

Определение влияния контрольных функций на стоимость пакета акций

ВВЕДЕНИЕ

Наличие или отсутствие функций контроля, а также распределение акционерного капитала — важные факторы, влияющие на стоимость конкретного пакета акций. В отдельных случаях эти факторы являются решающими для оценки ценности рассматриваемого пакета — например, когда приобретение миноритарного пакета одним из акционеров позволяет получить контрольный пакет (свыше 50 %), а значит, радикально изменить расклад сил в компании. Методики оценки стоимости бизнеса учитывают влияние данных факторов путем введения скидки на отсутствие контроля или премии за контроль. Ряд фундаментальных работ [1–3] дает рекомендации в виде возможного диапазона значений скидок и премий, учитывающих наличие или отсутствие функций контроля, а конкретное значение поправки определяется оценщиком в каждом конкретном случае экспертным путем. Более того, методические рекомендации не дают однозначного толкования, в каких случаях следует вводить скидку, а в каких премию, оставляя этот вопрос также на рассмотрение оценщика. Насущная потребность в разработке адекватной модели, учитывающей влияние наличия или отсутствия функций контроля на стоимость пакета акций, привела к появлению ряда публикаций по этому вопросу. Однако единой общепринятой методики определения этих поправок не существует.

Готовая методика определения коэффициента контроля изложена в постановлении Правительства РФ [4]. Однако данная методика использует ничем не обоснованные коэффициенты (например, при переходе от блокирующего пакета к контрольному коэффициент контроля возрастает с 0,7 до 0,8), а также никак не учитывает распределение акционерного капитала. Поэтому данную методику использовать не следует.

В отличие от нее, в статье С.Б. Диева [5] предложен подход, учитывающий распределение акционерного капитала путем анализа прироста функций контроля, который дает каждому из акционеров приобретение рассматриваемого пакета. Однако способ учета прироста функций контроля, основанный на простом сопоставлении количества функций, неадекватен, поскольку значимость различных функций контроля неодинакова. Необходимо ввести веса для разных функций контроля, однако непонятно, каким образом их можно определить. Также в предлагаемой методике не учитывается возрастание стоимости небольших пакетов акций в результате конкуренции между другими акционерами, которым приобретение этого небольшого пакета дает значительный прирост функций контроля (например, для пакета в 10 % при условии, что осталь-

ные акции распределены как 45 и 45 %, необходимо применять не скидку, а надбавку, поскольку его приобретение дает контроль над предприятием).

Существенным шагом является статья Ю.В. Козыря [6]. В ней вводится концепция стоимости контроля как разности между стоимостью бизнеса и его капитализацией. Распределение стоимости контроля зависит от распределения акционерного капитала. Однако коэффициенты распределения контроля между пакетами определяются экспертно, а значит, в предлагаемой методике есть значительная субъективная составляющая.

В статье В.В. Козлова и Е.В. Козловой [7] эмпирические знания о поведении объекта исследования сформулированы в виде постулатов, а также приведена математическая модель, опирающаяся на теорию игр. К сожалению, отсутствует необходимая интерпретация, увязывающая математическую задачу с ее содержательной постановкой, что делает невозможным использование предлагаемой модели для практических нужд.

В данной работе делается попытка обобщить известные работы, отобрать из них наиболее существенные с точки зрения авторов положения и построить модель стоимости пакета акций, учитывающую наличие или отсутствие функций контроля, а также распределение акционерного капитала. По нашему мнению, предложенная модель позволяет дать адекватные результаты в большинстве случаев, которые могут возникнуть в реальных ситуациях при оценке пакетов акций, и преодолеть отдельные противоречия, которые затрудняют практическое использование известных методов. Особенностью работы является использование реальных статистических данных по сделкам с акциями свыше 100 российских предприятий для определения параметров предлагаемой модели.

ТЕРМИНОЛОГИЯ И ПОСТУЛАТЫ. ПОСТРОЕНИЕ МОДЕЛИ

Во избежание неоднозначного толкования отдельных понятий приведем ряд терминов, как они понимаются в настоящей работе.

