 2001. Vol. 27.
 44. Berle A., Means G. The modern corporation and private property. New York: Macmillan, 1932.
 45. Claessens S., Djankov S., Pohl G. Ownership and corporate governance : evidence from the Czech Republic. World Bank Policy Research Paper. 1997. 1737.
 46. Clay D.G. Institutional ownership and firm value. SSRN Working Papers. 2002.
 47. Damodaran A. Marketability and value : measuring the Illiquidity discount. SSRN Working Paper. 2005. // http://www.papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841484.
 48. Davies J.R., Hillier D., McColgan P. Ownership structure, managerial behavior and corporate value //Journal of corporate finance. 2005. №11. P. 645-660.
 49. Emory J.D. The value of marketability as illustrated in initial public offerings of dotcom companies // Business valuation review. 2000. Vol. 19. №2. P. 111-113.
 50. Fama E., Jensen M. Separation of ownership and control // Journal of law and economics. 1983. Vol. 26. P. 301-325.
 51. Feldman St. J. A note on using regression models to predict the marketability discount // Business valuation review. 2002. Vol. 21. N 3.
 52. Finery J. D. The impact of transfer reestrictions on stock prices. AFA 2003 Washington, DC Meetings. 2002. // http://www.papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342840.
 53. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure //Journal of financial economics. 1976. Vol. 3. P. 305-360.
 54. Ibbotson R.G. Cost of capital quarterly. Ibbotson / Morningstar, Inc., Chicago, 1995 to present.
 55. Koeplin J., Shapiro A.C. The private company discount, co-authored with //Journal of applied corporate finance. 2000. N 12. P. 94-101.
 56. Lloyd W. P., Jahera J.S., Goldstein S.J. The relation between returns, ownership structure, and market value // Journal of financial research. 1986. P. 171-177.
 57. McConell J.J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value // Journal of financial economics. 1990. P. 595-612.
 58. Mercer Z.Ch. Quantifying marketability discounts. Memphis TL, Peabody Publishing, 1997.
 59. Mercer Z.Ch. Valuing enterprise and shareholder cash flows : the integrated theory of business valuation // Peabody publishing, LP. 2004 // <http://www.integratedtheory.com>.
 60. Mir'nguez-Vera, Marti'n-Ugedo A. Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market // International review of financial analysis. 2007. Vol. 16. P. 81-98.
 61. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation // Journal of financial economics. 1988. Vol. 51. P. 293-315.
 62. Myers St. Determinants of corporate borrowing // Journal of financial economics. 1977. Vol. 5.
 63. Pratt Sh. P., Reilly R.F., Schweins R.R. Valuing a business. The analysis and appraisal of closely held companies. 4th ed. New York, McCrow-Hill, 2002.
 64. Shulz R. Managerial discretion and optimal financing policies // Journal of financial economics. 1990. Vol. 26. P. 2-27.
 65. Simpson D.W. Minority Interest and Marketability Discounts: A Perspective. Part 1. / Business Valuation Review, March 1991.
 66. Williamson O.E. The economics of discretionary behavior : managerial objectives in a theory of the firm // Englewood Cliffs. N.J. 1964.
 67. Официальный сайт Damoney [Электронный ресурс]. URL: <http://damoney.ru/stock/surgutneftegaz.php>

Ключевые слова

Стоимость, оценка стоимости, расчет стоимостной оценки, модели оценки стоимости, структура собственности, миноритарный пакет акций, мажоритарный пакет акций, скидка за недостаток ликвидности, премия за контроль.

Красильникова Елена Вадимовна

РЕЦЕНЗИЯ

Несмотря на наличие развитой системы международных, европейских и российских стандартов оценки, разветвленной многоярусной образовательной системы подготовки профессиональных оценщиков и т.д. состояние оценочной деятельности в нашей стране весьма далеко от совершенного, что вызывает ряд серьезных трудностей как при проведении конкретных работ у отдельных оценщиков, так и у курирующих их новых для нашей страны институтов – самоорганизующихся организаций (СРО). И дело не только в многообразии типов объектов оценки (бизнес, недвижимость, нематериальные активы и др.) и целей ее проведения (купля-продажа активов, их слияния и поглощения, определение стоимости крупных и мелких пакетов акций открытых и закрытых акционерных обществ, налоговые отношения и т.д.), но и в нетривиальности нашей переходной российской экономики, нестационарные особенности которой увеличивают сложность корректного проведения необходимой оценки. По этим и ряду других причин все еще не решены удовлетворительным образом многие методические вопросы проведения оценки активов в специфических российских условиях, учета раз-

личных присущих им факторов. В полной мере это относится и к рассматриваемой в статье проблеме оценки стоимости компаний, корректировке «стандартных» методов определения ее величин с помощью скидок и премий, устанавливаемых путем учета факторов собственности и ликвидности, естественно в рамках адекватного российским реалиям их характера и уровня, отвечающего конкретным условиям работы оцениваемой компании.

