

Н.А. Бухарин, доцент, канд. техн. наук, директор МИПК ГОУ «СПбГПУ»,
г. Санкт-Петербург

С.В. Пупенцова, доцент, канд. экон. наук, ГОУ «СПбГПУ»,
факультет экономики и менеджмента недвижимости,
г. Санкт-Петербург

О.А. Шаброва, преподаватель МИПК ГОУ «СПбГПУ»,
г. Санкт-Петербург

ОЦЕНКА ПАКЕТА АКЦИЙ

Особенности постановки задачи

При оценке предприятия (бизнеса), являющегося акционерным обществом, часто возникает задача определения стоимости не всего общества, а его части в соответствии с размером пакета акций, принадлежащих отдельному собственнику. Решение такой задачи начинается с определения стоимости собственного капитала общества, то есть с определения рыночной стоимости стопроцентного пакета акций, находящегося в одних руках. Деление полученного результата на полное количество акций общества (для упрощения анализа будем считать, что все они являются обыкновенными) даёт пропорциональную стоимость одной акции в составе стопроцентного пакета, как если бы он был в одних руках.

Для получения рыночной стоимости пакета акций, меньшего, чем стопроцентный пакет, к стоимости пакета, полученной на основе пропорциональной стоимости одной акции, применяют различные корректировки. Задача этих корректировок – учесть влияние различных факторов на рыночную стоимость пакета акций. Среди таких факторов обычно рассматривают наличие или отсутствие контроля над предприятием, степень ликвидности, возможное изменение факторов при смене собственника оцениваемого пакета и так далее.

Переход от пропорциональной стоимости акции к рыночным стоимостям акций в конкретных пакетах в настоящее время не может быть выполнен доказательным способом. Это связано с тем, что информация, необходимая для расчётного обоснования применяемых скидок и премий, недоступна оценщикам в Российской Федерации. Поэтому сравнительный подход (метод рынка капитала) в данном случае не может быть реализован для оценки отдельных акций в составе пакетов.

Доказуемым результатом оценки является исключительно стоимость собственного капитала общества. Следовательно, единственным способом определения стоимостей отдельных пакетов может быть корректировка их пропорциональной стоимости с помощью ограниченных данных рынка.

Применение таких корректировок отражает экономическую суть факта владения пакетом акций – получение акционером пакета прав, имеющих для него некоторую совокупную полезность. В процессе оценки данная полезность выражается в денежной форме.

Состав полезности, получаемой акционером от владения пакетом акций, зависит от параметров объектов оценки и окружающей среды, представленных ниже:

- размер пакета, принадлежащего акционеру;
- действующее законодательство и Устав общества, которые устанавливают соответствия между размером принадлежащего акционеру пакета акций и его правомочиями;
- распределение акций между всеми другими акционерами;
- возможности легального «обхода» норм законодательства и Устава, определяющих и ограничивающих те или иные права акционера;
- наличие существующих на дату оценки общих интересов, конфликтов интересов акционеров и их групп.

Стоимость одной акции в пакете определяется путем деления его рыночной стоимости на число акций в нем.

Анализ фактически существующего распределения акций и интересов конкретных акционеров позволяет вынести суждение о рыночной стоимости пакета в предположении о гипотетической сделке, в которой не заинтересованы другие владельцы предприятия. В этом случае фактический собственник оцениваемого пакета (потенциальный продавец) будет расставаться со своими правами в обществе (в том числе и на доходы от его деятельности), состав которых есть продукт конкретных обстоятельств. Именно они определяют для собственника полезность пакета и её оценку с позиции «продавца».

Потенциальный покупатель, став новым акционером, также окажется в конкретном окружении других акционеров общества. Полезность купленного им пакета будет определяться размером пакета, и совокупностью интересов и возможностей других акционеров, состав и права которых не меняются после осуществления сделки. Учет возможности участия в сделке с оцениваемым пакетом других акционеров общества является предметом дальнейшего рассмотрения, которое следует проводить на основе результатов, полученных в данной статье.

Оценка значительного пакета акций является весьма сложной задачей по анализу всех разумно допустимых комбинаций интересов и прав фактического владельца оцениваемого пакета и потенциального приобретателя такового.

Сложность данной задачи является следствием того, что в подавляющем большинстве случаев оценщику недоступна существенная информация о реальных интересах акционеров и субъектов, являющихся наиболее вероятными заинтересованными приобретателями пакета акций. Ещё важнее то, что отсутствуют неискажённые статистические данные о сделках купли–продажи значительных пакетов российских акционерных обществ. Именно такие данные фиксируют «денежную реакцию» участников рынка на значимость тех или иных прав, обеспечиваемых размером пакета. Эти данные необходимы для выбора наиболее адекватных параметров математических моделей, имитирующих оценки полезности. При наличии всей существенной информации задача может быть достаточно точно формализована и сведена к некоторой стандартной задаче теории игр с соответствующим алгоритмом решения.

Обоснование концепции

К сожалению, не известно о существовании действующей модели, которая была бы оснащена базой данных о сделках с крупными пакетами акций. Отсутствует информация и о биржевых сделках с абсолютно миноритарными («ничтожными» с точки зрения влияния на управление обществом) пакетами тех же эмитентов до или после покупки крупного пакета. Такая модель позволяла бы по результатам ввода данных об обществе получать оценки стоимости различных пакетов его акций.

По данной проблеме существует масса публикаций [1–7]. Так, в работе [1] приводится подробная классификация пакетов акций, и анализ прав акционеров в зависимости от величины их долей в уставном капитале. Полученные выводы легли в основу работы [2] (см. также [3]), в которой для определения стоимости пакета акций предлагается реализовать сценарный подход. При моделировании сценариев основное внимание уделяется ситуации, когда потенциальным приобретателем является собственник другого пакета акций данного предприятия. На наш взгляд собственники обычно не афишируют свои желания приобретать дополнительные акции к уже существующим пакетам. В ситуациях, когда подобные стремления являются «прозрачными», скорее реализуются не рыночные, а инвестиционные стоимости.

Работа [4] предлагает рассматривать распределение контроля в зависимости от структуры акционерного капитала. Однако степень контроля определяется на основе субъективных мнений. Кроме того, не учитываются особенности распределения мест в Совете директоров общества.

Математическая модель определения поправки на контроль, представленная в работе [5], неприменима на практике, так как отсутствует необходимая интерпретация, увязывающая

математическую задачу с ее содержательной постановкой¹. В работе [6] разработана математическая модель расчета стоимости непосредственно пакета акций. Однако в модели используются эмпирически выведенные авторами коэффициенты функции контроля для значимых пакетов (от 25,01% и выше) и значение 0,6, соответствующее соотношению между капитализацией общества и рыночной стоимостью 100%-го пакета акций, находящегося в одних руках. Под капитализацией общества в данном случае понимается число, полученное путем умножения стоимости акции в миноритарном пакете на общее число акций.