Стоимость бизнеса — стоимость 100% -ного пакета акций компании.

Капитализация компании — произведение цены одной акции в миноритарном пакете на общее количество эмитированных акций.

Соотношение между капитализацией и стоимостью бизнеса:

$$K = \gamma \times V, \quad (1)$$

где

K — капитализация;

γ — коэффициент пропорциональности; $\gamma \in [0, 1]$.

V — стоимость бизнеса (100% -ного пакета акций);

Стоимость бизнеса, приходящаяся на пакет акций — часть *стоимости бизнеса*, пропорциональная величине пакета.

Скидка за отсутствие функций контроля — снижение стоимости пакета акций по отношению к *стоимости бизнеса, приходящейся на данный пакет*. Возникает в силу отсутствия или неполной величины контроля, который обеспечивает данный пакет.

Премия (надбавка) за контроль — увеличение стоимости пакета акций по отношению к *стоимости бизнеса, приходящейся на данный пакет*. Возникает в силу существенных функций контроля, обеспечиваемых данным пакетом, или наличия заинтересованности в данном пакете других акционеров, поскольку его приобретение дает им существенное приращение функций контроля по отношению к уже имеющимся.

Поправка на контроль — мультипликативная поправка, объединяющая возможную *скидку* или *премию*. Определяется либо как единица за вычетом скидки в относительном выражении, либо как единица плюс премия. Краткое название поправки, учитывающей наличие или отсутствие функций контроля, а также распределение акционерного капитала.

Инвестиционная стоимость пакета акций — стоимость пакета для конкретного инвестора с учетом его заинтересованности в его приобретении. Зависит от наличия (отсутствия) акций у данного инвестора.

Внешний инвестор — потенциальный покупатель пакета акций, не владеющий другими акциями данного эмитента.

Также приведем ряд постулатов, сформулированных в результате эмпирического анализа предметной области и положенных в основу предлагаемой к рассмотрению модели.

1. Ценность акций определяется одновременно двумя комплексными факторами: **доходами от владения** ими (доход может быть двух типов — непосредственный в виде дивидендов, и опосредован-

ный, в виде роста курсовой стоимости и возможности продажи акций в будущем) — фактор дохода (Income); **правом участвовать в управлении компанией** и тем самым влиять на управленческие решения — фактор контроля (Control):

(2)

2. Первая составляющая рыночной стоимости пакета акций, обусловленная фактором дохода, характеризуется пропорциональной зависимостью от величины пакета:

(3)

где

V — стоимость бизнеса (100% -ного пакета акций);

n — число акций в пакете;

N — общее число эмитированных акций.

3. Другая составляющая стоимости пакета формируется наличием (отсутствием) контрольных функций. Эта составляющая также монотонно возрастает с увеличением количества акций в пакете, однако носит более сложный характер:

$$P_{CF} = (1 - \gamma) \times \delta\left(\frac{n}{N}\right) \times V, \quad (4)$$

где $\delta\left(\frac{n}{N}\right)$ — функция стоимости фактора контроля пакета; равна нулю при отсутствии контроля, равна единице для полного контроля, обеспечиваемого пакетом.

В результате преобразований формула (2) принимает вид

$$P = \gamma \frac{n}{N} \times V + (1 - \gamma) \times \delta\left(\frac{n}{N}\right) \times V. \quad (5)$$

4. По мере роста величины пакета есть три точки, в которых функция стоимости фактора контроля изменяется ощутимым скачком:

25 % + 1 акция — блокирующий пакет согласно закону об акционерных обществах (дает право вето по крупным сделкам с активами);

50 % + 1 акция — контрольный пакет согласно закону об акционерных обществах (дает право вето по крупным сделкам с активами);

75 % + 1 акция — отсутствует возможность создания блокирующего пакета, соответствует полному контролю над компанией.

Другие точки в данной работе не рассматриваются, поскольку реальное изменение контроля над предприятием при переходе величины пакета через эти точки незначительно, находится в пределах погрешности и им можно пренебречь.