В работе последовательно анализируются стандартизированные виды стоимости (приказ Министерства экономического развития РФ №255), их содержание, подходы к измерению. Основное внимание при этом уделяется исследованию факторов, влияющих на стоимость компании и при этом не учитываемые непосредственно в стандартах ее оценки. Применительно к принятым схемам внешних (рис. 1) и внутренних (рис. 2) ключевых факторов оценки стоимости компании анализируется общий алгоритм такой оценки, включающий в том числе (рис. 3) необходимые корректировки первоначальной оценки стоимости на излишек или дефицит оборотного капитала, структуру и размер оцениваемой доли собственности, уровень ликвидности и др. Исследование влияния на стоимость компании и соответственно на характер и уровень необходимой корректировки ее первоначального значения за счет учета именно двух последних из перечисленных факторов (собственности и ликвидности) и составляет новое научное знание, содержащееся в рассматриваемой статье. Ряд результатов, полученных при этом анализе, весьма важен и нетривиален. В частности, к ним можно отнести положения о немономонном характере зависимости стоимости компании от доли собственности менеджеров и государства, о преращении ее снижения и переход в стадию роста, когда эта доля превышает порог 40% и др.

Следует отметить, что в статье наряду с изложением собственных авторских результатов достаточно подробно анализируются выполненные в этой области отечественные и зарубежные работы (приведенный в связи с этим список литературы насчитывает 67 наименований) и это, безусловно, также представляет интерес для читателей журнала. Но статья содержит определенные неясности, связанные, например, с недостаточно четкой формулировкой понятий, описанные уровни стоимости компаний по структуре, по-видимому, разные.

Тем не менее, ознакомление со статьей позволяет сделать заключение о том, что она написана на актуальную и явно недостаточно освещенную в научной литературе тему, содержит новые результаты и после внесения некоторых исправлений, в основном редакционного характера, вполне заслуживает рекомендации к опубликованию в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Лившиц В.Н., д.э.н., профессор, заслуженный деятель науки России, зав. отделом Института системного анализа РАН

3.5. COMPANY VALUE APPRAISAL CORRECTIONS: DUE TO SPECIFIC OWNERSHIP PROFILE AND LACK OF MARKETABILITY

E.V. Krasilnikova, the Master Degree Candidate of Finance & Credit Department, Economic Faculty

Moscow State University

Text addresses valuation issues related to special applications and specific purpose valuations, including issues related to discounts and premiums. The publication provides a thorough review of business valuation approaches and methods to assess both discount for lack of marketability and premium for the shareholder control. The major factors of company value such as ownership profile, employee stock ownership, difference in shareholders' interests and effects of liquidity which determine the value appraisal corrections, but are not accepted in traditional business appraisal are examined in the paper. Publication examines how classical and new methods and techniques for identifying and measuring the impact of control, liquidity (or their lack) on the value of the company or its any asset are interpreted and applied to the valuation process.

The investigation has been executed under financial support of Russian Humanitarian Scientific Fund (the project №08-02-00126a).