Следует отметить, что все предлагаемые модели не «откалиброваны» по рыночным данным, вследствие отсутствия последних. Во всех таких моделях в более или менее явном виде заложены экспертные оценки стоимости прав, которые возникают у акционера при достижении размера принадлежащего ему пакета того или иного порогового значения (доли в уставном капитале компании). Только в работе [8] рассматривается применение прецедентной судебной практики для расчета скидок и премий при оценке пакетов акций. Однако приведенные в этой работе данные относятся к американскому фондовому рынку и их применение в практике российского рынка в настоящее время никак не обосновано. В практике российской оценки при определении стоимости пакетов акций иногда используют Постановление Правительства РФ №369 от 31.05.2002 [9], забывая при этом, что данное постановление относится к частному случаю приватизации государственного имущества. Фактически в данном постановлении сформулировано мнение собственника (в данном случае – государства) о стоимости, по которой он готов реализовать свое имущество. Поэтому, данное постановление не может применяться при определении рыночной стоимости пакетов акций.

Практически все известные модели используют предположение о том, что (вне зависимости от распределения акций между акционерами) сумма рыночных стоимостей всех существующих пакетов равна рыночной стоимости 100%-го пакета акций «в одних руках»². Данное предположение представляется неверным. Тем не менее, мы понимаем, что, в условиях отсутствия необходимых статистических данных, его использование является наиболее разумной альтернативой.

Большинство российских авторов придерживается мнения, что удельная стоимость акции в контрольном пакете не может превышать пропорциональной стоимости акции общества. В действительности, удельная стоимость акции в контрольном пакете (50% плюс одна акция) может существенно превышать их пропорциональную стоимость, особенно в условиях российского законодательства и сложившихся традиций делового оборота.

Нет ни одной публикации, содержащей описание алгоритма экспертной оценки прав акционера, владеющего пакетом, что не позволяет сформировать суждение о степени обоснованности предлагаемых авторами публикаций моделей. Вследствие данного обстоятельства более уместным представляется формирование и описание такой модели. Это позволяет читателю понять все учтенные ниже факторы и оценки значимости тех или иных прав акционеров, использованные в расчётах. Если читатель будет иметь мнение, отличное от изложенного здесь, то представленная модель может быть использована им для расчёта иных оценок.

Предлагаемая в [12] и расширенная в данной работе модель основана на профессиональных, но субъективных суждениях. То, что результаты расчётов в большей части не могут быть подтверждены достаточной совокупностью фактических данных, лишает их статуса доказательства. Вследствие вышеизложенного, совершённый переход от пропорциональной стоимости акции к стоимости акции в составе конкретного пакета (оценка) следует рассматривать в качестве профессионального мнения оценщиков, которое не может быть однозначно доказано, хотя и основано на ограниченных данных рынка.

Ниже описаны все существенные допущения и предпринятые оценщиками действия, на которых базируется оценка акций общества в составе того или иного пакета. Формулирование

¹ Лейфер Л.А., Дубовкин А.В. «Определения влияния контрольных функций на стоимость пакета акций» // Вопросы оценки №2'2005.

² Исключение составляет упомянутое выше Постановление Правительства РФ, в котором суммарная стоимость пакетов меньше стоимости 100%-ого пакета общества, как если бы он находился в одних руках.

начальных и граничных условий задачи представляется неизбежным. В противном случае она не сможет быть формализована до уровня, позволяющего получить решение.

Предположения и допущения модели

Предполагается, что каждый из акционеров действует исключительно с целью максимизации собственных выгод. Действия, которые имеют целью нанесение ущерба интересам других акционеров, не предполагаются (объявляются «запрещёнными»). Данное предположение в ряде случаев может оказаться не соответствующим действительности. Здесь не рассматриваются особенности враждебных поглощений, так как специфика такого рода сделок не совместима с концепцией рыночной стоимости. В таких случаях следует рассматривать инвестиционную стоимость для специального приобретателя.

Предполагается, что ни один из ныне существующих пакетов не может быть продан ни одному из существующих акционеров. На первый взгляд может показаться, что данное предположение существенно сужает спектр рассматриваемых задач. Однако это не так. В большинстве случаев акционеры не демонстрируют рынку свой интерес в приобретении дополнительных акций. Дополнительно приобретаемые акции аккумулируются, как правило, у номинальных держателей, и реальное распределение пакетов акций у собственников становится известным только на собраниях акционеров. Случаи, в которых рынок реагирует на активную скупку акций общества одним из собственников, имеют чаще всего отношение к инвестиционной стоимости пакетов акций и требуют отдельного рассмотрения.

Для описания состава прав, которые реализуются посредством голосования владельца пакета на общем собрании акционеров, необходимо понимать наличие общих интересов у различных акционеров. То, что один из акционеров является дочерней компанией другого акционера, при определённой постановке задачи может существенно влиять на результат оценки. В нашем случае все акционеры рассматриваются как независимые в своих действиях. Полная зависимость в процессе голосования одного акционера от другого может быть учтена соответствующим объединением их пакетов и учетом в расчетах только консолидированного пакета. При необходимости определения стоимости для целей купли–продажи зависимого пакета или части пакета предлагаемый для реализации пакет или его часть следует учитывать отдельно в составе всех акционеров.

В данном разделе не рассматриваются корректировки на недостаточную ликвидность пакетов. Эти корректировки можно не учитывать в случаях, когда результаты оценки используются для следующих целей:

- формирование условий для размещения дополнительной эмиссии акций между существующими акционерами;
- анализ изменения стоимостей пакетов акционеров в результате выкупа ими различного числа акций при дополнительной эмиссии;
- в ряде других случаев (в зарубежной литературе имеется мнение об отсутствии необходимости в применении скидок за недостаточную ликвидность больших пакетов акций [8]).

Учет скидки за недостаточную ликвидность приведёт к меньшим результатам. К сожалению, для оценки размера скидки за недостаточную ликвидность необходимые исходные данные в отечественной литературе отсутствуют. По данным американских справочных изданий, среднестатистическое значение такой скидки лежит в интервале от 25% до 35% [10]. Однако применимость данных значений в российских условиях весьма сомнительна.

Зависимость прав акционера от размера его пакета акций

Полные права контроля над деятельностью предприятия принадлежат общему собранию акционеров, которое собирается не реже одного раза в год. В промежутках между общими собраниями акционеров предприятием руководит Совет директоров, деятельность которого, в свою очередь, организует его председатель. Права акционера на общем собрании и степень участия его представителей в органах управления предприятия определяются размером принадлежащего ему пакета акций. Права акционера, связанные с размером пакетом акций, определяют и стоимость данного пакета.

Рассмотрим права акционера, определяемые размером его пакета акций, на основе положений Закона РФ «Об акционерных обществах» [11]. Предположим, что Уставом общества установлена численность совета директоров в размере 7^3 человек. Тогда, избрание одного представителя в него всегда обеспечивается владельцу (при кумулятивном голосовании) наличием пакета, равного 12,5% плюс одна обыкновенная акция общества. В ряде случаев для этого требуется наличие и меньшего пакета. Ниже, в таблице 1 показано как меняются права акционера при увеличении размера его пакета акций.

Естественно, что права, связанные с любым пакетом, включают все права меньших пакетов. Отдельно не выделены пороговые значения, кратные 12,5% – они будут рассмотрены лишь в тех случаях, когда увеличение количества членов Совета директоров, представляющих конкретного акционера, приносит последнему новое преимущество.