5. Ценность некоторого пакета акций неодинакова для различных акционеров, поскольку определяется также дополнительными правами по управлению, которые появляются в случае приобретения рассматриваемого пакета. Например, для владельца 24% -ного пакета приобретение 3% -ного пакета позволяет сформировать блокирующий пакет, а значит, для данного акционера ценность 3% -ного пакета существенно выше, чем для владельца скажем, 10% -ного пакета:

$$P^{inv} = \gamma \times \frac{n}{N} \times V + (1 - \gamma) \times \Delta\delta\left(\frac{n}{n_0}\right) \times V, \quad (6)$$

где

P^{inv} — инвестиционная стоимость пакета акций;

$\Delta\delta\left(\frac{n}{n_0}\right)$ — прирост функции контроля, который дает пакет в n акций для владельца пакета величиной n_0 акций. Прирост можно определить как

$$\Delta\delta\left(\frac{n}{n_0}\right) = \delta\left(\frac{n + n_0}{N}\right) - \delta\left(\frac{n_0}{N}\right). \quad (7)$$

Формула (6) является более общим вариантом формулы (5), поскольку учитывает возможную заинтересованность других акционеров.

6. В случае, если приобретение рассматриваемого пакета акционером не приводит к появлению дополнительных функций контроля, ценность подобного пакета для данного акционера формируется лишь фактором дохода, т.е. $\Delta\delta$ в формуле (6) равна нулю. Аналогичное наблюдение приведено в [8]: “51% -ный контроль наиболее эффективен и имеет наибольшую премию, а инвестиции сверх него (до абсолютного контроля в 76 %) следует рассматривать со скидками на миноритарные интересы”.

7. Тот факт, что для одного или нескольких покупателей объем приобретаемых прав при покупке конкретного пакета увеличивается существенно больше, чем для других потенциальных покупателей, еще не является основанием для того, чтобы рыночную стоимость пакета увеличивать на размер его премии. Определенную из расчета на инвестора, получающего наибольшую выгоду, цену продажи следует рассматривать как верхнюю границу рыночной стоимости пакета. Таким образом, рыночная стоимость пакета складывается из его инвестиционных стоимостей для всех потенциальных инвесторов (включая стороннего, не имеющего других акций того же эмитента) с учетом вероятностей его приобретения данным инвестором:

(8)

где

p_i — вероятность покупки пакета i -м инвестором;

P_i^{inv} — инвестиционная стоимость пакета для i -го инвестора;

I — количество потенциальных инвесторов (включая стороннего инвестора).

Построенная в результате анализа предметной области, сформулированной эмпирическими постулатами 1–7, модель стоимости пакета акций, учитывающая фактор контроля и распределения акционерного капитала, описывается формулами (5)–(7).

Для практического использования модели необходимо определить численные значения коэффициента γ и задать значение функции контроля δ .

ЧИСЛЕННОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОСНОВНЫХ ПАРАМЕТРОВ МОДЕЛИ

Перепишем формулу (5) для миноритарного пакета (какие-либо функции контроля отсутствуют, $\delta = 0$):

$$P_{minor} = \gamma \frac{n}{N} \times V. \quad (9)$$

Интерпретируя полученную формулу, коэффициент пропорциональности γ можно определить как коэффициент контроля, соответствующий наибольшей скидке за отсутствие функций контроля. По данным различных источников, величина скидки за неконтрольный характер пакета колеблется в очень широком диапазоне — 20...70 % [1], 20...50 % [2]. Коэффициент контроля, соответствующий максимальной скидке, составляет по данным этих источников 0,5...0,3. В постановлении Правительства № 369 от 31.05.2002 г. “Правила определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества” минимальное значение коэффициента контроля составляет 0,6 (скидка 40 %). За неимением других данных, относящихся к российскому рынку акций, которые основывались бы на проведенных исследованиях, в качестве наибольшей скидки за отсутствие функций контроля мы принимаем 40 %. Это соответствует значению искомого параметра $\gamma = 0,6$. Следует отметить, что данное значение не противоречит рекомендациям зарубежных авторов.

