

Июль 2005

Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний

Александр Жигло, директор департамента оценки ООО «ФБК»

Виталий Устименко, старший эксперт департамента оценки ООО «ФБК»

Анна Стекольниковская, ассистент департамента оценки ООО «ФБК»

Поправка (премия) за контроль является одним из весьма существенных вопросов оценки бизнеса, и вместе с тем методы ее определения в российских условиях развиты пока крайне слабо. В данной статье предлагается один из возможных вариантов такого расчета, который может быть использован практикующими оценщиками.

Для расчета рыночной стоимости пакета акций (доли в собственном капитале) компании в процессе оценки бизнеса при переходе от стоимости всего собственного капитала к стоимости конкретного пакета используются поправки, которые позволяют учесть особенности бизнеса. Обычно оценщиком принимаются во внимание такие факторы, как размер оцениваемого пакета акций (доли в уставном капитале), ликвидность акций и степень контроля, присущая оцениваемому пакету.

Премия за контроль представляет собой дополнительную стоимость, присущую определенной доле собственности, возникающую из-за наличия дополнительных полномочий по управлению компанией. В дальнейшем в исследовании будет использоваться термин «поправка за контроль» для обобщения понятий «премия за контроль» и «скидка на неконтрольный характер пакета».

Существует несколько факторов, влияющих на уровень контроля:

- определенные законами права акционеров, меняющиеся в зависимости от размера пакета акций, находящегося в их распоряжении;
- порядок голосования и принятия решений в данной компании (например, кумулятивное голосование в отличие от некумулятивного позволяет миноритарным акционерам принимать участие в управлении);
- эффект распределения собственности (например, при прочих равных условиях чем выше степень концентрации акционерного капитала, тем выше степень контроля);
- другие факторы.

В большинстве исследований российских оценщиков, посвященных расчету поправки за контроль, описаны алгоритмы определения поправок на основе анализа структуры акционерного капитала (см., например, [3—6]). В целом в практике российской оценки бизнеса поправки за контроль определяют, как правило, несколькими методами:

1. Экспертно. На основе субъективного мнения оценщика или анализа структуры акционерного капитала.
2. Нормативно. На основе постановления Правительства РФ от 31 мая 2002 г. № 369. «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества».
3. Статистически. Этот метод подразумевает изучение и обобщение информации о реальных сделках с акциями компаний за определенный период.

Экспертный метод не является достаточно достоверным, поскольку расчет поправки полностью зависит от профессионализма оценщика.

Постановление Правительства РФ № 369 предназначено для конкретных целей – определения стоимости пакетов акций государственных предприятий, подлежащих приватизации. Таким

образом, прямое использование коэффициентов, указанных в постановлении, в рамках оценки рыночной стоимости бизнеса некорректно. Однако их значения являются ориентиром для оценщика.

Статистический метод определения поправки за контроль основан на эмпирических данных о сделках с пакетами акций компаний, поэтому является наиболее точным. В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в различных изданиях, в частности в ежегодном статистическом обзоре слияний компаний Mergerstat Review. Однако непосредственное, нескорректированное применение результатов исследований компании Mergerstat для оценки российских предприятий представляется достаточно спорным. Использование поправок за контроль, рассчитанных на основе анализа внутреннего российского рынка, является предпочтительным, хотя и требует наличия большого объема достоверной информации.

Специалистами ООО «ФБК» было проведено исследование, направленное на определение поправок за контроль в процессе оценки бизнеса российских компаний с использованием данных фондового рынка. Объектом исследования являлась рыночная премия за контроль, уплачиваемая при покупке акций, не учитывающая инвестиционный характер сделок и эффект распределения собственности.

Для анализа были использованы следующие источники информации:

- котировки, данные о сделках с акциями на российском фондовом рынке. В ходе исследования использовались данные фондовых бирж РТС и ММВБ (www.rts.ru; www.micex.ru);
- собственная база данных компании «ФБК» по сделкам с акциями российских компаний за 1999—2005 гг.;
- информация о российских компаниях, акции которых являлись объектом сделки (информационные сайты www.finam.ru, www.skrin.ru; Интернет-сайты по слияниям и поглощениям компаний www.ma-journal.ru, www.mergers.ru; новости агентства АК&М, газет «Ведомости» и «Реформа»).

