

Премия за контроль и скидка за размер пакета: практическое применение отечественной статистики



М.А.Федотова,

Президент СМАО, д.э.н., профессор, Заслуженный экономист РФ, лауреат Государственной премии, проректор по научной работе Финансовой Академии при Правительстве РФ, научный руководитель Института профессиональной оценки, член Экспертно-консультативного совета по оценочной деятельности при Минэкономразвития России



Е.М. Евстафьева, член Экспертного совета СМАО, начальник отдела корпоративных финансов и оценки бизнеса ЗАО «Центр профессиональной оценки», г.Москва

На современном этапе развития отечественной практики оценки бизнеса особое значение приобретают вопросы, связанные с необходимостью корректного учета контрольных полномочий в стоимости пакетов акций и долей участия. Помимо общих вопросов, связанных с принятием управленческих и инвестиционных решений относительно вложений в компании, можно выделить множество частных вопросов, для решения которых участвующие стороны также должны определить степень контрольных полномочий пакета акций или доли участия. Например, принятие решений по сделкам слияний и поглощений или рассмотрение вопросов о защите прав миноритарных акционеров при выкупе акций в существенной степени зависят от стоимостной оценки контрольных полномочий, присущих оцениваемому объекту.

Практические аспекты определения поправки на контроль

Теоретически необходимость применения премии за контроль может

быть обоснована с точки зрения 3 основных позиций:

1. Право собственности на акции компании может быть рассмотрено как совокупность трех элементов стоимости: права на пропорциональную долю чистых активов (стоимость активов); права на пропорциональную долю прибыли, распределяемой компанией (стоимость доходов); права на пропорциональное участие в управлении предприятием (стоимость контроля). Разделение стоимости акций на данные элементы показывает, что участие в управлении имеет внутреннюю стоимость, независимую от стоимости доходов и активов компании. Объяснение наличия премии за контроль состоит в том, что полномочия избирать менеджмент компании (директоров), назначать и увольнять сотрудников, устанавливать заработную плату, объявлять о выплате дивидендов, а также ликвидировать или продавать компанию имеют денежную стоимость.

2. Использование премии за контроль обосновано наличием взаимо-

связи между контролем и корпоративной деятельностью. Покупатель может заплатить премию за контрольный пакет акций, так как инвестиции в контрольный пакет более перспективны и более надежны, чем инвестиции в миноритарный пакет акций, поскольку это позволит инвестору проводить ту политику по управлению своими инвестициями, которую он считает необходимой.

3. Контроль обеспечивает возможность осуществлять операции в собственных интересах, что и обуславливает применение премии за контроль. Собственные интересы проявляются, когда контрольный акционер использует свои полномочия по управлению предприятием таким образом, чтобы извлечь для себя выгоду за счет миноритарных акционеров: например, владельцы контрольного пакета акций выводят активы, вообще их не оплачивая или выплачивая сумму ниже рыночной стоимости.

Общепринятые методы определения адекватного размера премии за размер пакета (контроль) при оценке пакета акций или доли участия сво-

дятся к двум основным группам.

Первая группа методов предполагает, что премия за контроль определяется среднерыночной премией, уплачиваемой за контрольные преимущества пакета для публично торгуемых компаний. Данная группа методов может быть обозначена как статистические методы.

В практике оценочной деятельности в США развиваются три направления исследований, используемых для эмпирической оценки размера премии за контроль.

Наибольшее внимание уделяется направлению исследований, связанному с определением размера премии, уплачиваемой при приобретении контрольных пакетов акций компаний. Однако премия, уплаченная при попытке поглощения, может определяться самыми различными факторами помимо фактора контроля. Следовательно, премии, уплачиваемые при сделках, связанных с поглощением, могут служить верхней границей стоимости контроля.

Второе направление исследований включает в себя изучение акций так называемого двойного класса (в зависимости от прав участия в голосовании). При проведении таких исследований оценщики опираются на утверждение, что распределение выплат, предусмотренное обыкновенными акциями, зависит от того, подразумевает ли собственность на акции контроль над деятельностью компании. Ограничение такого рода исследований состоит в том, что они не предоставляют оценок стоимости контроля, хотя и определяют надбавку за право голоса. Это происходит потому, что такие исследования рассматривают миноритарные пакеты с правом голоса по сравнению с миноритарными пакетами без права голоса.