Следующим этапом является формализация функции контроля δ . Постулат 4 говорит о том, что эта функция монотонно возрастает с ростом пакета и меняется скачкообразно в точках 25, 50 и 75 %. Из допущения, сформулированного в постулате 4, а также из постулата 6 следует, что на всех остальных промежутках эта функция практически не меняется. Действительно, величина контроля, приходящаяся на пакет 26 %, соответствует величине контроля и для пакетов 35 и 49 % — все они являются блокирующими и не дают контроля над предприятием (здесь мы не рассматриваем возможность консолидации с другими пакетами — она будет учитываться на следующем этапе). Таким образом, можно утверждать, что в пределах погрешности используемой модели стоимость функции контроля с ростом пакета остается постоянной и возрастает скачком лишь при переходе через точки 25, 50 и 75 % (табл. 1).

Таким образом, для численного определения модели необходимо найти значения двух параметров — стоимости функции блокирующего пакета и стоимости функции контрольного пакета. Для решения данной задачи был выполнен анализ результатов продаж акций различных предприятий

Таблица 1

Размер пакета	Значение функции контроля	Комментарии
До 25 %	0	Отсутствие какого-либо контроля
(25 % + 1 акция) – 50 %	$\delta_{\text{блок}}$	Функции блокирующего пакета
(50 % + 1 акция) – (75 % – 1 акция)	$\delta_{\text{контр}}$	Функции контрольного пакета, но возможно появление блокирующего пакета
75 % и выше	1	Полный контроль

на внебиржевом рынке на предмет выявления прироста стоимости пакета при переходе через границу 25 и 50 %. Анализ выполнялся по данным о состоявшихся сделках по продаже акций, публикуемых в еженедельнике “Реформа” за 2003–2004 гг. В качестве сопоставимого показателя стоимости акций использовался мультипликатор активов P/A . Значение P определялось как отношение стоимости пакета акций к его величине (доле). По мере роста пакета и его перехода через 25 % границу, должен наблюдаться резкий скачок величины P , обусловленный появлением функций блокирующего пакета, и их стоимостной оценки рынком. То же справедливо и для контрольного пакета. На рис. 1, 2 отражены результаты анализа.

