С.Б. Диев, канд. техн. наук, ООО "Оценочная компания "Нижегородский капитал",
г. Нижний Новгород

Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала

Акции подавляющего большинства российских акционерных обществ не обращаются на организованном рынке ценных бумаг. При оценке пакетов подобных акций, как правило, сначала определяют стоимость 100% собственного капитала компании в результате его оценки известными методами, применимыми в конкретной ситуации с учетом специфики оцениваемого бизнеса и имеющейся у оценщика информации. Далее вносят поправки, учитывающие:

– размер оцениваемого пакета акций, его долю в уставном капитале компании;
– степень его контрольности;
– степень его ликвидности.

Настоящая статья посвящена рассмотрению вопроса о поправке на степень контроля оцениваемого пакета акций. Каким инструментарием располагают оценщики по данному вопросу?

1. На основе опубликованных Mergestat Review исследований рынка слияний и поглощений в 1982–1991 гг., Р. Линг [1] рекомендует, в зависимости от особенностей оцениваемого объекта и примененных методов оценки, вводить премию за контроль, обычно 30...40%, или скидку на неконтрольный характер, обычно 20...25%. Преобразуя данную скидку в поправочный коэффициент, получаем, что его диапазон 0,8...0,75. Указанные диапазоны поправок в дальнейшем приводятся во многих статьях и книгах, например [2, 3, 4].
2. При определении нормативной цены подлежащего приватизации имущества постановлением Правительства РФ [5] утверждены коэффициенты контроля в зависимости от доли пакета акций в уставном капитале (УК), диапазон изменения которых значительно шире: от 0,6 (для доли менее 10% УК) до 1 (для доли более 75% УК).
3. В ряде публикаций по данному вопросу, например [6, 7], предложены оригинальные методические подходы расчета премии за контроль.

Нисколько не подвергая сомнению ценность рекомендаций, приведенных в указанных работах, автор данной статьи считает уместным изложить свое мнение по рассматриваемому вопросу и предложить алгоритм расчета поправки на степень контрольности оцениваемого пакета акций. При этом необходимо отметить, что применение метода чистых активов, метода капитализации дохода и метода дисконтированных денежных потоков позволяют получить величину стоимости бизнеса (собственного капитала компании) с точки зрения наличия 100% контроля над предприятием. Премию за контроль в случае применения указанных методов вносить не требуется. В большинстве случаев уместным является внесение поправки на неполный контроль оцениваемой доли.

В статье Е.Г. Синогейкиной [8] приведена классификация пакетов акций и выполнен анализ прав акционеров в зависимости от величи-

ны пакета акций (доли в УК) в соответствии с Законом "Об акционерных обществах" [9]. Предложенный ниже алгоритм расчета поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала базируется на анализе и выводах, приведенных в указанной статье, и, по сути, является их логическим продолжением и развитием. Автор солидарен с Е.Г. Синогейкиной, что "*для установления степени контроля, которой обладает владелец определенного пакета акций, исследованию подлежит не только размер пакета, но и наличие у него признаков контроля, которые зависят от нескольких параметров:*

1) прав акционера — владельца пакета акций;

2) степени концентрации акционерного капитала;

3) типов собственников и их инвестиционных мотивов.

При анализе степени контроля важен не только размер данного пакета, но и размер других пакетов, и их распределение среди прочих акционеров" **[8].**

В табл. 1 представлены права акционеров, возникающие в общем случае в зависимости от размера пакета акций [8, 9]. При этом общие права акционеров и дополнительные права акционеров, владельцев менее 10% голосующих акций (право доступа к данным реестра акционеров, право обращаться в суд с иском о возмещении убытков и т.д.), не учитываются, так как не дают каких-либо функций контроля над акционерным обществом.