Literature

1. A.I. Artemenkov, I.L. Artemenkov, G.I. Mikerin. About the Integrated Theory of Business Valuation. http://www.valuer.ru/files/prividenie/Integr_teor_08.doc (Referred Mar 10).
2. O.O. Bobrishev, A.N. Shepurova, E.V. Ivanova, A.S. Makarova. Discount for lack of marketability in company valuation: the investigations overview. //EJournal of Corporate Finance. 2008. №1(5), p. 71-80.
3. R.A. Brealey, S.C. Myers. Principles of Corporate Finance. / Translation from English. 2nd ed. M.: Olimp-Business, 2007.
4. P.L. Vilenskiy, V.N. Livchits, S.A. Smolyak. Investment project efficiency evaluation: The Theory and practice. 4th ed. M.: Delo, 2008.
5. A. Damodaran. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. /Translated from English. 3rd ed. M.: «Alpina business books», 2006.
6. T.G. Dolgopyatova, I. Iwasaki, A.A. Yakovlev. (Editors) The Russian Corporation: firm organization, external relationships and prospects for development. 2nd ed. State University – Higher School of Economics. M: ZAO "Iyridicheskiy Dom»lystitinform», 2009.
7. D.N. Zemlyakov. Value issues of economics methodology. / Series «Presentations at IAOS». M.: CEMI RAS, 2010.
8. R.I. Kapelyushnikov, N.V. Demina. The effects of the ownership profile on the results of business performance of Russian industrial enterprises. //Economics issues. 2005, N 2, p. 53-68.
9. U.V. Kozyr. To the issue of the control valuation.// EJournal «Appraisal issues». 2003a. №3. <http://www.appraiser.ru>. (Referred Jun 20)
10. U.V. Kozyr. Appraisal of discount for lack of marketability. // EJournal «Appraisal issues». 2003b. №4. <http://www.appraiser.ru>. (Referred Jun 20)
11. T. Copeland T., T. Koller, J. Murrin. Valuation: The Value of Companies: Measuring & Managing. /Translated from English. 3rd ed. M.: Olimp-business, 2008.
12. E.V. Krasilnikova. Analyses principals of capital structure influence on company's performance in accordance with conflicts of interests. //Strategic planning and evolution of enterprises. Section 2. /Materials. Eleventh Russian symposium. Moscow, April 13-14, 2010. Ed by G.B. Kleiner. M.: SEMI RAS. 2010a, p. 109-112.
13. E.V. Krasilnikova. Several results of regression analyses of ownership structure influence on company's performance. // Survey of Industrial and Applied Mathematics. 2010b. V.17, №3.
14. E.V. Krasilnikova. Research of ownership structure influence on efficiency of the company's performance //Survey of Industrial and Applied Mathematics. 2009a. V. 16, №2, p. 355-358.
15. E.V. Krasilnikova. Valuation methods of interaction ownership structure and company's gains: models and indicators. // Survey of Industrial and Applied Mathematics. 2009b. V. 16, №5, p. 1084-1085.
16. P. Kuznetsov, A. Muravyev. Ownership Structure and Firm Performance in Russia: the Case of Blue Chips of Stock market. // HSE Economic Journal. 2000. V. 4. №4, p. 475-504.
17. V.N. Livchits, S.V. Livchits. The Macroeconomic theory, the investments and Russian State economic policy. M.: URSS, 2008.
18. International Assets Valuation Standards (IAVS 2007): Translation. from English /8th ed. M., Russian Society of Appraisers, 2007.
19. Z. Ch. Mercer, Tr.W. Harms. Business Valuation: An Integrated Theory. // Translated from English. M.: «Maroseyka», 2008.
20. G.I. Mikerin Appraisal standards 2007: «Revisiting the Concepts» or «Changing of the paradigms». <http://www.appraiser.ru/default.aspx?SectionID=255&Id=2511> (Referred Mar 04).
21. G.I. Mikerin, S.A. Smolyak. Efficiency Assessment of Investment Projects and Property Valuation: Opportunities for Convergence. M., CEMI RAS, 2010.
22. Report on the market value estimation of the Ordinary registered share of OSS «OGC-3». 2007. http://www.ogk3.ru/userdata/db5dafd2/report_valuer.pdf (Referred Jun 07)
23. Business valuation. /Ed. by A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova. 2nd ed. M.: Finance and Statistics, 2009.