Полезность 1%-ного пакета (с точки зрения возможности влияния на управление обществом) для его владельца сомнительна. Такой акционер вряд ли будет иметь возможность исследовать деятельность общества с тем, чтобы доказать факт наличия убытков, которые являются следствием решений его исполнительных органов.

Наличие 2% пакета акций дает право внесения вопроса в повестку дня общего собрания общества. Однако при этом нет никаких шансов его решения вопреки воле мажоритарных акционеров. Тем не менее, данное право представляет для мажоритарных акционеров некоторую угрозу.

Если решение, принятое по вопросу, внесённому миноритарным акционером, явно ущемляет его интересы в пользу мажоритарного акционера, то такой факт может быть обнародован, что нанесёт ущерб деловой репутации Общества и ухудшит перспективы размещения дополнительных акций среди миноритарных акционеров. Однако такой ущерб не стоит переоценивать, так как сам факт предельной концентрации контроля указывает на отсутствие интереса мажоритарного акционера к привлечению нового акционерного капитала миноритарных акционеров.

В предположении о том, что Общество действует в интересах всех акционеров, а крупные акционеры не стремятся к ущемлению интересов мелких незаконными способами, преодоление порогов 1% и 2% не приносят их владельцам никаких реальных выгод или угроз интересам иных акционеров. Заметим, что 10%-ный порог представляется существенным, так как создаёт его владельцу некоторые гарантии «дружественности» мажоритарного акционера. Реализация права на созыв внеочередного собрания и проведение внеочередной проверки финансово-хозяйственной деятельности обеспечивает более высокий уровень информированности о реальном положении дел в обществе. Право внесения вопросов в повестку дня внеочередного собрания позволяет при враждебном голосовании крупных акционеров сделать такой факт публичным, что нанесёт ущерб интересам крупного акционера. Возможность такого вреда (по сути – возможность публичного обсуждения) и определяет специальные выгоды, которые имеет владелец 10%-ного пакета. Существенность данного порога представляется нам ещё более значимой (для владельца такого пакета) по следующей причине. При достижении данного порога принципиально меняется возможность акционера «заставлять» других акционеров выполнять его решения.

То, что внеочередное собрание, назначаемое по требованию владельца 10%-го пакета, будет проведено, не зависит от воли других акционеров. Таким образом, акционер, имеющий 10% акций, является принципиально активным участником процесса управления обществом, в отличие от владельца любого меньшего пакета. Владельцы меньших пакетов не могут принудить других акционеров к значимым действиям. Заметим, что в предположении о «дружественности» мажоритарного акционера, его выгоды от невозможности консолидации 10% акций другим акционером меньше, чем выгоды, владельца 10% акций при наличии мажоритарного пакета.

Специальные выгоды владения пакетами голосующих акций размером 12,5%+1 акция, 25%+1 акция, 50%+1 акция и 75%+1 акция, владельцы которых участвуют в собрании,

³ Ст.66: Для общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более одной тысячи количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) общества не может быть менее семи членов, а для общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более десяти тысяч - менее девяти членов [13].

представляются очевидными. Дополнительные выгоды от владения пакетом 30%+1 акция представляются сомнительными, особенно при наличии в обществе мажоритарного акционера. Если общее собрание акционеров не состоялось из-за неявки на него мажоритарного акционера, то на повторное собрание мажоритарный акционер непременно придет и не позволит собственнику такого пакета реализовать свои дополнительные права. В случае, когда собственник пакета 30%+1 акция сам является мажоритарным акционером, необходимо учитывать его совокупные дополнительные права. Преимущество, связанное с обеспечением кворума на повторном собрании и в этом случае не создает собственнику реальных дополнительных выгод.

Таблица 1

Права акционера в зависимости от размера принадлежащего ему пакета

Размер пакета	От чего рассматривается процент	Состав прав (дополнительно к предыдущему)
0,01% (условно; по сути – ничтожный пакет)	От общего количества размещённых обыкновенных акций	Получение дивидендов и дохода от прироста курсовой стоимости акций; право требовать у общества выкупа акций в случаях, предусмотренных законодательством.
1% плюс 1 акция	То же	Право требовать список лиц, имеющих право участвовать в собрании акционеров; обращение в суд с иском к высшему менеджменту о возмещении убытков, причинённых обществу.
2% плюс 1 акция	То же	Право вносить вопросы в повестку дня Общего собрания и выдвигать кандидатуру в Совет директоров.
10% плюс 1 акция	То же	Право созыва внеочередного собрания акционеров и требования внеочередной проверки финансово-хозяйственной деятельности общества.
12,5% плюс 1 акция	То же	Избрание одного члена Совета директоров.
25% плюс 1 акция	От количества акций, представленных на собрании	Блокирование решений общего собрания, предусмотренных законом об АО и Уставом Общества.
30% плюс 1 акция	От общего количества размещённых обыкновенных акций	Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров.
50% плюс 1 акция	От количества акций, представленных на собрании	Избрание Генерального директора, обеспечение принятия общим собранием акционеров всех решений, не требующих «квалифицированного» большинства.
75% плюс 1 акция	То же	Обеспечение принятия Общим собранием акционеров любых решений, отнесённых к его компетенции.
90% плюс 1 акция	От общего количества размещённых обыкновенных акций	Невозможность существования 10%-ного пакета акций в руках другого акционера.
100%	То же	Весь пакет прав в обществе, отсутствие каких-либо прав у других лиц.

Модель оценки специальных преимуществ пакетов разных размеров

Недостаток необходимых статистически значимых рыночных данных приводит к тому, что моделирование оценок специальных преимуществ, определяемых размером пакета акций, может опираться исключительно на экспертные оценки специалистов тех или иных «простых» факторов полезности пакета. Некоторые экспертные оценки могут опираться на фрагментарные рыночные данные, но большинство – нет. В такой ситуации полезно создать «прозрачную» качественную модель оценки стоимости пакетов акций, параметры которой в дальнейшем определяются на основе имеющихся рыночных данных. Увеличение числа данных о ценах реализации пакетов акций на рынке позволит алгоритму, созданному на основе такой модели, стать в будущем статистически достоверным.

Для построения модели необходимо определить как дополнительные права, появляющиеся по мере увеличения размера пакета акций, увеличивают стоимость одной акции в пакете. Для этого обычно используют экспертные методы, и результат получается путем опроса нескольких ведущих оценщиков различных оценочных компаний. Каждый из опрошенных должен оценить каждое из специальных преимуществ пакетов разных размеров в предположении, что акция в ничтожном пакете имеет условную единичную рыночную стоимость.

Можно пойти другим путем. В первом приближении считать, что каждое дополнение прав в пакете увеличивает стоимость одной акции в пакете на стоимость одной акции в миноритарном пакете. При этом, стоимость акции в миноритарном пакете, не нарушая общности, будем считать равной 1 условной единице стоимости⁴. В таблице 2 приведены экспертные оценки специальных преимуществ пакетов разных размеров.