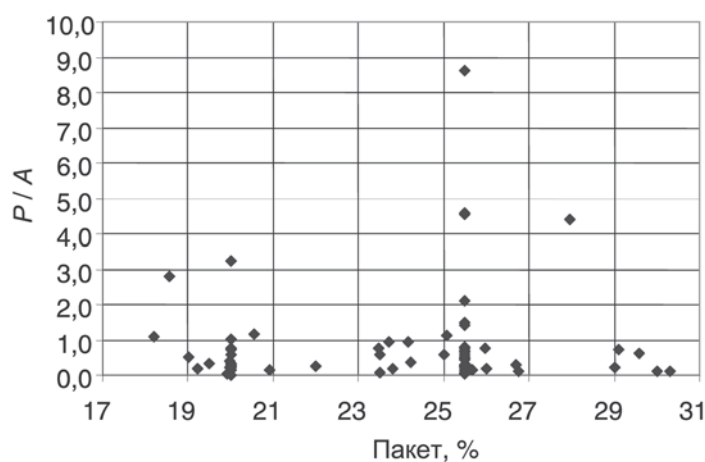


Рис. 1

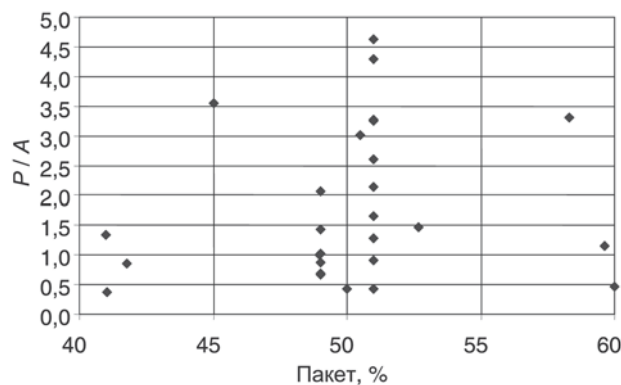


Рис. 2

Конечно, разброс значений довольно велик. Но нам важна не сама зависимость, а то, на сколько в среднем меняется стоимость акций при переходе через границу. Для получения более устойчивой оценки в качестве средней взята медиана. Медианное значение мультипликатора P/A для пакетов величиной 18...25 % составляет 0,341, а для пакетов 25...31 % равно 0,449. Значит, при переходе через границу 25 % стоимость акций возрастает в среднем в $0,449/0,341 = 1,32$ раза. Аналогичным образом, для границы в 50 % увеличение стоимости акций составляет $1,887 / 1,013 = 1,86$ раза.

Определим из этого необходимые нам параметры $\delta_{\text{блок}}$ и $\delta_{\text{контр}}$. Если стоимость одной акции в 100%-ном пакете принять за единицу, то стоимость одной акции в пакете до 25 % включитель-

но согласно (5) равна γ , т.е. 0,6, как было определено выше. Преобразовав (5) и учтя, что $p_n = P/n$ и $p_N = V/N$, получаем:

$$\delta\left(\frac{n}{N}\right) = \frac{\frac{P}{V} - \gamma \times \frac{n}{N}}{1 - \gamma} = \frac{\frac{p_n}{p_N} - \gamma}{1 - \gamma} \times \frac{n}{N} = \frac{p_n - \gamma p_N}{1 - \gamma} \times \frac{n}{N}, \quad (10)$$

где

p_n — цена одной акции в пакете из n акций;

p_N — цена одной акции в 100% -ном пакете (из N акций), приравнена к единице.

Из (10) определим $\delta_{\text{блок}}$:

$$\delta_{\text{блок}} = \frac{0,6 \times 1,32 - 0,6}{1 - 0,6} \times 0,25000001 = 0,12.$$

Рассчитав для пакета 49,999 % его стоимость по формуле (5), получим 0,7. Теперь определим $\delta_{\text{контр}}$:

$$\delta_{\text{контр}} = \frac{0,7 \times 1,86 - 0,6}{1 - 0,6} \times 0,50000001 = 0,88.$$

Таким образом, получаем значений функции стоимости контроля δ (табл. 2).

Таблица 2

Размер пакета	Значение функции контроля	Комментарии
До 25 %	0	Отсутствие какого-либо контроля
(25 % + 1 акция) – 50 %	0,12	Функции блокирующего пакета
(50 % + 1 акция) – – (75 % – 1 акция)	0,88	Функции контрольного пакета, но возможно появление блокирующего пакета
75 % и выше	1	Полный контроль

ИНТЕРПРЕТАЦИЯ МОДЕЛИ

Используя полученную модель, определим, как меняется стоимость одной акции по мере роста величины пакета (здесь и далее речь идет о стоимости акций без учета возможности консолидации с другими пакетами акций, т.е. для внешнего инвестора) — рис. 3.

