

## ПРЕМИИ И СКИДКИ ЗА КОНТРОЛЬ И ЛИКВИДНОСТЬ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

**Косорукова О. Д.**, магистрант  
Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н.Э. Баумана,  
кафедра «Инновационное предпринимательство»  
8-901-363-25-75;olga.kosorukowa@yandex.ru

**Научный руководитель: Богданов Д. Д.**, кандидат экономических наук, доцент  
Россия, 105005, г. Москва, МГТУ им. Н.Э. Баумана

**Аннотация.** В федеральном стандарте оценки № 8 «Оценка бизнеса», действующем с 29.09.2015, указывается на возможность применения и обоснования корректировок (скидок и премий) при определении стоимости бизнеса в рамках каждого из использованных методов оценки. Но, к сожалению, в настоящее время данный вопрос недостаточно исследован в российской теории и практике оценки стоимости бизнеса, ему посвящено крайне мало работ в российской литературе, что указывает на актуальность исследования в данной области. Величина премий за контроль и скидок за низкую ликвидность достигает 70%, что, безусловно, существенно влияет на итоговую величину стоимости бизнеса целиком или оцениваемой не стопроцентной доли в уставном (складочном) капитале. В статье рассматриваются виды и сущность скидок и премий, их применение в оценке стоимости бизнеса в рамках использования федерального стандарта оценки № 8.

**Ключевые слова:** стоимость бизнеса, оценочная деятельность, премия за контрольный характер, скидка за неконтрольный характер, скидка за низкую ликвидность.

### AWARDS AND DISCOUNTS FOR CONTROL AND LIQUIDITY AND THEIR INFLUENCE ON THE BUSINESS COST

**Kosorukova O.D.**, graduate student  
Russia, 105005, Moscow, MSTU them. N.E. Bauman,  
Innovative Entrepreneurship Department  
8-901-363-25-75;olga.kosorukowa@yandex.ru  
Supervisor: Bogdanov D. D., candidate of economic sciences, associate professor  
Russia, 105005, Moscow, MSTU them. N.E. Bauman

**Abstract:** The federal valuation standard No. 8, Business Valuation, effective from September 29, 2015, indicates the possibility of applying and justifying adjustments (discounts and bonuses) in determining the value of a business within each of the valuation methods used. But, unfortunately, at present this issue has not been sufficiently studied in the Russian theory and practice of business valuation, he has devoted very little work in the Russian literature, which points to the relevance of research in this field. The amount of control premiums and discounts for low liquidity reaches 70%, which, of course, significantly affects the final value of the whole business or the estimated non-100% stake in the authorized (share) capital. The article considers the types and nature of discounts and bonuses, their application in assessing the value of business within the framework of the use of the federal valuation standard No. 8.

**Keywords:** business value, valuation activity, bonus for control character, discount for non-controlling character, discount for low liquidity.

Как правило, когда производится продажа пакета акций или доли в уставном капитале, то возникает понимание того, что цена одной акции в контрольном и неконтрольном пакете (контрольной или неконтрольной доли участия в уставном капитале) отличается, поскольку контрольный пакет или доля дают больше прав собственнику и преимуществ в получении дохода от бизнеса, чем неконтрольная доля участия в бизнесе.

Цена одной акции в контрольном пакете или доле выше, так как в этой цене учтена премия за контроль, а контроль над бизнесом имеет преимущество и отражается на цене. Поэтому для того, чтобы произвести правильную оценку стоимости бизнеса необходимо иметь представления о возможных размерах этой премии, а в случае оценки неконтрольной доли или пакета – скидки за неконтрольный характер. Соответственно, необходимо понимать сущность премий и скидок, а также их виды, значения в зависимости от размера пакета акций или доли участия в уставном капитале и главное – их применение в зависимости от реализации методологии подходов, применяемых для оценки стоимости бизнеса [1].