Таблица 2

Экспертные оценки специальных преимуществ пакетов разных размеров

Права	Стоимость одной акции в условных единицах
Акция в ничтожном пакете (дивиденды, прирост курсовой стоимости, требование выкупа)	1 (условная единица)=1
Право созыва внеочередного собрания и проведения проверки	+1 (дополнительно к 1)=2
Избрание одного члена Совета директоров	+1 (дополнительно к 2)=3
Блокирование части решений	+1 (дополнительно к 3)=4
Большая часть решений и выбор Генерального директора	+1 (дополнительно к 4)=5
Любое решение	+1 (дополнительно к 5)=6
Более 90% акций в одних руках	+1 (дополнительно к 6)=7

Такое линейное приближение необходимо рассматривать в качестве первого шага решения задачи.

При построении модели оценка крупного пакета произвольного размера строилась по аддитивному принципу. Предполагалось, что стоимость такого пакета есть сумма стоимостей его частей, каждая из которых оценивается с учётом максимально возможных ее правомочий. При этом мы исходили из того, что каждая «дополняющая» часть имеет полезность, привлекательную для нового акционера, но её «отделение» от «основной части пакета» не должно уменьшать состав прав, принадлежащих оставшейся части. Таким образом, для определения относительной стоимости пакета необходимо из него выделить наибольшую из перечисленных в таблице 2 составляющую. Из оставшейся части пакета снова выделить наибольшую составляющую из перечисленных в таблице 2. Процесс выделения составляющих необходимо продолжать до тех пор, пока оставшаяся часть не станет меньше 10%.

Например, пакет, состоящий из 45,01%⁵ обыкновенных акций (от полного количества таковых), не может рассматриваться как совокупность, состоящая из 25,01%, 10% и 10%. Такой пакет рассматривается как совокупность 25,01%, 12,5% и 7,5%.

В свою очередь, стоимость пакетов, составляющих 95% ($V_{95\%}$) и 42% ($V_{42\%}$) от предполагаемого количества голосующих акций, представленных на Общем собрании акционеров,

⁴ 1 условную единицу стоимости не путать с американским долларом.

⁵ Здесь и далее 0,01% акций символизирует +1 дополнительную акцию, то есть 45,01%=45%+1 акция.

вычисляется следующим образом (в условных единицах).

$$V_{95\%} = (90\% \cdot 7 + 5\% \cdot 1) \cdot N ;$$

$$V_{42\%} = (25\% \cdot 4 + 12,5\% \cdot 3 + 4,5\% \cdot 1) \cdot N ,$$

где N – полное число голосующих акций общества.

Также важно отметить, что пакет может приобрести права более крупного, если отдельные собственники регулярно не посещают собрания акционеров. Например, если 20% владельцев миноритарных пакетов, всегда не ходят на общие собрания акционеров, то фактическое распределение голосов на собраниях будет иным. В этом случае количество голосов 40 %-ного пакета возрастает до контрольного: $50\% = 40\% / 80\%$ ⁶. Новое распределение голосов на типичном собрании можно получить из анализа распределения акций на дату оценки и статистики присутствия акционеров на общих собраниях.

Дальнейшим шагом является «распределение» определенной стоимости собственного капитала общества, приходящейся на все голосующие акции, между всеми пакетами.

Выборы членов Совета директоров происходят на общем собрании акционеров на основе кумулятивного голосования [20]. При таком способе голосования голоса, поданные за одного представителя в Совет директоров, не могут участвовать при выборе другого представителя в Совет директоров того же собственника (владельца пакета). Например, пусть пакет, принадлежащий собственнику, состоит из 20% акций (одна акция соответствует одному голосу при голосовании на общем собрании акционеров). Тогда, если при выборе первого своего представителя в Совет директоров владельцу пакета пришлось отдать число голосов, соответствующее 12,5% + 1 акция, то за следующего своего представителя собственник сможет выставить на голосование число голосов, соответствующее не более чем 7,5% – 1 акция. В случае, когда такой собственник голосовал за первого своего представителя в Совет директоров всеми своими голосами (20%), он вообще не сможет участвовать в выборе следующих представителей.

Определение необходимого и достаточного размера пакета (числа голосов на общем собрании акционеров) для выбора одного представителя в совет директоров определяется из выражения:

$$c = \frac{1}{Q+1} + 1 \text{ акция} \quad (1)$$

где c – необходимый и достаточный размер пакета;

Q – полное число членов в Совете директоров, определяемое Уставом предприятия.

Последнее соотношение легко пояснить на численном примере. При 7 членах в Совете директоров из него следует, что для выбора одного представителя в этот Совет необходимо и достаточно иметь пакет 12,5% + 1 акция. В этом случае владелец такого пакета при выборе членов Совета директоров сможет за своего представителя подать, например, все свои голоса. Даже если все остальные акции (87,5% – 1 акция) аккумулированы в одних руках, то и в этом случае владелец старшего пакета сможет за своих представителей дать большее число голосов только шесть раз. Это следует из следующего неравенства:

$$\frac{87,5\% - 1 \text{ акция}}{7} < 12,5\% + 1 \text{ акция}$$

Бывают ситуации, когда для выбора одного представителя в Совет директоров достаточно иметь меньший пакет акций. Его величина зависит от распределения акций в пакетах других акционеров.

Ранее отмечалось, что стоимости пакетов акций общества определяются в следующем предположении:

$$\begin{aligned} \text{Рыночная стоимость общества} &= \\ &= \text{Сумма рыночных стоимостей пакетов акций} \end{aligned}$$

Под рыночной стоимостью Общества понимается рыночная стоимость 100%-ого пакета акций общества, находящегося в одних руках. Поэтому, задача определения рыночной стоимости

⁶ Это связано с тем, что на каждом собрании присутствует только 80% (100% – 20%) акционеров.

пакетов сводится к распределению рыночной стоимости общества между пакетами в соответствии со связанными с ними правами.

Расчет распределения рыночной стоимости общества между пакетами разных размеров условно можно разбить на 10 этапов.

1. Определение минимального размера (доли в уставном капитале) пакета для получения места в Совете директоров по формуле (1).

2. Определение расчетного значения количества членов в Совете директоров (q), избрание которых может гарантированно обеспечить владелец пакета, вне зависимости от того как распределены остальные доли:

$$q = C_i \times (Q + 1), \quad (2)$$

где

C_i – размер i -ого пакета,

3. Назначение фактического количества членов в Совете директоров, на которое может рассчитывать собственник пакета в сложившейся ситуации. Фактическое количество членов в Совете директоров моделируется на основании анализа реестра акционеров.

4. Определение состава прав принадлежащих каждому пакету.

Пакеты разбиваются на части, обеспечивающие наиболее значимые права. Сначала выделяется часть пакета, обеспечивающая наиболее значимое, из описанных в таблице 1, правомочий. Остаток, позволяющий выделить дополнительно доли, наделенные определенными правомочиями, разбивается на составляющие до тех пор, пока оставшаяся часть не станет меньше 10%.

5. Определение «предварительного» веса для каждого пакета.

В первом приближении принято считать, что каждое дополнение прав в пакете увеличивает стоимость одной акции в пакете на стоимость одной акции в миноритарном пакете. Для получения «предварительного» веса выделенные доли в составе пакета умножаем на соответствующий весовой коэффициент из таблицы 2.