Для целей исследования было изучено более 1500 сделок базы данных компании «ФБК». Из эмитентов, пакеты акций которых стали объектами сделок за период с 1999 по 2005 г., на фондовом рынке котируются акции 98 компаний. Из сделок с котируемыми акциями были исключены:

- объявленные, но не завершенные сделки;
- сделки с пакетами акций, по которым в период продажи не устанавливались котировки из-за отсутствия торгов на фондовом рынке;
- сделки, по которым не было официально подтвержденных данных о сумме сделки и количестве проданных акций;
- сделки, в которых стоимость пакета устанавливалась в соответствии с текущими рыночными ценами акций компании на фондовом рынке.

Таким образом, в целях исследования было отобрано 44 сделки.

Разница между ценой, по которой была продана 1 акция в составе пакета, и ценой продажи акции на фондовом рынке до того, как рынок отреагировал на данную сделку, составляет дополнительную стоимость, которую уплатил покупатель за возможность принимать участие в управлении компанией. Расчет данных отношений осуществлялся с учетом следующих факторов:

1. Котировки акций для расчета отношений устанавливались на дату, предшествующую моменту поступления информации о сделке на фондовый рынок и формированию реакции рынка на сделку. При наличии официального объявления о сделке расчетная дата фиксировалась за день до такого объявления, в случае, если официального объявления о сделке не последовало, – в период, предшествующий общему изменению средней котировки данной акции на фондовом рынке.
2. При наличии информации по котировкам в РТС и на ММВБ отношение рассчитывалось как

средневзвешенное значение в зависимости от количества сделок по данной бумаге на биржах на установленную дату.

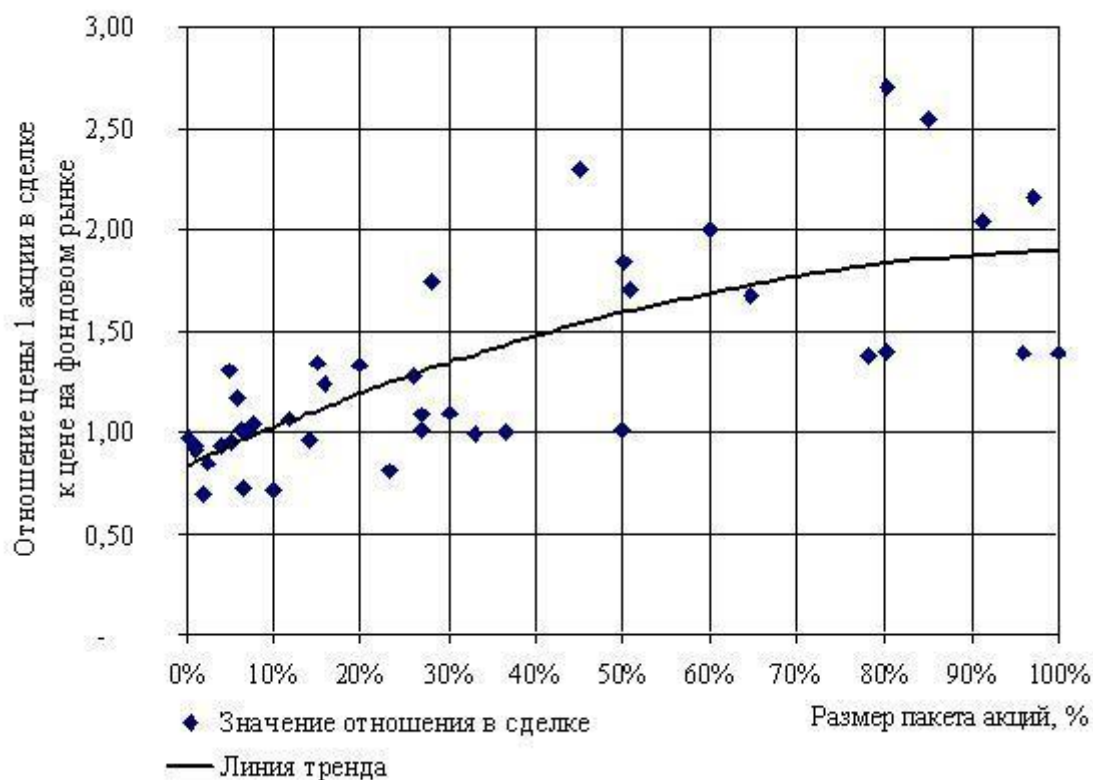
Результаты анализа полученных отношений позволили сделать некоторые выводы. Так, между размером продаваемого пакета акций и величиной премии, уплаченной покупателем сверх рыночной цены 1 акции данной компании на фондовом рынке, существует взаимосвязь. Зависимость между отношением цены акции в сделке к рыночной цене той же акции на фондовом рынке (O_1) и размером проданного в данной сделке пакета представлена на рисунке.