#### Общие сведения

Федеральный стандарт оценки № 8 «Оценка бизнеса» [2] (далее – ФСО № 8) в п. 12 указывает на необходимость применения скидок и премий, называя их корректировками. Целью применения премий и скидок является корректировка базовой стоимости, которая почти во всех методах оценки стоимости бизнеса, формируется на уровне стопроцентного контроля. Данная корректировка должна отражать различия между характерными особенностями рассматриваемой доли в капитале компании (доли, являющейся объектом оценки) и особенностями базовой группы компаний, на основе которой были определены ориентировочные

значения стоимости. Такие различия между характеристиками определяют различия в степени риска, который существует либо для компании, либо для ее владельцев, независимо от того, что является источником риска:

- качество менеджмента;
- условные обязательства;
- отсутствие или недостаточная степень контроля;
- недостаточная ликвидность и т.п.

#### **Виды премий и скидок, их сущность, и сфера применения**

Основными видами премий и скидок, описанными в большинстве российских учебников об оценке бизнеса, являются [3]:

- премия за контрольный характер пакета;
- скидка за неконтрольный характер пакета;
- скидка за низкую ликвидность.

Пристальное внимание именно к этим показателям, видимо, связано с тем, что именно их понятия и возможность их применения рассматривались в Международных стандартах оценки версии 2007 года [4].

Но вообще понятие «корректировка» в оценке бизнеса гораздо шире, чем просто применение скидок и премий за контроль и ликвидность.

Некоторые авторы [5] классифицируют корректировки на нормализационные, контрольные и фундаментальные. Первые два вида корректировок отличаются друг от друга по степени контроля над бизнесом. Нормализационные соответствуют условиям формирования стоимости ликвидной миноритарной доли публичной компании, а контрольные – к уровням финансового и стратегического контроля. Фундаментальные корректировки направлены на учет отличий при сравнении частных компаний со средними показателями группы публичных компаний в рамках сравнительного подхода.

Нормализационные корректировки Мерсер и Хармс делят еще на нормализационные корректировки 1 и 2 типа (1- единовременные доходы и расходы, 2 – выплаты, которые могли бы не существовать, если бы компания была публичной). А контрольные – на финансовые (возникают вследствие более эффективного менеджмента) и связанные с получением стратегического контроля (своего рода синергетические корректировки). Вся представленная классификация, по сути, отражает корректировки для разных уровней контроля, а также для использования ретроспективной и прогнозной информации.

Таким образом, указанные выше корректировки можно группировать:

- по времени применения относительно даты оценки: применительно к информации по объекту оценки до даты оценки (к этим корректировкам относятся нормализационные и фундаментальные) и применительно к информации на дату или после даты оценки (контрольные корректировки);
- по целям применения: направленные на улучшение качества исходных данных и качества оценки (к ним относятся нормализационные 1 типа и фундаментальные) и направленные на управление стоимостью бизнеса (нормализационные 2 типа и контрольные (которые, в свою очередь, делятся на финансовые и связанные с получением стратегического контроля)).

Предложенная группировка корректировок позволяет на соответствующих этапах реализации методологии оценки и управления стоимостью бизнеса более обоснованно их применять.

В данной работе мы не будем останавливаться на нормализационных корректировках 1 типа. Итак рассмотрим основные понятия и виды премий и скидок. Контроль – это право участвовать в управлении компании и определять ее политику. Скидка – это снижение стоимости или действие по снижению стоимости.

Мажоритарный контроль – степень контроля, обеспечиваемая мажоритарной долей. Мажоритарная доля – участие собственника, обеспечивающее более чем 50% голосующих акций в бизнесе [2].

Премия за контроль – дополнительная стоимость, отражающая возможность контроля и присущая контрольному пакету, в отличие от миноритарного пакета.

Скидка за недостаточность контроля – это величина, на которую уменьшается стоимость акций в оцениваемой доле с учетом его неконтрольного характера.

Скидка за недостаточную ликвидность – это сумма или процент, вычитаемые из стоимости пакета акций для отражения его недостаточной ликвидности. То есть такая скидка возникает вследствие отсутствия у акций или долей в уставном капитале ликвидности, т.е. возможности быстрого их обращения в наличные деньги с минимальными затратами и по цене, близкой к рыночной. Соответственно, если ликвидность ценной бумаги высокая, то и ее стоимость увеличится, и наоборот, если ликвидность ценной бумаги низкая, то стоимость снизится по сравнению со стоимостью аналогичных легко реализуемых бумаг.