Если структура капитала общества такова, что миноритарная часть пакета дает ему дополнительное право избрания члена в Совет директоров, то коэффициент для миноритарной части пакета рассчитывается как

$$k_{мин} = (k_3 - k_2) \times q_{доп} + k_1, \quad (3)$$

где

$k_{мин}$ – коэффициент для миноритарной части пакета, дающее дополнительное право избрания члена в Совет директоров,

k_3 — коэффициент для пакета, дающего право избрания одного члена в Совет,

k_2 — коэффициент для пакета, дающего право созыва внеочередного собрания и проведение проверки,

k_1 — коэффициент миноритарного пакета, право на получение дивидендов,

$q_{доп}$ — количество дополнительных представителей в Совете директоров.

6. Расчет дивидендной стоимости (в примере «дивиденды пакета»), приходящейся на каждый пакет, осуществляется по формуле:

$$D_i = \frac{d}{Y_o} \times n_i, \quad (4)$$

где

D_i – дивидендная стоимость i -того пакет,

d – дивиденды на акцию,

n_i – количество акций в i -ом пакете,

Y_o – ставка капитализации (рассчитанная по модели WACC).

Расчет дивидендной стоимости проводится в предположении, что дивиденды на акцию остаются постоянными в течение длительного периода.

7. Расчет дополнительной стоимости i - того пакета. Дополнительную стоимость пакета можно получить распределением прав, в зависимости от назначенного на этапе 5 веса, по формуле:

$$V_i' = \frac{w_i}{\sum w_i} \times (V_{100\%} - \sum D_i), \quad (5)$$

где

V_i' – дополнительная стоимость

w_i – вес i -го пакета

$V_{100\%}$ – стоимость компании.

8. Расчет стоимости пакета

$$V_i = V_{i_0} + D_i, \quad (6)$$

где V_i — стоимость i -ого пакета,

9. Расчет стоимости акции в пакете. Отношение стоимости пакета на количество акций в пакете дает стоимость одной акции в пакете.

$$V_{sh_i} = \frac{V_i}{n_i}, \quad (7)$$

где V_{sh_i} — стоимость акции в i -ом пакете.

10. Расчет весовых коэффициентов.

Для получения стоимости пакетов производится расчет «предварительного веса» в зависимости от специальных преимуществ – юридически закрепленных правомочий:

- созыв внеочередного собрания и проведение проверки,
- выдвижение члена в Совет директоров,
- блокирование части решений,
- принятие большей части решений и выбор Генерального директора,
- принятие любого решения.

Дополнительные права, появляющиеся при увеличении стоимости пакета акций, будут иметь различный вес (далее весовой коэффициент), если полученную модель применить к акционерным обществам, рыночная стоимость отдельных пакетов которых известны.

После построения модели подбираем с помощью итерационных вычислений (например, с помощью «Подбор параметра» в MS Excel) значение весового коэффициента для мажоритарного пакета так, чтобы подтвержденная фондовым рынком стоимость акции была равна расчетной стоимости акции в миноритарном пакете. Значения весовых коэффициентов для пакетов между миноритарным и мажоритарным распределены линейно.

Скорректированную модель определения стоимости пакетов акций можно будет применять для решения задач, встречающихся в практике оценки.

Оценка специальных преимуществ пакетов российских компаний по модели

Подбирая данные о компаниях с различными реестрами акционеров, можно получить стоимости одной акции в составе различных пакетов. В данной работе для определения параметров модели была подготовлена и проанализирована выборка данных о компаниях, по каждой из которых имелись следующие данные:

- структура капитала;
- количество акций;
- рыночная стоимость компании;
- цена акции в миноритарном пакете;
- количество членов в Совете директоров;
- выплаченные дивиденды;
- ставка капитализации (рассчитанная по WACC).

В результате мониторинга интернет-порталов — <http://www.skrin.ru>, <http://www.investfunds.ru/>, <http://quote.ru/>, <http://stockportal.ru/>, <http://www.rts.ru/> и сайтов компаний удалось сформировать выборку из 35 обществ с необходимым набором данных на 2009 год.

Для каждой компании выборки были рассчитаны весовые коэффициенты максимальных пакетов в соответствии с алгоритмом, приведенным выше. Весовыми коэффициентами в данной работе именуется как коэффициенты оценки специальных преимуществ (прав) пакетов разных размеров.

Расчет коэффициентов по вышеприведенному алгоритму для отобранных компаний и анализ полученных результатов позволили отвергнуть гипотезу о наличии связи между весовыми коэффициентами и размером пакета. Полученные результаты имели существенные разбросы:

- «10,01%+представитель» от 1,07 до 5,08;
- 25,01% от 1,11 до 7,12;
- 50,01% от 1,14 до 4,29;
- 75,01% от 1,46 до 5,11.

Разброс коэффициентов может быть связан с неоднородностью выборки. Поэтому был проведен дополнительный анализ характеристик компаний, представляющих генеральную совокупность. В процессе исследования была установлена связь между величиной коэффициентов и отношением стоимости 100%-го пакета акций к капитализации (далее мультипликатор). Проведенный анализ показал, что при увеличении мультипликатора увеличиваются весовые коэффициенты. Полученная зависимость объясняется перераспределением стоимости в пользу мажоритарных пакетов за счет снижения стоимости миноритарных пакетов. Распределение мультипликаторов для 35 компаний представлено на рисунке 1.

Полученное распределение можно охарактеризовать, как близкое к нормальному, с правосторонней критической областью. Вывод о наличии в выборке компаний, не принадлежащих генеральной совокупности, можно сделать на основании проверки гипотезы о наличии грубых погрешностей. Проверка выполнена, с использованием двух критериев Романовского и Смирнова. Проведенный анализ позволил считать мультипликаторы больше 1,83 выбросами.

