

Рыночная оценка доли в уставном капитале с учётом рисков и неопределённости: методологические аспекты и практические решения

Рубан-Лазарева Н.В.

Статья посвящена методологическим и практическим аспектам рыночной оценки доли в уставном капитале в условиях высокой неопределённости. Рассмотрены основные подходы к оценке, включая доходный, сравнительный и затратный методы, а также их комбинации и согласование результатов. Особое внимание уделено учёту рисков и неопределённости, которые оказывают существенное влияние на точность оценки. Предложены практические рекомендации по улучшению методологии оценки, включая использование сценарного анализа и адаптивных моделей. Статья представляет интерес для специалистов в области оценки бизнеса, финансовых аналитиков и инвесторов. Рыночная оценка доли в уставном капитале рассматривается как согласованная вероятная цена, по которой доля в уставном капитале может быть отчуждена в условиях конкуренции на открытом рынке и не отражает чрезвычайных обстоятельств, влияющих на величину разумного за нее денежного вознаграждения.

для цитирования

ГОСТ 7.1–2003

Рубан-Лазарева Н.В. Рыночная оценка доли в уставном капитале с учётом рисков и неопределённости: методологические аспекты и практические решения // Дискуссия. — 2025. — Вып. 135. — С. 168–173.

ключевые слова

Рыночная оценка, доля в уставном капитале, риски, неопределённость, методология, оценка бизнеса, сценарный анализ.

DOI 10.46320/2077-7639-2025-2-135-168-173

Market valuation of a share in the authorized capital taking into account risks and uncertainty: methodological aspects and practical solutions

Ruban-Lazareva N.V.

The article is devoted to methodological and practical aspects of market valuation of a share in the authorized capital under conditions of high uncertainty. The main approaches to valuation are considered, including income, comparative and cost methods, as well as their combinations and harmonization of results. Special attention is paid to the consideration of risks and uncertainty, which have a significant impact on the accuracy of valuation. Practical recommendations for improving the valuation methodology, including the use of scenario analysis and adaptive models, are offered. The article is of interest to specialists in the field of business valuation, financial analysts and investors. The market valuation of a share in the authorized capital is considered as an agreed probable price at which a share in the authorized capital can be alienated in conditions of competition on the open market and does not reflect extraordinary circumstances affecting the amount of reasonable monetary remuneration for it.

FOR CITATION

Ruban-Lazareva N.V. Market valuation of a share in the authorized capital taking into account risks and uncertainty: methodological aspects and practical solutions. *Diskussiya [Discussion]*, 135, 168–173.

APA

KEYWORDS

Market valuation, equity stake, risks, uncertainty, methodology, business valuation, scenario analysis.

ВВЕДЕНИЕ

Рыночная оценка доли в уставном капитале является одной из ключевых задач в современной экономике, особенно в условиях высокой нестабильности и глобальной неопределённости. Традиционные методы оценки, такие как доходный, сравнительный и затратный подходы, зачастую оказываются недостаточно точными, так как не учитывают в полной мере влияние внешних и внутренних факторов. К ним относятся

изменения рыночной конъюнктуры, политические риски, колебания валютных курсов, технологические инновации и другие. Как отмечают Грязнова и Федотова, «в условиях неопределённости традиционные методы оценки требуют существенной адаптации и дополнения новыми инструментами» [1]. Цель данной статьи – предложить методологические и практические решения для повышения точности оценки доли в уставном капитале с учётом рисков и неопределённости.

ОСНОВНАЯ ЧАСТЬ

Рыночная оценка доли в уставном капитале требует комплексного подхода, учитывающего как финансовые показатели компании, так и её рыночную позицию. Оценка бизнеса представляет собой комплексный и целенаправленный анализ, который адаптируется в зависимости от целей оценки, характеристик объекта и выбранных методик. Ключевым аспектом при определении стоимости бизнеса является риск – вероятность того, что доходы от инвестиций могут отличаться от ожидаемых. В результате оценки формируется значение рыночной стоимости, которое учитывает ряд факторов: доходы, генерируемые бизнесом; текущее состояние отрасли; бизнес-модель компании; цены на аналогичные предприятия; состав и структура активов и обязательств. Понимание рыночной стоимости позволяет собственникам бизнеса оптимизировать производственные и управленческие процессы, а также корректировать стратегию развития. Для продавцов и покупателей оценка стоимости бизнеса служит основой для заключения сделок, поскольку она учитывает не только индивидуальные затраты, но и общую рыночную конъюнктуру. Это обеспечивает более обоснованный подход к ценообразованию и способствует более эффективному взаимодействию между сторонами.