Но также существуют и другие виды премий и скидок. Например, в пособии Шеннона Пратта рассматриваются [6]:

- премия за стратегический характер приобретения (т.е. премия за присоединение компании целиком (100 % пакета)), которая составляет 20 % от стоимости контрольного пакета;
- скидка, связанная со сменой ключевой фигуры (скидка рассматривается в качестве замены премии за риск, связанной с ключевой фигурой в руководстве компании, которая может быть отражена в

доходном подходе при расчете ставки дисконтирования, а также при расчете мультипликаторов в сравнительном подходе);

- скидка в связи с реальными или потенциальными обязательствами в области охраны окружающей среды (в том числе рассматривается в качестве замены итоговой поправки в доходном и сравнительном подходах);

- скидка в связи с судебным разбирательством в отношении оцениваемой компании;

- скидка, связанная с потерей клиентской базы или поставщиков (в том числе рассматривается в качестве замены в рамках учета соответствующего риска в ставке дисконтирования в доходном подходе или поправки к мультипликаторам в сравнительном);

- пакетная скидка – это стоимостное или процентное выражение величины, которая вычитается из рыночной цены акций. Целью является отражение снижения стоимости пакета акций (в расчете на одну акцию) в случае, когда большой размер пакета не дает возможности его реализации в течение конкретного периода, характерного для нормального объема пакета. Данное обстоятельство связано с тем, что на рынке возникнет избыток предложения таких акций, что и приведет к падению курса;

- «портфельная» скидка (т.е. скидка за неоднородность активов) – возникает в случае продажи многопрофильных компаний целиком или большими частями, которые объединяют несколько направлений деятельности. Это приводит к снижению привлекательности покупки вследствие дополнительных проблем по управлению непрофильными активами и по их дальнейшей реализации. «Портфельная» скидка определяется с суммы стоимости отдельных составных частей компании.

Как уже указывалось выше, в зависимости от базы определения той или иной величины премии или скидки, их можно подразделить на следующие категории:

- скидки на уровне компании (предприятия);

- скидки на уровне акционера.

Согласно монографии Федотовой М.А., Ефстаьевой Е.М., Булычевой Г.В. [7] первый вид скидок применяется к стоимости всего бизнеса, полученной в рамках подхода. Скидки на уровне предприятия чаще всего применяются к стоимости компании на уровне контрольного пакета акций с помощью внесения абсолютных или относительных поправок. Второй вид скидок применяется к стоимости определенной доли или пакета акций.

При этом с введением в действие ФСО № 8 четкой определенности применения корректировок не возникло. Пункт 12 ФСО № 8 гласит: «При определении стоимости объекта оценки в рамках применения каждого из использованных методов проведения оценки объекта оценки оценщик должен установить и обосновать необходимость внесения использованных в расчетах корректировок и их величину».

Попробуем представить в таблицах 1-3 процедуру применения премий и скидок (корректировок на контроль и ликвидность) согласно требованиям ФСО № 8.

**Таблица 1 - Применение скидок и премий в методах доходного подхода оценки стоимости бизнеса в зависимости от размера пакета (доли) при использовании ФСО № 8**

<i>Метод</i>	<i>Размер оцениваемой доли (пакета)</i>	
	<i>100%</i>	<i>менее 100%</i>
Дисконтирования денежных потоков	Премия за стратегический уровень контроля до реализации п.9(е) ФСО № 8 (до поправок на избыточные неработающие активы)	Скидка за неконтрольный характер до реализации п.9(е) ФСО № 8
Капитализации дохода	Премия за стратегический уровень контроля до реализации п.9(е) ФСО № 8 (до поправок на избыточные неработающие активы)	Скидка за неконтрольный характер до реализации п.9(е) ФСО № 8

Источник: составлено автором

**Таблица 2 - Применение скидок и премий в методах сравнительного подхода оценки стоимости бизнеса в зависимости от размера пакета (доли) при использовании ФСО № 8**

<i>Метод</i>	<i>Размер оцениваемой доли (пакета)</i>	
	<i>100%</i>	<i>менее 100%</i>
Рынка капитала	Премия за контроль (и возможно, премия за стратегический уровень контроля) и при необходимости скидка за низкую ликвидность до реализации поправок на избыточные неработающие активы	Премия за контроль и при необходимости скидка за низкую ликвидность до реализации поправок на избыточные неработающие активы
Сделок	1. Премия за контроль применяется при формировании числителя мультипликатора (п.10.2(в) ФСО № 8)	1. Премия за контроль применяется при формировании числителя мультипликатора (п.10.2(в) ФСО № 8)