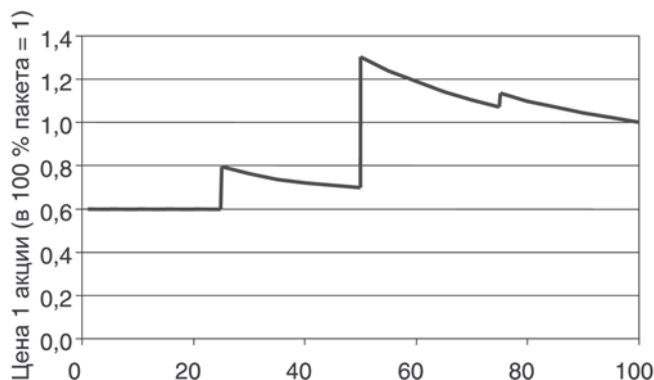


Рис. 3

Выполним интерпретацию полученных результатов и соотнесем их и сформулированные ранее постулаты. До пакета в 25 % стоимость одной акции не меняется и соответствует стоимости акции в миноритарном пакете. Это объясняется отсутствием какого-либо реального контроля для пакетов меньше блокирующего (с учетом допущения в постулате 4). Величина скидки для таких пакетов равна 40 %. При переходе через границу 25 % + 1 акция стоимость одной акции возрастает примерно на треть — согласно выполненным исследованиям, так рынок оценивает появление функций блокирующего пакета. Величина скидки составляет 20 %. В дальнейшем, по мере увеличения пакета вплоть до 50 %, стоимость одной акции начинает снижаться! Это объясняется тем, что подобный

рост величины пакета качественно не улучшает его контрольные характеристики — он является блокирующим и только. И каждая последующая акция приобретается с миноритарными интересами (постулат 6). Скидка для пакета 49 % составляет около 30 %.

При переходе границы 50 % + 1 акция опять происходит качественный скачок — пакет приобретает контрольные функции. Стоимость одной акции возрастает в 1,8 раза — согласно исследованию так рынок оценивает функции контрольного пакета. Теперь одна акция стоит в 1,3 раза дороже, чем в 100% -ном пакете — появляется премия за контроль в размере 30 %. Это объясняется тем, что 51% -ный пакет акций дает примерно 80...90 % контроля над предприятием, т.е. одна акция в таком пакете стоит дороже, чем в 100% -ном пакете. В дальнейшем цена одной акции опять снижается, поскольку вновь приобретаемые акции не приносят дополнительного контроля. Совсем небольшой скачок стоимости при переходе через 75 % отражает приобретение полного контроля над предприятием. Далее стоимость акции приближается к единице — стоимости одной акции в 100% -ном пакете. Поведение стоимости всего пакета акций (в долях от стоимости бизнеса) с ростом величины пакета показано на рис. 4.

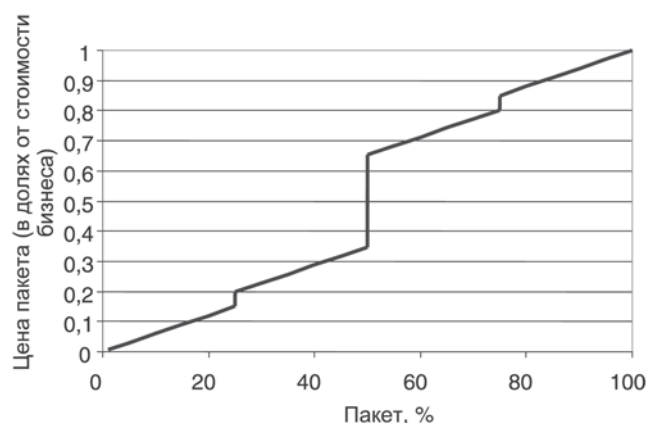


Рис. 4

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРА РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Полученные выше суждения об изменении стоимости акций с увеличением размера пакета являются несколько абстрактными, поскольку не учитывают весьма важный фактор, а именно распределение акций среди акционеров. В условиях, когда приобретение даже небольшого пакета может значительно увеличить контрольные функции пакетов других акционеров, его стоимость может значительно возрасти.

Данный фактор учитывается моделью в формулах (6)–(8). Поскольку численное определение параметров модели завершено, данными формулами можно непосредственно воспользоваться для определения стоимости пакета акций с учетом распределения акционерного капитала. Однако в формуле (8) фигурируют вероятности приобретения пакета акций различными инвесторами. Поскольку данные вероятности определяются не только объективными экономическими факторами, но также рядом субъективных факторов, и точно определить их значения затруднительно, в первом приближении можно принять равновероятным приобретение рассматриваемого пакета акций всеми потенциальными инвесторами, включая стороннего инвестора. Таким образом, рыночная стоимость пакета акций будет равна средней арифметической инвестиционных стоимостей пакета для акционеров и стороннего инвестора:

$$P = \frac{\sum_{i=1}^I \left(\gamma \frac{n}{N} \times V + (1 - \gamma) \times \Delta \delta \left(\frac{n}{n_0^i} \right) \times V \right)}{I}, \quad (11)$$

где

I — общее число потенциальных инвесторов;

n_0^i — начальное число акций, которым обладает i -й инвестор (для стороннего инвестора равно нулю).

