|  |  |
| --- | --- |
| **КГЭУ** | **МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ**  **РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**  **Федеральное государственное бюджетное**  **образовательное учреждение высшего образования**  **«КАЗАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ**  **ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**  (ФГБОУ ВПО «КГЭУ») |

Контрольная работа

по дисциплине « Оценка бизнеса »

Тема : « Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов»

Вариант: 26

Выполнила студентка : Юнусова А.И.  
группа: ЗЭКБт -1-17

Проверила: Юдина Н.

Казань, 2021 г.

Содержание

|  |  |
| --- | --- |
| Введение | 3 |
| 1. Методы оценки стоимости пакетов акций | 4 |
| 2. Оценка стоимости неконтрольных пакетов акций | 8 |
| 3. Премия за контроль, скидки за неконтрольный характер пакета и недостаточную ликвидность | 10 |
| Решение задачи | 12 |
| Заключение | 13 |
| Литература | 15 |

Введение

Сущность обращения ценных бумаг заключается в привлечении временно свободных денежных ресурсов для инвестирования в экономику. В процессе оценки бизнеса часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли. Необходимость оценки капитала обусловлена стремлением обрести контроль за собственность акционерного предприятия. Оценка капитала соотнесена с правом на пользование, распоряжение, контроль, и отображает меру владения. Владение дает право владельцу акции претендовать на доход (дивиденды, курсовая разница). Акция получает дополнительное свойство – участие в распорядительной работе общества. Чем выше степень распорядительных функций, тем выше получаемый доход от акций, формирующих пакет.

Оценщику при выведении итоговой величины стоимости нужно знать: какие поправки и в каком объеме использовать. В каждом конкретном случае это зависит, во-первых, от того, какая доля владения акциями оценивается. Она может быть неконтрольным (миноритарным) или контрольным пакетом. Степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, поэтому очень важно определить стоимость контроля.

       Во-вторых, размер скидки или премии обусловлен методами оценки. При нахождении стоимости владения контрольным пакетом используются методы: дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, сделок, стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

1. Методы оценки стоимости пакетов акций

В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100 % акций предприятия, а лишь конкретного пакета (пая). Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой - контрольной или неконтрольной - является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и др.

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

Неконтрольный (миноритарный) пакет определяет владение менее 50 % акций предприятия.

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

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

Таблица 1

Учёт уровня контроля на основе применения различных методов оценки

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Учёт элементов контроля | Подходы и методы оценки | Обоснование |
| Оценка стоимости с учётом элементов контроля (контрольного пакета) | Доходный подход:  - метод ДДП  - метод капитализации дохода | Методами доходного подхода рассчитывают стоимость контрольного пакета, так как в результате их применения получают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием; расчёт денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия |
| Затратный подход:  - метод стоимости чистых активов  -метод ликвидационной стоимости | При использовании методов затратного подхода рассчитывается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их |
| Сравнительный подход:  - метод сделок | При расчёте по методу сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен контрольных пакетов акций сходных компаний |
| Оценка неконтрольного пакета | Сравнительный подход:  - метод рынка капитала | С помощью метода рынка капитала определяется стоимость владения неконтрольным (миноритарным) пакетом, а именно стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что применяется информация о котировках акций на фондовых рынках |

Премия за контроль - стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с меньшей долей, т. е. владением миноритарным пакетом акций).

Скидка за неконтрольный характер - величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учётом её неконтрольного характера.

В определении скидки или премии большое значение имеет тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Эти общества выпускают акции, за счёт чего формируют собственный капитал. Разница между открытыми и закрытыми акционерными обществами сводится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров. Акции открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчёта стоимости контрольного пакета, то необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и обязательно скидку за недостаточную ликвидность.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения (распоряжения) неконтрольным пакетом. Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров влияют лишь в ограниченных принципами голосования рамках. Соответственно неконтрольные пакеты стоят меньше пропорциональной части стоимости предприятия.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом.

Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся: эффект распределения собственности, режим голосования, контактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

Эффект распределения собственности. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за свой пакет сверх стоимости, пропорционально его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или иную сторону.

Ещё пример: все акции компании распределены на несколько равных крупных пакетов, и пакеты не дают права полного контроля. Поэтому будет осуществлена скидка на неконтрольный характер, однако размер скидки будет меньшим, чем для миноритарного пакета, вообще не дающего никакого контроля. В результате сумма стоимостей пакетов будет меньше стоимости полного контроля, т. е. стоимости предприятия.