<i>Метод</i>	<i>Размер оцениваемой доли (пакета)</i>	
	<i>100%</i>	<i>менее 100%</i>
	2. При необходимости скидка за низкую ликвидность до реализации поправок на избыточные неработающие активы 3. Возможно, премия за стратегический уровень контроля до реализации поправок на избыточные неработающие активы	2. Скидка за неконтрольный характер и при необходимости скидка за низкую ликвидность до реализации поправок на избыточные неработающие активы
Отраслевых коэффициентов	Если информация берется с фондового рынка, то применяется как в методе рынка капитала, если информация берется с рынка слияний и поглощений, то применяется как в методе сделок	Если информация берется с фондового рынка, то применяется как в методе рынка капитала, если информация берется с рынка слияний и поглощений, то применяется как в методе сделок

Источник: составлено авторами

**Таблица 3 - Применение скидок и премий в методах затратного подхода оценки стоимости бизнеса в зависимости от размера пакета (доли) при использовании ФСО № 8**

<i>Метод</i>	<i>Размер оцениваемой доли (пакета)</i>	
	<i>100%</i>	<i>менее 100%</i>
Накопления чистых активов	Премия за стратегический уровень контроля	Скидка за неконтрольный характер в рамках реализации п.11.3(г) ФСО № 8
Ликвидационной стоимости	Скидка за укороченный срок экспозиции	Скидка за укороченный срок экспозиции

Источник: составлено авторами

#### **Величина премий и скидок в отечественной практике**

В отечественной практике, к сожалению, существуют весьма устаревшие статистические данные по значениям премий и скидок, которые представлены последним 2011г. Данные о величине премии за контроль в зависимости от размера пакета акций приводятся в пособии Евстафьевой Е.М. на стр. 78 [4]. Необходимо отметить, что среднее значение показателя с пакетом выше 50% составляет 63,04%, а с пакетом выше 25% - 59,13%.

Также Яскевич Е.Е. проводил исследование в области значений премий и скидок, результаты которого также представлены в пособии Евстафьевой Е.М. на стр. 92. Необходимо обратить внимание на то, что данное исследование также было проведено в 2011 г. Среднее значение премии, по мнению Яскевича, составляет от 0,02% до 0,5%. А среднее значение скидки варьируется от 0,095% до 0,615%.

Таким образом, существует множество видов премий и скидок, применяемых при определении стоимости бизнеса. Их применение зависит от размера оцениваемой доли (пакета), а также от подхода и метода к оценке стоимости объекта оценки. В каждом методе применение скидок и премий происходит на определенном этапе, как это представлено в таблицах 1-3. При этом проведенные исследования по формированию величин премий и скидок на российском рынке датируются началом 2000-х годов и не соответствуют текущему состоянию рынка. Поэтому российскому оценщику приходится использовать эти старые данные или обращаться к статистике западных рынков, что тоже не совсем корректно. Поэтому требуется проведение регулярных современных исследований рынка в этой области.

#### **Библиографический список**

1. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса. Под ред. Косоруковой И.В. – М.: МФПУ «Синергия», 2016. – 904 с.
2. Приказ Минэкономразвития России от 1.06.2015 года № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» // СПС КонсультантПлюс
3. Международные стандарты оценки. Восьмое издание. 2007. МСО 2007. Коллектив авторов. М., Российское общество оценщиков, 2008. – 422 с.
4. Евстафьева Е.М. Оценка стоимости пакетов акций: использование премий и скидок: курс лекций.- М.: Изд-во МИИГАиК, 2011. -108 с.
5. Мерсер З., Хармс Т. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под научн. Ред. В.М. Рутгайзера; (пер. с англ. Л.И. Лопатников). М.: Маросейка, 2008, С. 129-153
6. Шеннон П. Пратт. Оценка бизнеса. Скидки и премии / пер. с англ. М.: Маросейка, 2011. - С. 25.
7. Федотова М.А., Ефстафьева Е.М., Булычева Г.В. Оценка пакетов акций предприятий: поправки на контроль и ликвидность. Монография. М:Финакадемия, 2008. – 104 с.