При определении рыночной стоимости пакета акций для целей купли-продажи алгоритм расчета поправки на степень контроля оцениваемого пакета сводится к следующему:

– по данным реестра акционеров на дату оценки выбираются акционеры, за исключением собственника оцениваемого пакета, — владельцы 1% и более голосующих акций. Оценщик рассматривает их как вероятных покупателей оцениваемого пакета. Кроме того, оцениваемый пакет, возможно, приобретет стороннее лицо, либо акционер — владелец ничтожного пакета (менее 1%) акций оцениваемого предприятия. Таким образом, определяется количество вероятных исходов;

– для каждого из вероятных исходов определяется размер пакета, который будет иметь акционер в результате приобретения оцениваемого пакета;

– степень контроля для каждого исхода определяется как средневзвешенная вероятность осуществления прав, дающих контроль над предприятием. Вероятность осуществления каждого права определяется как отношение размера пакета при данном вероятном исходе к размеру пакета, гарантирующему осуществление данного права контроля. Если право гарантировано, вероятность равна 1. По вопросам, общего собрания, принимаемым квалифицированным большинством в 3/4 голосов, владелец пакета в 25% голосующих акций имеет право заблокировать принимаемое решение. Поэтому для пакетов от 25 до 37,5% голосующих акций принимается вероятность осуществления прав по данным вопросам, равная 0,5;

– степень контроля оцениваемого пакета определяется как средневзвешенная (для всех вероятных исходов) степень контроля, который дает приобретение оцениваемого пакета.

Пример расчета степени контроля пакета акций приведен в табл. 2. Исходные данные: доля оцениваемого пакета составляет 42% УК. Остальные акции распределены между четырьмя акционерами следующим образом: 23, 23, 8 и 4%.

Необходимо отметить, что в каждом конкретном случае количество и состав принимаемых к расчету прав контроля определяется на основе анализа Устава акционерного общества. Часть из приведенных в табл. 1 прав контроля может быть отнесена к компетенции совета директоров. В то же время в уставе могут быть приведены права, не отраженные в табл. 1. Если акционерный капитал достаточно распылен, мелкие акционеры не принимают участие в общих собраниях и анализ ретроспективных данных показывает устойчивую долю голосующих акций, принимающих участие в собраниях, при расчете степени контрольности оцениваемой доли более уместным будет принимать во внимание долю голосующих акций, стабильно принимающих участие в собраниях.

Степень контроля оцениваемого пакета при оценке инвестиционной стоимости, в отличие от рыночной стоимости, определяется как средневзвешенная степень контроля, который дает приобретение оцениваемого пакета для конкретного инвестора, не зависимо от того, является он на дату оценки акционером, или нет. В этом случае расчет проводится только по одному вероятному исходу.

В табл. 3 приведены результаты расчета степени контроля пакетов акций, которые автор использовал в практической деятельности, в сопоставлении с коэффициентами контроля согласно правилам, утвержденным постановлением Правительства [9]. Значение коэффициента контроля согласно [9] целиком определяется размером оцениваемой доли и растет с ее увеличением. Степень контроля, рассчитанная по предлагаемому алгоритму, зависит не только от

размера оцениваемой доли, но и от степени концентрации акционерного капитала. Чем выше степень концентрации акционерного капитала, тем выше, при прочих равных условиях, степень контроля оцениваемой доли.

Подводя итог, отметим, что предложенный алгоритм обладает недостатками:

– рассматриваемые исходы могут иметь разную вероятность осуществления, и в этом случае перед оценщиком встает задача обоснования распределения вероятностей исходов, принимаемых к расчету;
– анализируемые права контроля, очевидно, имеют разные веса по их значимости в функции контроля над предприятием. Однако корректное обоснование этих весов, по мнению автора, представляет собой весьма не простую научную проблему и нуждается в дальнейших исследованиях.

Вместе с тем, предложенный алгоритм обладает достоинствами:

– степень контроля, рассчитанная по предлагаемому алгоритму, зависит не только от размера оцениваемой доли, но и от структуры акционерного капитала, что более соответствует реалиям рынка;
– получаемый результат нагляден и в достаточной степени достоверен, так как целиком базируется на фактических данных и не зависит от субъективных суждений оценщика.

