

image not found or type unknown



В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100 % акций предприятия, а лишь конкретного пакета (пая). Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой - контрольной или неконтрольной - является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и др.

Оценщику при выведении итоговой величины стоимости нужно знать: какие поправки и в каком объеме использовать. В каждом конкретном случае это зависит, во-первых, от того, какая доля владения акциями оценивается. Она может быть неконтрольным (миноритарным) или контрольным пакетом. Степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, поэтому очень важно определить стоимость контроля.

Во-вторых, размер скидки или премии обусловлен методами оценки.

При нахождении стоимости владения контрольным пакетом используются методы: дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, сделок, стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Контрольный пакет акций - это определённое количество акций какого-то предприятия (акционерного общества), находящееся в распоряжении у акционера, предоставляющее для этого акционера управлять акционерным обществом. То есть фактически, владелец контрольного пакета акций контролирует (оттого так и называется - контрольный) деятельность предприятия и может самостоятельно принимать стратегические решения, касаемые важнейших аспектов деятельности акционерного общества.

Большинство методов оценки позволяют учесть степень контроля (таблица "учет уровня контроля на основе применения различных методов оценки").

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения же стоимости миноритарного пакета из стоимости контрольного пакета необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер.

Премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с меньшей долей, т.е. владением миноритарным пакетом акций).

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера.

В определении скидки или премии большое значение имеет тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Эти общества выпускают акции, за счёт чего формируют собственный капитал. Разница между открытыми и закрытыми акционерными обществами сводится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров. Акции открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчёта стоимости контрольного пакета, то необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и обязательно скидку за недостаточную ликвидность.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения (распоряжения) неконтрольным пакетом. Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров влияют лишь в ограниченных принципами голосования рамках. Соответственно неконтрольные пакеты стоят меньше пропорциональной части стоимости предприятия.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом.

Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся: эффект распределения собственности, режим голосования, контактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

Эффект распределения собственности. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за

свой пакет сверх стоимости, пропорционально его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или иную сторону.

Режим голосования. В мировой практике используют некумулятивную и кумулятивную системы голосования при выборе совета директоров.

При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым сконцентрировавшись на одной кандидатуре. Такая система голосования выгоднее держателям миноритарных пакетов. В этом случае стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит к миноритарным акционерам.

Контактные ограничения. Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т. д. Здесь часть стоимости премии за контроль теряется.

Финансовые условия бизнеса. Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний), становятся труднореализуемыми. В каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Напротив, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, то стоимость последнего должна быть увеличена.

## **1.2 Оценка стоимости неконтрольных пакетов акций**

Существуют три основных подхода к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов.

Первый подход - «сверху вниз». Он включает три этапа.

1. Методами дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.
2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

3. Определяется, а затем вычитается из пропорциональной доли скидка на неконтрольный характер. На этом же этапе должно быть установлено, насколько необходима и какова величина дополнительной скидки на недостаточную ликвидность.

Второй подход - «горизонтальный». При таком подходе необязательно определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета можно взять из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний и осуществить расчёт методом рынка капитала. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к открытым компаниям, когда речь идет о закрытых компаниях, необходимо вычесть скидку за недостаточную ликвидность для определения стоимости неконтрольного пакета.

Третий подход - «снизу вверх». В двух предыдущих подходах оценщик начинает расчёт с какой-то величины (стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитает из неё требуемые скидки, как бы идёт вниз. В третьем подходе оценщик, напротив, начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости: прибыль, распределённую в форме дивидендов, и выручку от продажи неконтрольного пакета.

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в качестве дисконтируемых будущих доходов, т. е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) выручка от продажи в будущем миноритарного пакета берутся за основу денежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к текущей стоимости, и затем определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: при расчёте основываться на прогнозе не ограниченного во времени потока дивидендов без учёта остаточной стоимости.

Недостаток же ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых компаниях может быть учтён двумя способами: через увеличение ставки дисконта или через расчёт скидки за недостаточную ликвидность.

Список литературы :

Бердникова, Т. Б. Оценка ценных бумаг: учебное пособие / Т. Б. Бердникова. - М.: ИНФРА-М, 2006.- 144 с.

Берзон, Н. И. Рынок ценных бумаг: учебник для бакалавров / Н. И. Берзон. - М.: ЮРАЙТ, 2011.- 531 с.

Бусов, В. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров/ В. И. Бусов, О. А. Землянский, А. П. Поляков; под общ. Ред. В. И. Бусова. - М.: Юрайт, 2013. - 430 с.

Царев, В. В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие для студентов вузов / В. В. Царев, А. А. Кантарович. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007.-575 с.