Третья часть исследований опирается на изучение ценообразования по сделкам с крупными пакетами ценных бумаг. Результаты этих исследований показывают, что премии отра-

жают не подлежащие распределению выгоды, которые достаются исключительно держателям крупных пакетов по причине их права на участие в голосовании. Кроме того, они доказывают, что премии, уплачиваемые как физическими лицами, так и юридическими лицами, покупающими крупные пакеты ценных бумаг, увеличиваются с ростом размера компании, долевой собственности и результатов деятельности компании.

Наиболее часто используемым источником информации о среднестатистических данных по уровню премий является справочник «Mergerstat», в котором премия за контроль рассчитывается путем сравнения общей суммы, выплаченной при совершении сделки в расчете на одну акцию приобретенной компании, с независимой ценой этих акций, установленной «Mergerstat». Цена до объявления о сделке выбирается и рассчитывается на основе данных по объемам торгов и колебания цен в течение периода, предшествующего объявлению о сделке.

Анализ статистической информации относительно величины премий за контроль, предоставляемой «Mergerstat», позволяет заключить следующее:

- медианная и средняя премия за контроль для стран с развитым фондовым рынком находятся в диапазоне 30-40%; соответственно, скидка на размер пакета составляет 20-30%;
- отклонение размера премии по конкретной сделке от средней величины может быть достаточно велико;
- на размер премии в каждом конкретном случае могут оказывать влияние временной фактор (изменение рыночных условий во времени) и условия сделки.

Таким образом, при анализе информации необходимо определить, является ли цена конкретной сделки справедливой рыночной ценой. По мнению большинства западных аналитиков, информация, основанная на сделках контрольного характера,

связанных с финансовыми покупателями, наиболее объективно отражает справедливую рыночную цену, так как не учитывает синергетического эффекта. Однако сделки с контрольными или крупными пакетами, в которых покупателем выступает финансовый инвестор, являются скорее исключением, чем правилом. При отсутствии подробной информации об условиях сделки определить, является инвестор финансовым или стратегическим, достаточно сложно, и следовательно, сделать адекватное заключение о наличии стратегической премии в составе общей уплаченной при приобретении премии также затруднительно.

Аналогичные исследования проводятся не только для американского рынка, но и для других развитых рынков.

В случае если значения премии за контроль недоступны (например, не было сделок или их было слишком мало для предоставления обоснованной величины поправки), то в американской оценочной практике достаточно часто используют «Правило большого пальца» (rule of thumb), согласно которому стоимость корпоративного контроля составляет 25% от объявленной стоимости собственного капитала приобретаемой компании. Этот метод предлагает следующий алгоритм проведения корректировки на стоимость корпоративного контроля: стоимость собственного капитала приобретаемой компании рассчитывается как предполагаемая будущая прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (ЕБИТ-ДА), умноженная на среднее значение мультипликатора «Инвестированный капитал компании к ЕБИТ-ДА» (IC/ЕБИТДА) по группе сопоставимых компаний, за вычетом стоимости привилегированных акций и долгов компании. Далее стоимость собственного капитала компании при приобретении рассчитывается как стоимость собственного капитала, умноженная на 1,25.

Необходимо отметить, что среди отечественных специалистов имеются как сторонники, так и противники использования статистических методов для определения премий и скидок в целом и методики Mergerstat в частности.

Среди положительных аспектов использования статистики для определения уровня премии/скидки за контроль можно выделить следующие:

1. Анализ проводится по достаточно обширной выборке как во временном, так и в отраслевом разрезе, что позволяет экстраполировать результаты на широкий спектр предприятий.

2. Использование в расчетах среднерыночной величины соответствует понятию «рыночной стоимости», т.е. вероятно, что типичный покупатель и типичный продавец будут стремиться использовать средние величины для нахождения равновесной цены сделки. Таким образом, наличие среднестатистического диапазона величины премии за контроль позволяет оценщику, как минимум, определить рамки величины премии, которые будут с высокой долей вероятности приняты большинством участников на рынке.