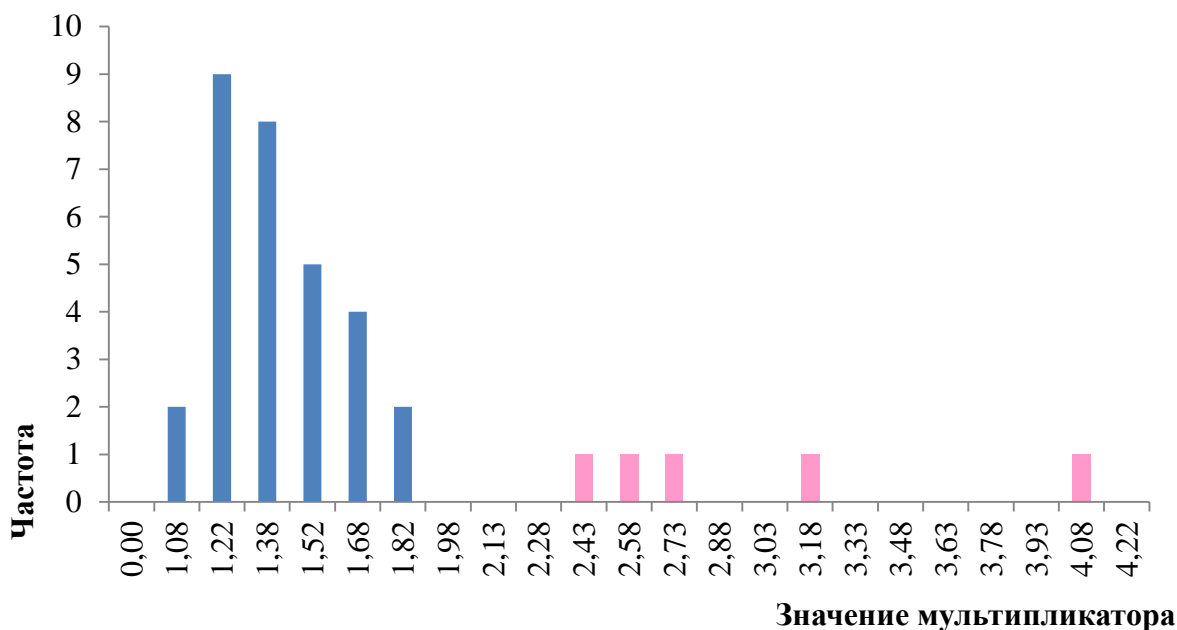


Рис. 1. Гистограмма распределения выборки по мультипликатору

После удаления в выборке осталось 30 компаний, для которых были построены гистограммы распределения по весовым коэффициентам для значимых пакетов. На рисунке 2 представлены гистограммы по пакетам, предоставляющим специальные преимущества своему владельцу.

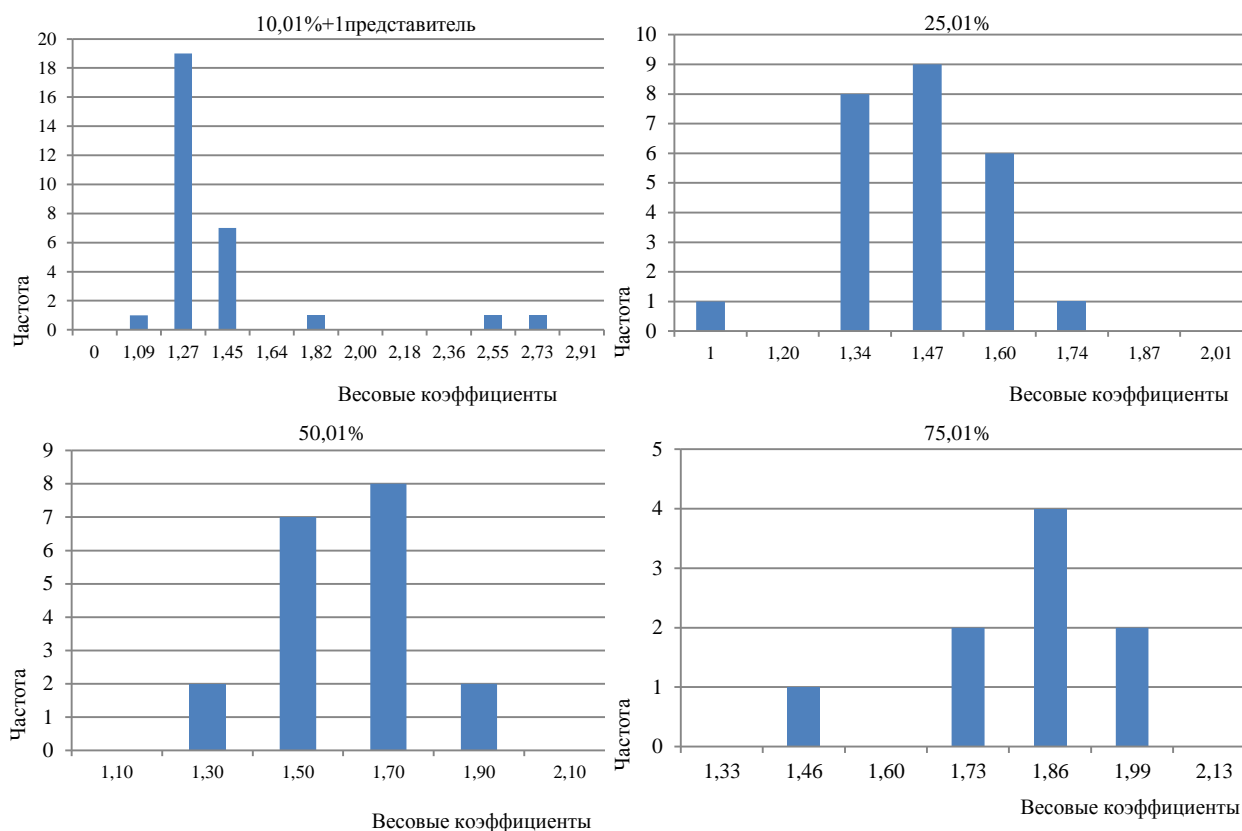


Рис. 2. Гистограммы выборки по пакетам (30 компании)

Итоговые распределения весовых коэффициентов для пакетов, имеющих специальные

юридические преимущества и экономические выгоды, приведены на рисунке 3.

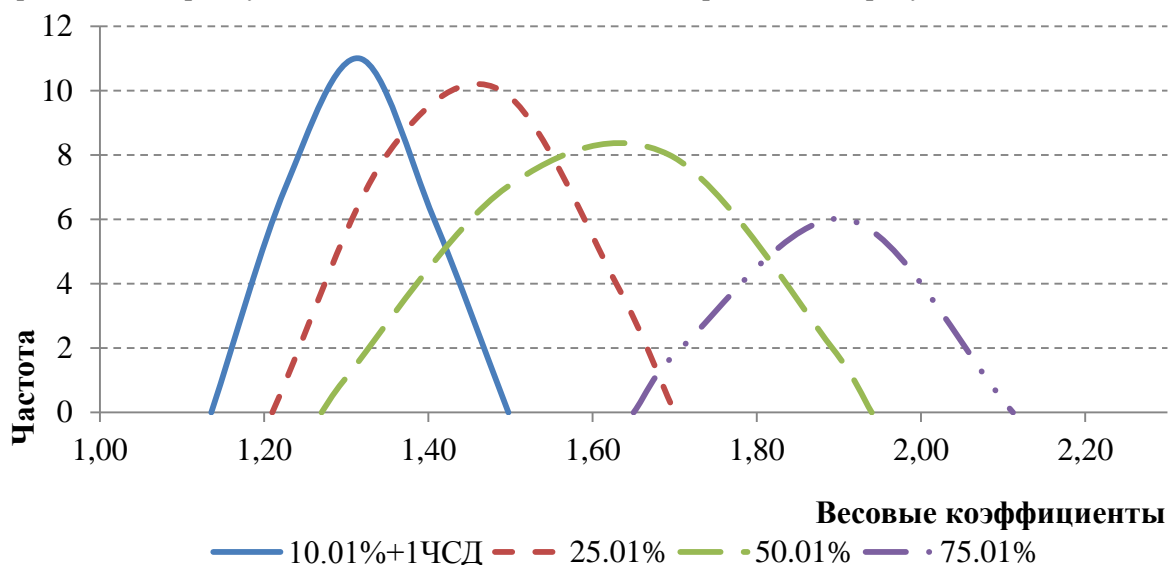


Рис. 3. Гистограмма весовых коэффициентов по пакетам (24 компаний)

С вероятностью 68% ($\mu \pm \sigma$) были получены доверительные интервалы весовых коэффициентов для каждого пакета (см. рис. 4).