24. The Decision of Russian Federation Government, February 14, 2006, N87 «On the Assertion of the Rules of normative price determination of state or municipal property being subject to privatization». /<http://www.tgost.ru/content/view/1266/7/> (Referred Aug 16).
25. Sh.P. Pratt. Business Valuation: Discounts and Premiums. / Translated from English. M.: «Kwinto-Management», 2005.
26. Sh.P. Pratt. Cost of capital, Applications and Examples. /Ed. by V. Rutgaizer, U. Shkolnikov. 2nd ed. M.: Kwinto-Consulting, 2006.
27. Generally Accepted Accounting Practice under International Financial Reporting Standards. /Translated from English. 3rd ed.: in 5 v. M.: Alpina Business Books, 2008.
28. L.D. Revutsky. Concepts and metrics of value and cost of firms. //Audit and Financial analysis. 2009, №1, p. 428-432. M.: «Maroseyka», 2008.
29. V.M. Rutgaizer. Valuation of business cost. /2nd ed. M.: «Maroseyka», 2008.
30. V.M. Rutgaizer. Fair value of business: conditions for measurement and application. //Application to the magazine «Property relations in RF». Vol. 4. M.: «Maroseyka», 2009.
31. Debt capital market: Russian patterns of the Debt issues. // Expert PA. <http://www.finam.ru/files/Strateg.PDF> (Referred Apr 16)
32. S.A. Smolyak. The Discounting Procedure of the Cash Flows in the Problem of Efficiency Assessment of Investment Projects. M.: «Nauka», 2006.
33. The Federal Law «On Joint Stock companies» №208-FZ, December 26, 1995 (last Ed.). /<http://www.consultant.ru/popular/stockcomp/> (Referred Aug 16).
34. The Federal Law «On Limited Liability companies» №14-FZ, February 08, 1998 (last Ed.) /<http://base.garant.ru/12109720/1/№100>. (Referred Aug 17).
35. The Federal Law «On appraisal activity in the Russian Federation» №135-FZ, July 29, 1998 (last Ed.). /<http://base.garant.ru/12112509/4/> (Referred Jul 21).
36. The Federal Valuation Standard «General value concept, the approaches to valuation and the requirement to evaluating (FSV N 1)», affirmed by the order of the Russian Ministry of economy development on July 20, 2007, №256. /<http://www.ocenchik.ru/docs/39.html>. (Referred Jul 21).
37. The Federal Valuation Standard «Appraisal Target and value forms (FSV N 2)», affirmed by the order of the Russian Ministry of economy development on July 20, 2007, №255. / <http://www.ocenchik.ru/docs/39.html>. (Referred Jul 21).
38. M.A. Fedotova, E.M. Evstafjeva. Comprehensive approach to corrections estimation for the control and marketability within shareholdings valuation. //Problems of modern economics. 2008. №3 (27).
39. J. Fishmen, Sh. Pratt, Cl. Griffith, K. Uilson. PPP's Guide to Business Valuation. M.: Kwinto-Consulting, 2000.
40. J.R. Hitchner. Premiums and Discounts within business valuating. / M.: «Maroseyka», 2008.
41. E.M. Chetyrkin. Financial mathematics. 8th ed. M.: Delo, 2008.
42. GAAP.RU The theory and practice of financial and management accounts. //Internet- Ed. (Russian version). Aug 12, 2009. // http://gaap.ru/type/news/?id_news=3369&cat_id=24&org_id=0. (Referred Aug 16)
43. M. Bajaj, D.J. Denis, S.P. Ferris and A. Sarin. Firm Value and Marketability Discounts. //Journal of Corporate Law. 2001. Vol. 27.
44. A. Berle, G. Means. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan, 1932.
45. S. Claessens, S. Djankov and G. Pohl. Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. World Bank Policy Research Paper. №1737. 1997.
46. D.G. Clay. Institutional Ownership and Firm Value. SSRN Working Papers. 2002, Sept.
47. J.J. McConell and H. Servaes. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value //Journal of Financial Economics. 1990. P. 595-612.
48. A. Damodaran. Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. SSRN Working Paper. 2005. //http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841484 (Referred Jun 08).
49. J.R. Davies, D. Hillier, P. McColgan. Ownership structure, managerial behavior and corporate value //Journal of Corporate Finance. 2005. №11, p. 645– 660.
50. J.D. Emory. The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Dotcom Companies //Business Valuation Review. 2000. Vol. 19. №2, p. 111-113.
51. E. Fama, M. Jensen. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. 1983. Vol. 26, p. 301-325.
52. St. J. Feldman. A Note on Using Regression Models to Predict the Marketability Discount //Business Valuation Review. 2002. Vol. 21. №3.
53. J.D. Finery. The Impact of Transfer Restrictions on Stock Prices. AFA 2003 Washington, DC Meetings. 2002. http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342840. (Referred Apr 18)
54. M. Jensen, W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure //Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3, p. 305-360.
55. R.G. Ibbotson. Cost of Capital Quarterly. Ibbotson / Morningstar, Inc., Chicago, 1995 to present.
56. J. Koeplin, A. Shapiro. The Private Company Discount, co-authored with //Journal of Applied Corporate Finance. 2000. №12, p. 94-101.
57. W.P. Lloyd, J.S. Jahera, S.J. Goldstein. The Relation between Returns, Ownership Structure, and Market Value // Journal of Financial Research. 1986, p. 171-177.
58. Z.Ch. Mercer Quantifying Marketability Discounts. Memphis TL, Peabody Publishing, 1997.
59. Z.Ch. Mercer. Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flows: The Integrated Theory of Business Valuation // Peabody Publishing, LP. 2004 //<http://www.integratedtheory.com> (Referred May 16).
60. Mi'nguez-Vera, A. Marti'n-Ugedo. Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market // International Review of Financial Analysis. 2007. №16, p. 81- 98.
61. R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny. Management Ownership and Market Valuation //Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 51, p. 293-315.
62. St. Myers. Determinants of corporate borrowing. //Journal of Financial Economics. 1977. Vol. 5.
63. Sh. P. Pratt, R.F. Reilly, R.R. Schwehs. Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 4th Ed. New York, McGraw-Hill, 2002.
64. R. Shulz. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies // Journal of Financial Economics. 1990. V. 26, p. 2-27.
65. Simpson D.W. Minority Interest and Marketability Discounts: A Perspective. Part 1. / Business Valuation Review, March 1991.
66. O.E. Williamson. The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm //Englewood Cliffs. N.J. 1964.
67. Damoney – URL: <http://damoney.ru/stock/surgutneftegaz.php>

Keywords

Value; valuation; estimation; valuation models; ownership profile; the minority shareholdings; the majority shareholdings; discount for lack of marketability; premiums for the control.