Таблица 1. Права акционеров, возникающие в зависимости от размера пакета акций

№ п/п	Описание прав, влияющих на стоимость	Размер пакета (% голосующих акций)
1	Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	10
2	Право требовать проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности общества	10
3	Право доступа к документам	25
4	Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	30
5	Определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	50
6	Увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций	50
7	Уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций	50
8	Образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий	50
9	Избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	50
10	Утверждение аудитора общества	50
11	Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества, а также распределение прибыли в том числе выплата (объявление) дивидендов	50
12	Определение порядка ведения общего собрания акционеров	50
13	Избрание членов счетной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	50
14	Дробление и консолидация акций	50
15	Принятие решений об одобрении крупных сделок	50
16	Принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций	50
17	Утверждение внутренних документов, регламентирующих деятельность органов общества	50
18	Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции	75
19	Реорганизация общества	75
20	Ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов	75
21	Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями	75
22	Приобретение обществом размещенных акций	75
23	Принятие решений об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов	75
24	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки	75
25	Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции), составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций посредством открытой подписки	75

Таблица 2. Пример расчета степени контроля пакета акций

Описание прав	Размер доли в УК прочих акционеров на дату оценки				
		23	23	8	4
	Размер доли в УК в случае приобретения объекта оценки				
	42	65	65	50	46
	Вероятность осуществления права				
Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Право требовать проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности общества	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Право доступа к документам	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Определение количественного состава совета директоров (наблюдательного совета) общества, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Увеличение уставного капитала общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций, путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения приобретенных или выкупленных обществом акций	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Избрание членов ревизионной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Утверждение аудитора общества	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества, а также распределение прибыли в том числе выплата (объявление) дивидендов	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Определение порядка ведения общего собрания акционеров	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Избрание членов счетной комиссии общества и досрочное прекращение их полномочий	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Дробление и консолидация акций	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Принятие решений об одобрении крупных сделок	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Утверждение внутренних документов, регламентирующих деятельность органов общества	0,84	1,00	1,00	1,00	0,92
Внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Реорганизация общества	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Приобретение обществом размещенных акций	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Принятие решений об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством закрытой подписки	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Размещение акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции), составляющих более 25% ранее размещенных обыкновенных акций посредством открытой подписки	0,56	0,87	0,87	0,67	0,61
Сумма вероятностей осуществления прав контроля	19,4	24,0	24,0	22,4	20,8
Средневзвешенная вероятность осуществления прав контроля	0,776	0,958	0,958	0,894	0,834
Степень контроля оцениваемого пакета акций - среднее значение по всем вероятным исходам	**0,884**				

Таблица 3. Практические результаты расчета степени контроля пакетов акций

Оцениваемая доля, % УК	Доли других акционеров, % УК	Степень контроля согласно приведенному алгоритму	Коэффициент контроля по постановлению Правительства
9	51; 40	0,681 – в общем случае 0,907 – средняя для двух прочих акционеров	0,6
10	6; 45; 39	0,616 – в общем случае 0,906 – средняя для двух акционеров – владельцев 45% и 39%	0,7
12,79	11,95; 1,36; 19,96; 3,29; 5,59; 14,12	0,451	0,7
16,9	61,6; 18,4; 3,1	0,63 – в общем случае; 1,0 – при оценке инвестиционной стоимости для акционера – владельца 61,6%	0,7
27,78	50; 20,56; 1,66	0,779 – в общем случае; 0,954 – средняя для двух акционеров – владельцев 20,56% и 50% 1,0 – при оценке инвестиционной стоимости для акционера – владельца 50%	0,8
30,28	3,98; 2,39; 4,98; 2,59; 2,39; 2,59; 13,94; 3,59; 12,95; 2,79	0,686	0,8
50	19,6; 7,35; 7,35; 7,35; 3,68; 1,03	0,921	0,9

Литература

1. Линг Р. Определение премии за контрольный пакет, скидки за меньшую долю и скидки за недостаточную ликвидность. М.: Академия оценки, 1997.

2. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 1998.

3. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. СПб.: Питер, 2001.

4. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. М.: Юнити, 2001.

5. Постановление Правительства РФ от 31.05.02 г. № 369 “Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества”.

6. Козлов В.В., Козлова Е.В. Оценка пакетов акций // Вопросы оценки. 2003. №3.

7. Козырь Ю.В. К вопросу о стоимости контроля // Вопросы оценки. 2003. №3.

8. Синогейкина Е.Г. Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость // Вопросы оценки. 2002. №4.

9. Федеральный закон от 26.12.95 г. №208-ФЗ “Об акционерных обществах”.