3. Аналогичные исследования проводятся для российского рынка, что позволяет перейти от использования данных американского и других развитых рынков.

Однако наличие ряда отрицательных моментов очевидно:

1. Получаемая величина премии может находиться под воздействием иных факторов, отличных от фактора контроля (например, рыночные и временные факторы, дополнительная премия при сделке со стратегическим инвестором и др.).

2. Результаты в пределах выборки характеризуются высокой степенью отклонения от средних величин (дисперсия размера премии достаточно велика).

3. Применение методов по данным отечественного рынка затруднено

ввиду малого объема информации.

Для подтверждения адекватности величины используемых премий и скидок американские специалисты (Д. Эмери, Дж. Финнерти) провели исследование, которое показало, что стоимость контрольной доли, полученная по методу рынка капитала с использованием премии за контроль, и стоимость, полученная по методу сделок, имеют практически одинаковое отклонение от величины итоговой цены сделки. Иными словами, использование премии за контроль (размер пакета) не приводит к существенному отклонению результата по методу рынка капитала по сравнению с результатами методов оценки, которые позволяют рассчитать искомую стоимость без дополнительных поправок (т.е. сразу на уровне контрольной стоимости).

В российской практике проводятся исследования, направленные на расчет средней величины премии за контроль по данным отечественного рынка, однако единая база, содержащая информацию по сделкам, а также расчеты уровня премии за контроль, не создана.

Вторая группа методов основывается на определении веса пакета голосующих акций в распределении контроля и ценности самого контроля. На практике наиболее часто применяется экспертно-аналитический метод. В данном случае определение величины премии проводится на основе анализа размера пакета и структуры акционерного капитала с учетом субъективного мнения оценщика. В качестве приемов на практике для реализации данного подхода используются теория игр, методы анализа структуры акционерного капитала, разработанные экспертные шкалы и другие подходы.

Для определения уровня контроля, присущего определенному пакету акций, исследуются следующие основные параметры: размер пакета, права акционера-владельца, структура акционерного капитала, типы собствен-

ников и их возможные мотивы.

Для целей практического анализа основные факторы контроля могут быть объединены в 3 группы:

1. Размер рассматриваемого пакета и размеры других пакетов в уставном капитале (степень концентрации капитала компании). Анализ данного фактора должен включать рассмотрение потенциальных аффилированных лиц среди акционеров и изучение номинальных держателей. Структура капитала компании может быть проанализирована в разбивке по типам инвесторов, а также изучены варианты изменения структуры капитала в зависимости от инвестиционных целей акционеров.

2. Права существующих пакетов акций, их фактическая реализация в компании, а также потенциальные варианты перераспределения прав акционеров при совершении сделки с рассматриваемым пакетом с учетом изменения структуры капитала. При рассмотрении данной группы факторов должен быть проведен подробный анализ устава компании.

3. Прочие факторы, выявляемые по результатам более подробного анализа деятельности и перспектив компании (убытки от деятельности, осуществление программы технического перевооружения компании и т.д.).

Использование методов второй группы также имеет ряд положительных и отрицательных сторон. Среди положительных аспектов использования второй группы методов необходимо выделить:

1. Более глубокий анализ специфических факторов, относящихся непосредственно к объекту оценки и его контрольным характеристикам.

2. Возможность использования размера премии/скидки, существенно отличающейся по величине от среднерыночного значения при наличии специфических факторов.

Однако использование методов второй группы имеет ряд существенных ограничений, которые проявляются на практике:

1. Существенное влияние экспертных оценок, которые достаточно сложно обосновать.

2. Излишняя зависимость от математического аппарата, что затрудняет возможность экономически обосновать полученный результат во многих случаях.

3. Концентрация внимания на анализе одного или двух факторов и отсутствие учета влияния прочих аспектов.