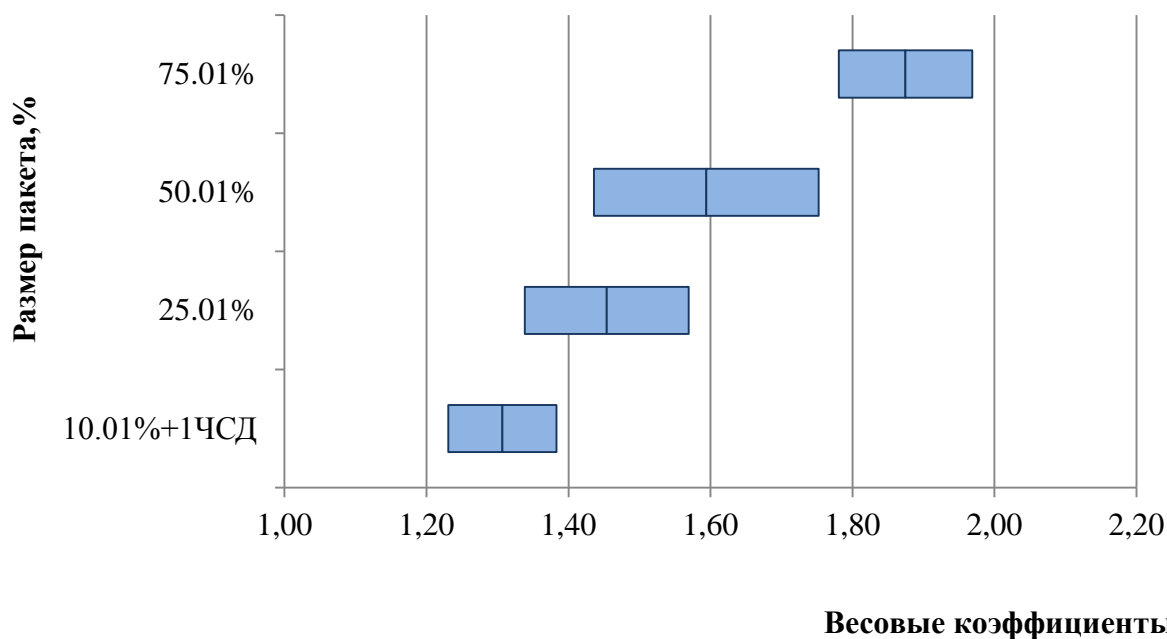


Рис. 4. Доверительные интервалы для весовых коэффициентов, $p=68\%$

При линейной аппроксимации весовых коэффициентов максимальных пакетов компании (см. рис. 5), были получены диапазоны возможных премий, связанных со степенью контроля пакета.

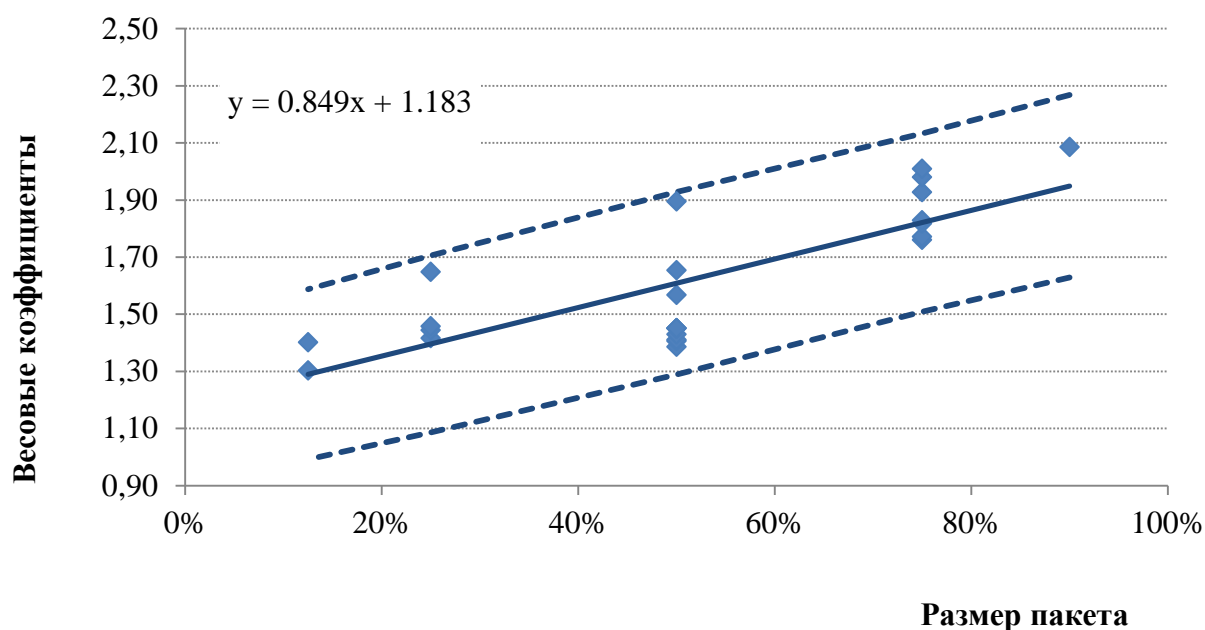


Рис. 5. Доверительный интервал для весовых коэффициентов, $p=95\%$

Таким образом, в результате исследования выведены возможные значения премий, связанные со степенью контроля пакета, в том числе и для 90,01%-го пакета акций.

Последовательный расчет весовых коэффициентов

Весовые коэффициенты получены последовательным расчетом по методике, приведенной выше. Для этого выборка была разбита на группы по размерам максимальных пакетов, имеющие специальные преимущества. В таблице 3 приведены компании, у которых размер максимальных пакетов составляет «10,01%+1 представитель».

Таблица 3

Расчет веса для «10,01%+ представитель»

Размер пакета	«10,01%+представитель»
ОАО «Компания 1»	1,4
ОАО «Компания 2»	1,3
Среднее для «10,01%+представитель»	1,35

В расчете весовых коэффициентов для компаний с максимальным пакетом 25,01% были использованы средние значения весового коэффициента для пакета «10,01%+представитель». Результат подбора весовых коэффициентов для пакетов 25,01%, 50,01% и 75,01% представлен в таблицах ниже.