При оценке доли в уставном капитале важно понимать разницу между этой долей и бизнесом в целом. Бизнес базируется на капитале и представляет собой товар, полезный для покупателя, который ожидает от него дохода. Процесс получения прибыли и поддержания бизнеса связан с определёнными затратами. Совокупность полезности и расходов формирует расчётную величину рыночной стоимости бизнеса. В отличие от этого, рыночная стоимость доли в уставном капитале определяется на основе оценки вложенного в уставный капитал имущества. Для этого

используются три основных подхода: сравнительный, доходный и затратный. Каждый из них позволяет получить представление о стоимости доли с разных сторон, что в итоге даёт более полную картину её рыночной стоимости.

Доходный подход, основанный на прогнозировании будущих доходов и их дисконтировании, является одним из наиболее распространённых методов. Однако его точность зависит от качества прогнозов и выбора ставки дисконтирования, что особенно сложно в условиях неопределённости. Как подчёркивает Дамодаран, «*выбор ставки дисконтирования в условиях нестабильности рынка требует учёта не только финансовых, но и макроэкономических факторов*» [2]. При этом, как отмечает Филатов и др. соавторы «*при использовании модели дисконтированного денежного потока для всего инвестированного капитала стоимость собственного капитала компании определяется как разность стоимости всего инвестированного капитала и заемного (процентного) капитала*» [3].

Сравнительный подход, использующий рыночные данные о сделках с аналогичными компаниями, также имеет свои ограничения, так как на рынке редко встречаются полностью сопоставимые объекты. По мнению Минаевой, «*в рамках сравнительного подхода используют сугубо рыночную информацию*» [4]. Затратный подход, основанный на оценке активов компании, часто недооценивает её рыночную стоимость, особенно в случае высокотехнологичных или инновационных предприятий – таблица 1.

Снижение спроса провоцирует пессимистический сценарий, сопровождающийся существенным снижением стоимости оцениваемой доли, в отличие от оптимистического сценария, влекущего её увеличение с ростом спроса. Для повышения точности оценки предлагается использовать комбинированный подход, который интегрирует элементы доходного, сравнительного

Таблица 1

Сравнение подходов оценки доли в уставном капитале

Подходы оценки	Преимущества	Недостатки
Доходный подход	Учитывает будущие доходы	Требует точного прогнозирования
Сравнительный подход	Основан на реальных рыночных данных	Ограниченность данных
Затратный подход	Подходит для компаний с большими активами, простота расчётов, объективность	Не учитывает будущие доходы, недооценка нематериальных активов
Комбинированный подход	Учёт всех аспектов стоимости	Сложность реализации, высокая трудоёмкость

Источник: составлено автором.

и затратного методов. Особое внимание следует уделить учёту рисков и неопределённости, для чего рекомендуется применять сценарный анализ и адаптивные модели. Сценарный анализ позволяет оценить влияние различных факторов на стоимость доли в уставном капитале, «минимизировать ошибки, связанные с недооценкой рисков и неопределённости» [5], а адаптивные модели учитывают изменения рыночных условий в реальном времени. Пример сценарного анализа для оценки доли в уставном капитале – таблица 2.

Для повышения точности оценки доли в уставном капитале рекомендуется использовать адаптивные модели, которые учитывают изменения рыночных условий в реальном времени. Эти модели позволяют оперативно корректировать прогнозы и минимизировать ошибки, связанные с неопределённостью. Например, модель Монте-Карло может быть использована для анализа множества возможных сценариев и определения вероятности каждого из них. Рассмотрим различные факторы риска, которые влияют на стоимость доли в уставном капитале:

- *макроэкономические риски* (например, инфляция, колебания валютных курсов) – снижение стоимости на 10–15%;
- *политические риски* (например, изменения законодательства, санкции) – снижение стоимости на 20–25%;
- *рыночные риски* (например, изменение спроса, конкуренция) – снижение стоимости на 5–10%.

Если по оси X отложить типы рисков (макроэкономические, политические, рыночные), а по оси Y – изменение стоимости доли в процентах, то можно убедиться, что политические риски оказывают наиболее значительное негативное влияние на стоимость доли, тогда как рыночные риски менее критичны – рисунок 1.

Исследования точности методов оценки (DCF, Comps, затратный подход) показали подверженность их изменению в зависимости от уровня неопределённости на рынке, подтверждая, что «в реальной хозяйственной жизни рыночная стоимость (цена размещения) определяет размер условного номинала, а не наоборот» [6]. Уровни неопределенно-

Таблица 2

Пример сценарного анализа для оценки доли в уставном капитале

Сценарий	Описание	Влияние на стоимость доли
Базовый сценарий	Стабильные рыночные условия	Умеренный рост стоимости
Оптимистичный сценарий	Рост спроса, снижение конкуренции	Значительное увеличение стоимости
Пессимистичный сценарий	Снижение спроса, увеличение рисков	Существенное снижение стоимости

Источник: составлено автором.