Необходимо отметить, что размер премии сверх миноритарной стоимости акций, определенной рынком, в каждой конкретной ситуации отклоняется от объективной величины в результате действия частных факторов и субъективности суждений оценщика. Поэтому при расчете величины премий/скидок за контроль (размер пакета) зарубежные и отечественные специалисты отдают предпочтение первой группе методов, основанных на анализе статистической информации. В то же время обойтись без качественного анализа объекта оценки и факторов, определяющих его контрольные характеристики, невозможно. Следовательно, наиболее адекватным подходом к определению величины поправок на контроль представляется использование комбинации методов из разных групп.

Определение размера поправки за контроль по данным отечественного рынка

Очевидно, что рыночные условия являются базой для формирования среднего уровня премии за контроль, которую среднестатистический инвестор готов заплатить за приобретение тех или иных контрольных полномочий.

В основе расчета среднего диапазона премий за контроль лежит предположение о существовании абсолютного денежного выражения контроля и распределения его между собственниками компании. Компания, как единый актив, при теку-

щих собственниках принесет в будущем некоторый фиксированный объем денежных средств в виде денежных потоков или средств, полученных от реализации имущества при ликвидации. Следовательно, стоимость контроля, отражающая разницу между ликвидной миноритарной и контрольной стоимостью 100 % акционерного капитала компании, также является фиксированной величиной на текущий момент времени с учетом сложившейся эффективности функционирования компании и ожиданий инвесторов.

Размер среднего диапазона величины премии за контроль для отечественного рынка был определен на основе анализа данных российского рынка. В ходе исследования была собрана и проанализирована информация о сделках купли-продажи пакетов акций, слияниях и поглощениях на российском рынке в период с июля 2005 года по февраль 2008 года, а также информация с отечественного фондового рынка за этот период. В целом, использованная методика соответствует методике и принципам Mergerstat.

Основные источники информации, использованные в процессе исследования: Бюллетень АК&М «Слияния и поглощения»; Mergers.ru «Слияния и Поглощения в России»; СКРИН НАУФОР; РосБизнесКонсалтинг; отраслевые сайты; сайты РТС и ММВБ.

Исследование размера среднестатистического диапазона премии за контроль включает 5 основных этапов:

1. Анализ рынка слияний и поглощений, крупных сделок по продаже пакетов акций за период.

В процессе исследования был проведен анализ сделок за период с июля 2005 года по февраль 2008 года. По результатам первичного отбора была получена информация о примерно 1500 завершённых сделках, с которыми проводилась дальнейшая работа – поиск подробной информации.

2. Поиск информации по каждой сделке.

В процессе исследования были изучены следующие основные параметры по каждой сделке: объект (проданный пакет акций, его количественные и качественные характеристики), сумма сделки, дата объявления о сделке (либо дата сделки при отсутствии даты объявления), продавец, покупатель.

На втором этапе количество отобранных сделок, по которым была найдена необходимая информация, составило примерно 670 единиц.

3. Расчет стоимости 1 акции, проданной в составе пакета.

Стоимость 1 акции в составе пакета рассчитывается на основе данных о сумме сделки и количестве проданных акций. Данная стоимость включает в себя премию за контроль с учетом размера пакета и прочих факторов.

4. Поиск котировок акций компании на фондовом рынке.

По каждому объекту сделки был проведен поиск котировок. Котировки рассчитывались как среднее значение за 3 месяца до даты объявления о сделке (либо до даты сделки при отсутствии даты объявления). Данный подход дает возможность учесть возможные колебания курса в результате объявления о планируемой сделке, а также реакцию рынка на продажу крупного пакета.

Заключительная выборка, по которой проводились окончательные расчеты, составила около 130 сделок. Акции других компаний, по которым была найдена информация об условиях сделки, не котируются на фондовых биржах.

5. Определение премии за размер пакета.

Премия за размер определяется на основе соотношения цены одной акции в составе пакета с ее котировкой на фондовом рынке (т.е. в составе мелкого миноритарного пакета).

Премия рассчитывалась по следующей формуле:

$$CP = \frac{V1 - P1}{P1}$$

Где CP – премия за контроль (размер пакета),

$V1$ – стоимость одной акции в составе пакета,

$P1$ – котировка одной акции.