Для определения коэффициента контроля стоимость пакета акций следует соотносить с пропорциональной величине пакета долей в стоимости предприятия:

$$k = \frac{P}{\frac{n}{N} \times V} = \gamma + (1 - \gamma) \times \frac{\sum_{i=1}^I \frac{\Delta \delta \left(\frac{n}{n_0^i} \right)}{I}}{\frac{n}{N}}. \quad (12)$$

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МОДЕЛИ

Рассмотрим, как работает полученная модель на конкретных примерах.

Пример 1. Продается пакет 49 %. Все остальные акции (51 %) находятся в руках одного акционера.

Согласно формуле (12) и значениям параметров, определенным в табл. 2, коэффициент контроля $k = 0,6 + (1 - 0,6)/0,49 \times [(1 - 0,88) + 0,12]/2 = 0,7$.

В случае, если контрольный пакет сформирован и находится в одних руках, остальные акции, даже будучи консолидированными в крупный пакет, обладают лишь функциями блокирующего пакета. Их стоимость определяется со скидкой 30 %.

Пример 2. Продается пакет 10 %. Другие акции распределены как 45 и 45 %.

В таком случае коэффициент контроля равен $k = 0,6 + (1 - 0,6)/0,1 \times [(0,88 - 0,12) + (0,88 - 0,12) + 0]/3 = 2,63$.

Приобретение небольшого пакета в 10 % двумя другими акционерами дает им значительный прирост функций контроля — каждый из них становится обладателем контрольного пакета. В такой ситуации обостряется конкурентная борьба за обладание 10%-ным пакетом. Его стоимость возрастает в 2,6 раза по сравнению с пропорциональной данному пакету стоимостью бизнеса.

Пример 3. Продается пакет 8 %. Другие акции распределены как 45, 23, 18 и 6 %.

В таком случае коэффициент контроля равен $k = 0,6 + (1 - 0,6)/0,08 \times [(0,88 - 0,12) + 0,12 + 0,12 + 0 + 0]/5 = 1,6$.

Приобретение пакета 8 % позволяет одному из акционеров сформировать контрольный пакет, а двум другим — блокирующие пакеты. Возникает конкурентная борьба за обладание 8%-ным пакетом, и его стоимость возрастает в 1,6 раза по сравнению с пропорциональной данному пакету стоимостью бизнеса.

Пример 4. Продается пакет 24 %. Все остальные акции (76 %) находятся в руках одного акционера.

В таком случае коэффициент контроля равен $k = 0,6 + (1 - 0,6)/0,24 \times (0 + 0)/5 = 0,6$.

Обладание 76 % акций дает полный контроль над предприятием. В этом случае ценность оставшихся акций, даже объединенных в крупный пакет, эквивалентна ценности акций в миноритарном пакете. Скидка за отсутствие функций контроля максимальна и равна 40 %.

КРАТКАЯ МЕТОДИКА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПОПРАВКИ НА НАЛИЧИЕ ИЛИ ОТСУТСТВИЕ КОНТРОЛЬНЫХ ФУНКЦИЙ ПАКЕТА АКЦИЙ

ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Наличие или отсутствие функций контроля, а также распределение акционерного капитала являются важными факторами, влияющими на стоимость пакета акций. В отдельных случаях эти факторы практически полностью определяют ценность пакета — например, когда приобретение небольшого миноритарного пакета одним из акционеров позволяет сформировать контрольный пакет, а значит, радикально изменить расклад сил в компании.

В теории оценки влияние данных факторов на стоимость пакета акций учитывается путем введения поправки на контроль, показывающей изменение стоимости акций в рассматриваемом пакете по отношению к стоимости акций в 100%-ном пакете.