Линия тренда на графике позволяет проследить основную закономерность: чем больше размер проданного пакета, тем больше значение относительного выражения премии. Здесь необходимо сразу же оговориться, что построение подобной линии тренда является заметным упрощением ситуации. Авторы отдают себе отчет в том, что точность построения этой линии сильно зависит от количества анализируемых сделок и других сопутствующих факторов. Мы не ставили перед собой задачу вывести какое-либо универсальное уравнение, наша цель была в демонстрации подхода к определению самой поправки за контроль.

Важно также отметить (хотя это является предметом отдельного исследования), что зависимость между O_1 и размером пакета, скорее всего, не может быть представлена в виде непрерывной функции. Существуют как минимум многочисленные точки перегиба, скорее всего, точки разрыва этой функции, соответствующие качественным изменениям объема прав акционера при достижении той или иной величины пакета. Для иллюстрации этого тезиса приведем лишь один пример. Инвестору предлагают три варианта пакета акций одной и той же компании: 25%, 25% + 1 акция, 25% + 2 акции. Конечно, у каждого отдельного инвестора могут быть свои цели, но в общем случае наибольшей предельной полезностью обладает пакет в 25% + 1 акция, поскольку в отличие от первого варианта приобретается существенно больше прав, а в отличие от второго «в нагрузку» не приобретается дополнительная акция. Таким образом очевидно, что O_1 во втором случае будет существенно выше, чем в первом. А основная проблема лежит в прогнозировании динамики O_1 после преодоления этой и аналогичных границ.

В проведенном нами исследовании минимальное значение O_1 составляет 0,70 для 2,1%-ного пакета акций ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр», максимальное значение – 2,70 для 80,36%-ного пакета акций ОАО «Акрихин». Разброс между значениями данных коэффициентов является существенным, что обусловлено наличием, помимо степени контроля, других факторов, влияющих на соотношение (распределение акционерного капитала, инвестиционный характер сделок и др.). Влияние этих факторов в проведенном исследовании не учитывалось.

Соотношение размера проданного пакета и премии сверх рыночной цены акции на фондовом рынке



В целях анализа все сделки были разбиты на 5 групп по размерам пакетов акций в соответствии с законодательным определением прав акционеров (*).

Исходя из средних значений O1 был рассчитан коэффициент контроля.

Коэффициент контроля показывает, во сколько раз значение O1 в данном пакете меньше, чем в пакете, дающем абсолютный контроль над предприятием. Для упрощения расчета коэффициент контроля для пакета акций от 75 до 100% принимается равным 1. Другие коэффициенты контроля рассчитаны путем сопоставления средних значений O1 по каждой группе со средним значением O1 в группе от 75 до 100% (1,88), принятым за 1.

Диапазон значений O1 для анализируемых компаний, средние значения данного показателя и коэффициенты контроля, сгруппированные по величине пакета, представлены в таблице.