Таблица 4

Расчет веса для «25,01%»

Размер пакета	«10,01%+представитель»	25,01%
ОАО «Компания 3»	1,35	1,37
ОАО «Компания 4»	1,35	1,74
ОАО «Компания 5»	1,35	1,44
ОАО «Компания 6»	1,35	1,37
Среднее для 25,01%		1,48

Таблица 5

Расчет веса для «50,01%»

Размер пакета	«10,01% +представитель»	25,01%	50,01%
ОАО «Компания 7»	1,35	1,48	1,41
ОАО «Компания 8»	1,35	1,48	1,37
ОАО «Компания 9»	1,35	1,48	1,38
ОАО «Компания 10»	1,35	1,48	1,50
ОАО «Компания 11»	1,35	1,48	1,55
ОАО «Компания 12»	1,35	1,48	1,42
ОАО «Компания 13»	1,35	1,48	1,61
ОАО «Компания 14»	1,35	1,48	1,65
Среднее для 50,01%			1,49

Таблица 6

Расчет веса для «75,01%»

Размер пакета	«10,01% +представитель»	25,01%	50,01%	75,01%
ОАО «Компания 15»	1,35	1,48	1,49	1,90
ОАО «Компания 16»	1,35	1,48	1,49	1,83
ОАО «Компания 17»	1,35	1,48	1,49	1,78
ОАО «Компания 18»	1,35	1,48	1,49	1,81
ОАО «Компания 19»	1,35	1,48	1,49	1,98
ОАО «Компания 20»	1,35	1,48	1,49	1,79
Среднее для 75,01%				1,85

Таблица 7

Расчет веса для «90,01%»

Размер пакета	«10,01% +представитель»	25,01%	50,01%	75,01%	90,01%
ОАО «Компания 21»	1,35	1,48	1,49	1,85	2,08

Последовательный расчет весовых коэффициентов не выявил значительных отклонений результатов от линейного тренда (см. рис. ниже). Проведенный анализ позволил считать предположение о линейной зависимости верным.

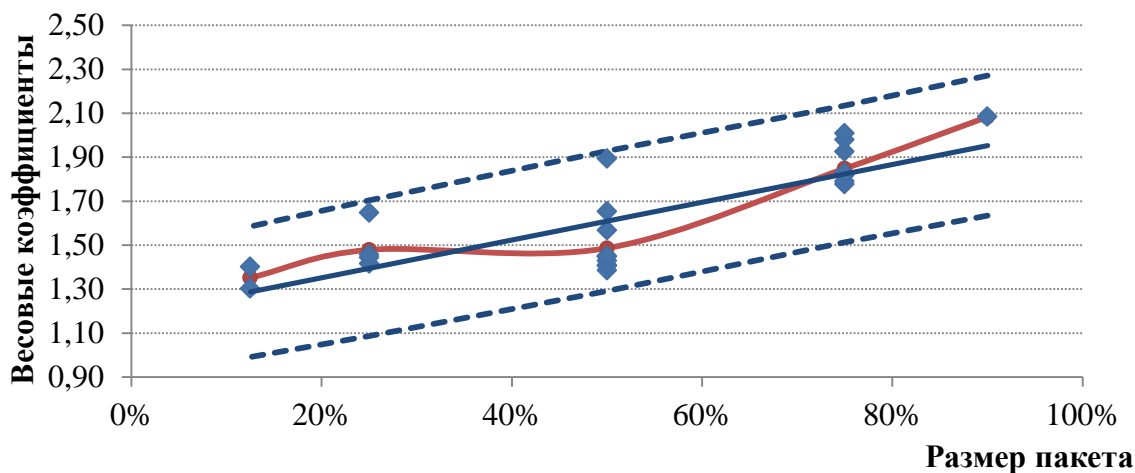


Рис.6. Совмещение результатов расчёта весовых коэффициентов

В заключение приведем возможные значения премий за контроль в виде таблицы 8.

Таблица 8

Возможные значения премий за контроль

Размер пакета	«10,01%+ представитель »	25,01%	50,01%	75,01%	90,01%
Нижняя граница доверительного интервала	1	1,09	1,29	1,51	1,63
Среднее значение по тренду	1,29	1,40	1,61	1,82	1,95
Последовательная подстановка средних	1,35	1,48	1,49	1,85	2,08
Верхняя граница доверительного интервала	1,59	1,71	1,93	2,13	2,27

Несмотря на, казалось бы, большой разброс коэффициентов, результаты оценок стоимостей пакетов имеют небольшой разброс. В качестве выводов приведем область применения, основные недостатки и достоинства модели.

Область применения

Представленная в работе модель применима для компаний, удовлетворяющих условиям:

- акционеры действуют исключительно с целью максимизации собственных выгод и не имеют целей нанесения ущерба интересам других акционеров,
- не рассматриваются особенности враждебных поглощений,
- ни один из ныне существующих пакетов не может быть продан ни одному из существующих акционеров,
- все акционеры рассматриваются как независимые в своих действиях, полная зависимость в процессе голосования одного акционера от другого может быть учтена соответствующим объединением их пакетов и учетом одного консолидированного пакета.

Следует отметить, что полученные коэффициенты выведены для компаний, у которых значение мультипликатора

$$\left(\frac{\text{стоимость_компании}}{\text{рыночная_капитализация}} \right) \leq 1,83.$$

Если указанный мультипликатор больше 1,83, то необходимо самостоятельно подобрать коэффициент для максимальной части мажоритарного пакета и распределить значения коэффициентов между наибольшим и наименьшим пакетами прав линейно, сформировав модель в Microsoft Excel.

Основные недостатки предлагаемой модели:

- сложность анализа количества фактических представителей в Совете директоров для оцениваемого пакета;
- не учитывает возможность приобретения оцениваемого пакета собственником другого пакета акций компании.

Основные достоинства предлагаемой модели:

- учитывает распределение прав в зависимости от структуры акционерного капитала и устава компании;
- учитывает возрастание стоимости небольших пакетов, в результате конкуренции между другими акционерами;

Список использованных источников

1. Синогейкина Е.Г. «Классификация пакетов акций и анализ их влияния на стоимость»//Вопросы оценки №4'2002.
2. Диев С.Б. «Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала»// Вопросы оценки №4'2003.
3. Андреев Д.М. «Анализ одного алгоритма расчета поправки на степень контроля пакета акций» // Вопросы оценки №1'2004.
4. Козырь Ю.В. «К вопросу о стоимости контроля»// Вопросы оценки №3'2003.
5. Козлов В.В., Козлова Е.В. «Оценка пакетов акций»// Вопросы оценки №3;4'2003.
6. Лейфер Л.А., Дубовкин А.В. «Определения влияния контрольных функций на стоимость пакета акций» »// Вопросы оценки №2'2005.
7. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. ООО «ФБК» Электронный ресурс: <http://www.rcb.ru/rcb/2005-12/6945/>, 2005.
8. Иванов А.М., Иванова Н.С., Перевозчиков А.Г. «Оценка стоимости пакетных инвестиций и долевых интересов»//Аудит и финансовый анализ №3'2000.
9. Постановление Правительства РФ «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного и муниципального имущества» №369 от 31.05.2002.
10. Шеннон П. Пратт, Оценка бизнеса. Скидки и премии. – пер. с англ. – М: ЗАО «Квинто-Менеджмент». 2005.
11. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995№ 208–ФЗ. Электронный ресурс: <http://www.consultant.ru/>
12. Бухарин Н.А., Дмитриев С.Ю. Определение рыночной стоимости пакета акций //Проблемы недвижимости – экономика, управление, инвестиции, оценка, вып. 1, 2005 – МИПК СПб ГПУ