Режим голосования. В мировой практике используют некумулятивную и кумулятивную системы голосования при выборе совета директоров.

При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым сконцентрировавшись на одной кандидатуре. Такая система голосования выгоднее держателям миноритарных пакетов. В этом случае стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит к миноритарным акционерам.

Контактные ограничения. Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т. д. Здесь часть стоимости премии за контроль теряется.

Финансовые условия бизнеса. Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний), становятся труднореализуемыми. В каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Напротив, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, то стоимость последнего должна быть увеличена.

2. Оценка стоимости неконтрольных пакетов акций

Существуют три основных подхода к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов.

Первый подход - «сверху вниз». Он включает три этапа.

1. Методами дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.
2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.
3. Определяется, а затем вычитается из пропорциональной доли скидка на неконтрольный характер. На этом же этапе должно быть установлено, насколько необходима и какова величина дополнительной скидки на недостаточную ликвидность.

Второй подход - «горизонтальный». При таком подходе необязательно определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета можно взять из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний и осуществить расчёт методом рынка капитала. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к открытым компаниям, когда речь идет о закрытых компаниях, необходимо вычесть скидку за недостаточную ликвидность для определения стоимости неконтрольного пакета.

Третий подход - «снизу-вверх». В двух предыдущих подходах оценщик начинает расчёт с какой-то величины (стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитает из неё требуемые скидки, как бы идёт вниз. В третьем подходе оценщик, напротив, начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости: прибыль, распределённую в форме дивидендов, и выручку от продажи неконтрольного пакета.

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в качестве дисконтируемых будущих доходов, т. е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) выручка от продажи в будущем миноритарного пакета берутся за основу денежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к текущей стоимости, и затем определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: при расчёте основываться на прогнозе не ограниченного во времени потока дивидендов без учёта остаточной стоимости.

Недостаток же ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых компаниях может быть учтён двумя способами: через увеличение ставки дисконта или через расчёт скидки за недостаточную ликвидность.

3. Премия за контроль, скидки за неконтрольный характер пакета и за недостаточную ликвидность

При оценке контрольного пакета, если отсутствуют какие-либо отдельные элементы контроля, величина премии за контроль должна быть уменьшена на стоимость, приходящуюся на данные элементы. Напротив, если неконтрольному пакету акций присущи какие-то отдельные возможности элементов контроля, то это должно быть отражено в его стоимости. Рассмотрим подробнее расчёты премий и скидок.

Премия за контроль. В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний. В нашей стране таких изданий, где бы отслеживались средние показатели премий за контроль по годам и отраслям, нет, поэтому специалисты вынуждены ориентироваться на данные зарубежных справочников или осуществлять расчёт самостоятельно. Премия за контроль рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять (рабочих) дней до официального объявления о слияниях компаний. Иными словами, это разница между ценой, выраженной в процентах, и ценой миноритарного свободно обращающегося пакета.

Скидка за неконтрольный характер пакета. Она является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Скидка, %, за неконтрольный характер (миноритарную долю) рассчитывается так:

Оценка контрольного и неконтрольного пакетов акций (1)

где Сн- скидка за неконтрольный характер; Пк-премия за контроль.

Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30-40 %, скидка со стоимости за меньшую долю - около 23 %. Хотя оценщик и ориентируется на эти данные, в целом он должен принять во внимание и проанализировать все факторы, влияющие на величину премий и скидок в каждом конкретном случае.

Скидка за недостаточную ликвидность. Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращённой в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля (в процентах), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая - снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

Базовая величина, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, - стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

Необходимо проанализировать факторы, увеличивающие и уменьшающие размер скидки. Выделяют две группы факторов.

Первая группа факторов включает:

* низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
* неблагоприятные перспективы продажи акций компании или её самой;
* ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых компаний).

Ко второй группе факторов относятся:

* возможность свободной продажи акций или самой компании;
* высокие выплаты дивидендов.

Размер пакета акций относится к фактору, который может как увеличить, так и снизить скидку за недостаточную ликвидность. Степень контроля взаимосвязана со степенью ликвидности. Контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный.