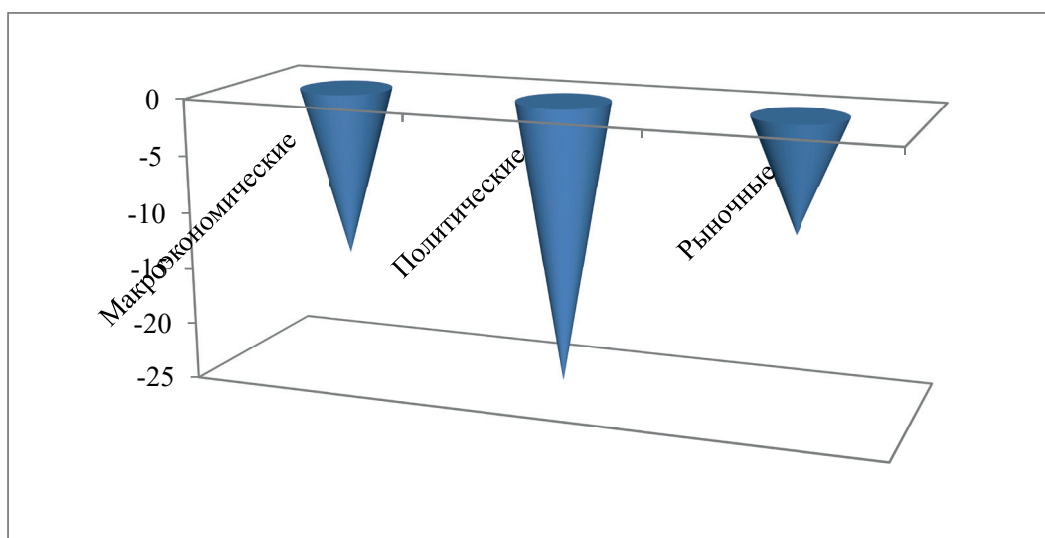


Рисунок 1. Влияние факторов риска на стоимость доли в уставном капитале компании

Источник: составлено автором.

Таблица 3

Точность методов оценки в зависимости от уровня неопределённости

Уровень неопределённости	Точность		
	DCF (%)	Comps (%)	Затратного подхода (%)
1 (низкий уровень)	95	90	85
2 (средний уровень)	80	75	75
3 (высокий уровень)	60	50	55

Источник: составлено автором.

сти варьируются от вида применяемых подходов в оценке доли уставного капитала:

DCF (дисконтированный денежный поток)

— Низкая неопределённость: точность 90–95%.

— Средняя неопределённость: точность 70–80%.

— Высокая неопределённость: точность 50–60%.

Сравнительный подход (Comps)

— Низкая неопределённость: точность 85–90%.

— Средняя неопределённость: точность 60–70%.

— Высокая неопределённость: точность 40–50%.

Затратный подход

— Низкая неопределённость: точность 80–85%.

— Средняя неопределённость: точность 65–75%.

— Высокая неопределённость: точность 55–65% – таблица 3.

Метод DCF наиболее точен в условиях низкой неопределённости, но его точность значительно снижается при высокой неопределённости. Сравнительный подход и затратный подход демонстрируют схожую динамику, но их точность в целом ниже, чем у DCF. Также важно учитывать специфику отрасли и компании. Например, для высокотехнологичных компаний ключевым фактором может быть уровень инноваций и патентная защита, тогда как для производственных предприятий – стоимость сырья и логистика. Определение стоимости доли в уставном ка-

питале требуется участникам рынка в разных обстоятельствах:

— при добавлении средств в уставный капитал или при продаже доли учредителя при его выходе из общества;

— для выяснения актуальной рыночной стоимости доли для подготовки к сделкам, включая участие в конкурсах;

— в процессе реорганизации бизнеса (ликвидации, выделения, слияния, поглощения);

— для расчёта стоимости ценных бумаг компании и работы с ними;

— при поиске путей финансового оздоровления предприятий-банкротов;

— на разных стадиях антикризисного управления в ходе процедуры банкротства;

— для анализа стоимости имущественного комплекса;

— для оптимизации управленческих процессов, разработки стратегических и инвестиционных решений, совершенствования налоговой политики и планирования дальнейшего развития;

— при спорах о стоимости, в том числе налоговых.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рыночная оценка доли в уставном капитале в условиях высокой неопределённости требует применения современных методологических подходов и инструментов. Комбинированный подход, учитывающий риски и неопределённость, позволяет повысить точность оценки и минимизировать ошибки. Использование сценарного анализа и адаптивных моделей обеспечивает более гибкий и реалистичный подход к оценке, что особенно важно в условиях нестабильности рынка.