Выполненное в рамках настоящей статьи исследование позволило построить модель стоимости пакета акций, учитывающую наличие или отсутствие функций контроля, а также распределение акционерного капитала. Численное определение параметров модели выполнено на основе анализа реальных статистических данных по сделкам с акциями российских предприятий.

ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ РАСЧЕТА

Исходные данные для использования сведены в табл. 3 и 4.

Таблица 3

Обозначение параметра	Комментарий
n	Число акций в рассматриваемом пакете
N	Общее число голосующих акций
I	Число потенциальных инвесторов, равно числу остальных акционеров + 1 (сторонний инвестор); мелкие пакеты, распыленные среди большого числа акционеров при использовании методики могут объединяться в один консолидированный при условии, что приобретение консолидированным инвестором оцениваемого пакета акций эквивалентно его приобретению сторонним инвестором
n_0^i	Начальное число акций у i -го акционера (с учетом консолидации мелких пакетов). Для стороннего инвестора равно нулю; $i \in [1, I]$

Таблица 4

Размер пакета	Значение функции контроля δ
До 25 %	0
(25 % + 1 акция) – 50 %	0,12
(50 % + 1 акция) – (75 % – 1 акция)	0,88
75 % и выше	1

АЛГОРИТМ РАСЧЕТА

1. Определение прироста функций контроля, который дает приобретение рассматриваемого пакета каждым из потенциальных инвесторов. Значение функции контроля δ берется из табл. 4:

$$\Delta\delta\left(\frac{n}{n_0^i}\right) = \delta\left(\frac{n+n_0^i}{N}\right) - \delta\left(\frac{n_0^i}{N}\right); \quad i \in [1, I].$$

2. Определение коэффициента контроля по формуле

$$k_{\text{контр}} = 0,6 + 0,4 \times \frac{\sum_{i=1}^I \frac{\Delta\delta\left(\frac{n}{n_0^i}\right)}{I}}{\frac{n}{N}}.$$

3. Определение стоимости пакета акций с учетом поправки, учитывающей возможные функции контроля и распределение акционерного капитала:

$$P_n = k_{\text{контр}} \times P_{100\%} \times \frac{n}{N}.$$

ОБЛАСТЬ ПРИМЕНЕНИЯ

Методика учитывает основные факторы контроля, влияющие на стоимость пакета акций: присущие пакету функции контроля и потенциальные функции контроля, которые его приобретение дает другим акционерам. Методика может применяться для любых пакетов акций при любом распределении акционерного капитала (с учетом замечания о консолидации распыленных пакетов) когда акционерный капитал компании представлен лишь обыкновенными акциями, либо доля привилегированных акций незначительна, либо когда по привилегированным акциям не выплачиваются дивиденды.

Литература

1. *Пратт Ш.П.* Оценка бизнеса. Анализ и оценка закрытых компаний / Пер. с англ. под ред. В.Н. Лаврентьева. М.: Ин-т экон. разв. Всемирного Банка, 2001.
2. Руководство по оценке стоимости бизнеса / Дж. Фишмен, Ш.П. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон. М.: ЗАО “Квинто-консалтинг”, 2000.
3. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 1999.
4. Постановление Правительства РФ “Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества” № 369 от 31.05.2002 г.
5. *Козырь Ю.В.* К вопросу о стоимости контроля // Вопросы оценки. 2003. № 3.
6. *Диев С.Б.* Расчет поправки на степень контроля пакета акций на основе анализа структуры акционерного капитала // Вопросы оценки. 2003. № 4.
7. *Козлов В.В., Козлова Е.В.* Оценка пакетов акций. Ч. 2: Логико-математическое моделирование метода АСАК // Вопросы оценки. 2003. № 4.
8. *Десмонд Г.М., Келли Р.Э.* Руководство по оценке бизнеса / Пер. с англ. И.Л. Артеменкова, А.В. Воронкова. М.: РОО; Академия оценки, 1996.