Что же касается миноритарных пакетов акций закрытых компаний, то они менее ликвидны, чем миноритарные пакеты открытых. Это обусловлено, во-первых, правом первого отказа, при котором акционер миноритарного пакета в случае продажи своих акций обязан предложить их компании; во-вторых, отсутствием права на разделение (отсутствием права на участие в продаже). Владельцы миноритарных пакетов при продаже акций не могут получить взамен на акцию такую же цену, как и владельцы контрольного пакета. Как правило, эта цена значительно ниже. Итак, когда оценивается миноритарный пакет акций в закрытых компаниях, то применяются скидки и на неконтрольный характер, и за недостаточную ликвидность.

В России 70-80 % ценных бумаг относятся к закрытым акционерным обществам, поэтому риск ликвидности - один из самых распространенных на российском рынке. Анализ ликвидности предполагает также рассмотрение проблемы иерархии ценных бумаг по инвестиционным качествам, т. е. в зависимости от их привлекательности для инвесторов.

**Задача 26**

По методу стоимости чистых активов стоимость компании открытого типа составила 4 млн. долл. Для предприятий данной отрасли рынок предлагает премию за контроль 25%, скидку за недостаток ликвидности – 30%. Оцените стоимость шестипроцентного пакета акций данной компании.

Решение:

Скидка на неконтрольность: 1-(1/(1+0,25)) = 0,2;

Стоимость: (4 млн.\*0,06)\*(1-0,2)\*(1-0,3) = 134400

Заключение

Контрольный или неконтрольный пакет - это владение акцией более 50% или менее, соответственно.

Учет элементов контроля проводятся по оценке стоимости с учетом элементов контроля (контрольного пакета) и оценка неконтрольного пакета.

Для оценки контрольного пакета используют следующие методы и подходы:

* · Доходный подход (метод ДДП, метод капитализации дохода)
* · Затратный подход (метод ликвидационной стоимости, метод стоимости чистых активов)
* · Сравнительный подход (метод сделок)

Для оценки неконтрольного пакета используют сравнительный подход (метод рынка капитала).

В определении скидки или премии большое значение имеет тип акционерного общества.

Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Эти общества выпускают акции, за счёт чего формируют собственный капитал.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом.

Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся: эффект распределения собственности, режим голосования, контактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

Существуют три основных подхода к оценке неконтрольных пакетов, которые приведены в данной работе: первый подход - «сверху-вниз»; второй подход - «горизонтальный»; третий подход - «снизу-вверх».

Необходимо учесть недостаток ликвидности неконтрольных пакетов. Недостаток ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых компаниях может быть учтён двумя способами: через увеличение ставки дисконта или через расчёт скидки за недостаточную ликвидность.

В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний, что облегчает работу специалистам данной сферы.

Скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля (в процентах), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая - снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг. Тут же необходимо проанализировать факторы, увеличивающие и уменьшающие размер скидки.

Литература

1. Алехин П.Ю. Экономика хозяйствующего субъекта/П.Ю. Алехин. – М.: ЮНИТИ, 2014. – 354 с.

2. Берзон, Н. И. Рынок ценных бумаг: учебник для бакалавров / Н. И. Берзон. – М.: ЮРАЙТ, 2011.– 531 с.

3. Булатов, А.С. Экономика организации. Учебник/ А.С. Булатов. – М.: БЕК, 2013. – 625 с.

4. Бусов, В. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров/ В. И. Бусов. – М.: Юрайт, 2013. – 430 с.

5. Волков, О.И. Экономика организации/ О.И. Волков, В.К. Скляренко. Курс лекций. СПб: ЕВРОИЗДАТ, 2013. – 344 с.

6. Гаврилова, А.Н. Финансы хозяйствующих субъектов: учебник/ А.Н. Гаврилова.– М.: Кнорус, 2014. – 608 с.

7. Жемчугов, М.К. Эффективность деятельности хозяйствующего субъекта/ М.К. Жемчугов// Российское предпринимательство. – 2010. – №7. С. 39-42.

8. Зайцев, Н.Л. Экономика промышленного предприятия. Учебное пособие/ Н.Л. Зайцев. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 324 c.

9. Казаков, А.А. Экономика Учебное пособие/ А.А. Казаков, Н.В. Минаев Н.В. – М., «Тендем», 2014. – 384 с. 10. Кузнецова, Н.В. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности/ Н.В. Кузнецова. – Вл.: Издательство Дальневосточного университета, 2012. – 519 с.

10. Фролов, Н.К. Оценка эффективности предприятия/ Н.К. Фролов // Финансовый менеджмент. – 2013. – 214 с.