Средние коэффициенты контроля и премии, сгруппированные по размерам пакетов акций

Показатель	0—10% - 1 акция	10—25%	25% + 1 акция — 50%	50%+1 акция — 75%-1 акция	75—100%
Диапазон отношений цены акции в сделке к цене акции на фондовом рынке	0,70—1,17	0,81—2,52	0,99—2,35	1,34—2,0	1,38—2,7
Среднее значение отношения цены акции в сделке к цене акции на фондовом рынке	0,93	1,12	1,39	1,81	1,88

Коэффициент контроля при переходе от стоимости 100% собственного капитала компании к соответствующему пакету	0,49	0,60	0,74	0,96	1,00
--	------	------	------	------	------

Источник: Расчеты компании «ФБК».

Таким образом, в результате анализа значений коэффициентов контроля была установлена зависимость: чем больше размер проданного пакета акций, тем больше среднее значение коэффициента контроля.

Согласно результатам проведенного исследования коэффициент контроля при переходе от стоимости 100% собственного капитала компании к мелкому пакету до 10% собственного капитала, который не дает значительных преимуществ по контролю, составляет в среднем 0,49.

Для акционеров, владеющих от 10 до 25% акций, в соответствии с результатами исследования переходный коэффициент составляет в среднем 0,60.

Владелец 25%-ного пакета акций имеет право заблокировать ряд существенных решений, а также имеет право доступа к документам бухгалтерского учета. Соответственно для пакета размером от 25 до 50% акций, по результатам исследования, необходимо применять средний переходный коэффициент 0,74.

Решающий размер пакета от 50 до 75% дает акционеру массу преимуществ по управлению компанией. Для пакета данного размера при переходе от стоимости 100% собственного капитала в соответствии с результатами исследования необходимо применять средний коэффициент 0,96.

Пакет акций от 75% и выше дает держателю возможность принимать любые решения в отношении управления компанией, таким образом, коэффициент перехода составляет 1.

Следует признать, что проведенное исследование имеет ряд недостатков:

1. Количество сделок, выбранных для анализа, невелико. Это обусловлено, прежде всего тем фактом, что число компаний, чьи акции торгуются на фондовой бирже, в России слишком мало.
2. Разброс между значениями рассчитанных соотношений является существенным.
3. Полученные значения O_1 , помимо степени контроля, могут также учитывать другие характеристики акций, такие как распределение акционерного капитала, инвестиционный характер сделок и др. Исключить данные факторы при анализе невозможно вследствие ограниченности информации.
4. При расчете отношений сложно точно определить момент времени, когда рыночная цена акции на фондовой бирже не подвергалась влиянию поступившей информации о предстоящей сделке, так как не всегда существует официальное объявление о готовящейся покупке пакета акций, на фондовой бирже определяющей часто является инсайдерская информация.

В то же время неоспоримым преимуществом проведенного эмпирического исследования является рыночный подход к обоснованию его выводов, так как для расчетов использовались данные российского фондового рынка.

Поскольку полученные в ходе исследования коэффициенты контроля рассчитаны статистическим методом и основаны на итогах реальных сделок с пакетами акций российских компаний, авторы считают, что их с большой долей точности можно применять в практической оценке. Кроме того, в

будущем результаты описанного исследования будут уточняться по мере появления новых данных о сделках с пакетами акций российских компаний.

Список литературы

1. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями на 20 апреля 2005 г.).
 2. Постановление Правительства РФ от 31 мая 2002 г. № 369 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества».
 3. Диев С. Б. Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала // Вопросы оценки. 2003. № 4. С. 20—24.
 4. Козлов В. В., Козлова Е. В. Оценка пакетов акций // Вопросы оценки. 2003. № 3. С. 15—19.
 5. Козырь Ю. В. К вопросу о стоимости контроля // Вопросы оценки. 2003. № 3. С. 20—27.
 6. Синогейкина Е. Г. Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость // Вопросы оценки. 2002. № 4. С.39—52.
 7. Данные сайтов www.rts.ru; www.micex.ru; www.finam.ru; www.skrin.ru; www.ma-journal.ru; www.mergers.ru; новости агентства «АК&М»; газеты «Ведомости» и «Реформа».
- (*) - Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями на 20 апреля 2005 г.)