Список литературы

1. Грязнова, А. Г. Оценка бизнеса / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – Москва: Издательство «Финансы и статистика», 2000. – 512 с. – EDN VCLQGN.
2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. –

[Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://books.google.ru/books?id=-fzP9yhLCTgC> (дата обращения: 22.03.2025).

3. *Методика* оценка рыночной стоимости собственного капитала (доли в уставном капитале) доходным подходом / В. В. Филатов, А. Ю. Дорофеев, А. С. Фадеев [и др.] // Интернет-журнал Науковедение. – 2015. – Т. 7, № 2(27). – С. 76. – DOI 10.15862/71EVN215. – EDN UHMKJL.
4. *Минаева, О. А.* Сравнительный подход в оценке стоимости предприятия / О. А. Минаева. – Волгоград: Волгоградский государственный технический университет, 2016. – 76 с. – ISBN 978-5-9948-2163-3. – EDN WILFNP.
5. *Сценарный анализ* в стратегическом управлении современным бизнесом / Н. А. Димитриади, Е. А. Иванова,

Ю. В. Левина, О. И. Щепилов; Ростовский государственный экономический университет (РИНХ). – Москва: Общество с ограниченной ответственностью «Первое экономическое издательство», 2023. – 224 с. – ISBN 978-5-91292-470-5. – DOI 10.18334/9785912924705. – EDN VMIWKT.

6. *Глушечкий, А. А.* Уставный капитал хозяйственных обществ: сущность, способы формирования, стоимостная оценка (дискуссии специалистов и корпоративная практика). Статья 3. Стоимостная оценка уставного капитала: о необходимости отказа от «номинала» акции как условного реквизита эмиссионной ценной бумаги / А. А. Глушечкий // Российский экономический журнал. – 2010. – № 4. – С. 71-79. – EDN PIECAZ.

References

1. *Gryaznova, A. G.* Business valuation / A. G. Gryaznova, M. A. Fedotova. – Moscow: Publishing House "Finance and Statistics", 2000. – 512 p. – EDN VCLQGN.
2. *Damodaran, A.* Investment valuation: tools and methods for assessing any assets / Aswat Damodaran; Per. from Engl. – 7th ed. – M.: Alpina Publisher, 2011. – [Electronic resource]. – Access mode: <https://books.google.ru/books?id=-fzP9yhLCTgC> (access date: 22.03.2025).
3. *Methodology* for assessing the market value of equity capital (share in the authorized capital) by the income approach / V. V. Filatov, A. Y. Dorofeev, A. S. Fadeev [et al.] // Internet journal Naukovlenie. – 2015. – Vol. 7, № 2(27). – Pp. 76. – DOI 10.15862/71EVN215. – EDN UHMKJL.
4. *Minaeva, O. A.* Comparative approach in the assessment of enterprise value / O. A. Minaeva. – Volgograd: Volgograd State Technical University, 2016. – 76 p. – ISBN 978-5-9948-2163-3. – EDN WILFNP.
5. *Scenario analysis* in strategic management of modern business / N. A. Dimitriadi, E. A. Ivanova, Y. V. Levina, O. I. Shchepilov; Rostov State University of Economics (RINH). – Moscow: Limited Liability Company "First Economic Publishing House", 2023. – 224 p. – ISBN 978-5-991292-470-5. – DOI 10.18334/9785912924705. – EDN VMIWKT.
6. *Glushetsky, A. A.* Authorized capital of business companies: essence, methods of formation, cost estimation (specialists' discussions and corporate practice). Article 3. Cost estimation of the authorized capital: the need to abandon the "nominal" share as a conditional requisite of the equity security / A. A. Glushetsky // Russian Economic Journal. – 2010. – № 4. – Pp. 71-79. – EDN PIECAZ.

Информация об авторе

Рубан-Лазарева Н.В., доктор экономических наук, профессор кафедры налогов и налогового администрирования Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, профессор кафедры государственных и муниципальных финансов Российского государственного экономического университета (г. Москва, Российская Федерация).

Information about the author

Ruban-Lazareva N.V., Doctor of Economics, Professor of the Department of Taxes and Tax Administration of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Professor of the Department of State and Municipal Finance of the Russian State University of Economics (Moscow, Russian Federation).

© Рубан-Лазарева Н.В., 2025.

© Ruban-Lazareva N.V., 2025.