При осуществлении расчетов было принято решение не использовать для определения средней премии отрицательные значения премий по сделке, а также экстремальные значения премий (свыше 200%), которые могут свидетельствовать о наличии дополнительных условий, неизвестных рынку.

Выявленные результаты зависимости размера премии за контроль от размера пакета приведены на рис. 1.

На рис. 1 виден значительный разброс премии по каждой сделке от линии тренда, что в совокупности с прочими результатами позволяет сделать вывод о вероятном наличии в каждом конкретном случае дополнительных условий сделки.

Однако выявленные тенденции позволяют определить среднее значение премий за контроль для блокирующих и контрольных пакетов акций. По результатам анализа видно, что средний уровень премии за контроль для всех сделок с пакетами более 25% и для всех сделок с пакетами более 50% различается незначительно.

Средняя скидка за размер пакета определена на основе средней премии за контроль по формуле:

$$D = 1 - \frac{1}{1 + CP}$$

где D – скидка за размер пакета,
 CP – премия за контроль.

Таким образом, по данным статистики отечественного рынка, средний уровень премии за контроль лежит в диапазоне от 30% до 60%, а величина скидки за размер пакета составляет 25%-35%.

Основные результаты проведенного исследования:

1. Анализ информации, собранной на отечественном рынке, позволяет заключить, что среднестатистический диапазон премии за контроль на российском рынке

Рисунок 1. Зависимость размера премии от размера пакета акций

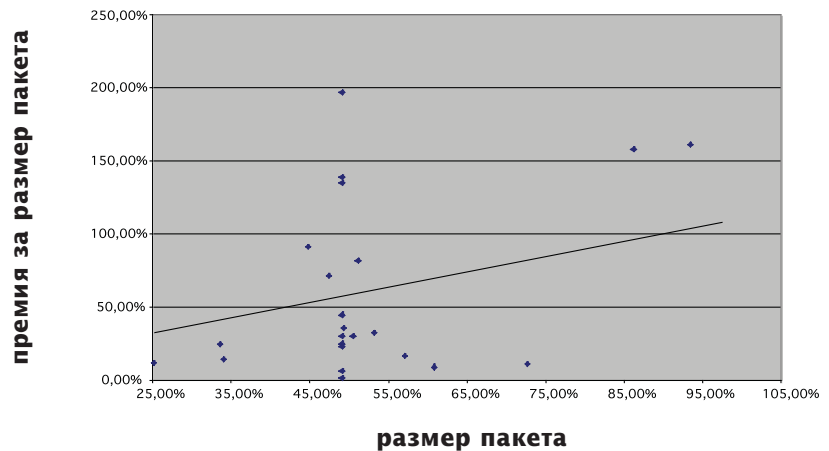


Таблица 1. Результаты исследования величины премии за контроль по данным отечественного рынка

Сделки (размер пакета)	Среднее значение премии за контроль	Медианное значение премии за контроль	Среднее значение премии за контроль (для сделок с премиями от 0% до 100%)	Медианное значение премии за контроль (для сделок с премиями от 0% до 100%)
Все	29,00%	14,84%	19,05%	14,18%
Сделки с пакетами свыше 50%	63,04%	31,87%	30,69%	23,82%
Сделки с пакетами свыше 25%	59,13%	30,76%	31,56%	25,18%

в целом соответствует данным статистики, получаемой на развитых рынках (и в частности на американском рынке).

2. Диапазоны поправок для отечественного и зарубежного рынков не отличаются существенно, следовательно, на практике оценщики могут применять данные аналогичных американских исследований, которые, ввиду специфики и уровня развития рынка, имеют более широкую исходную базу и развернутые результаты (например, по отраслевому признаку).

3. Анализ информации показал, что число сделок, осуществленных на отечественном рынке, по которым имеется информация по основным параметрам сделки (дата сделки, размер пакета, сумма сделки), а также котировки акций достаточно невелико.

4. Информация об осуществленных сделках достаточно редко разглашается сторонами (за исключением аукционов по продаже госпакетов) либо разглашается в ограниченных объемах. Таким образом, можно заключить, что исследование проводилось в условиях ограниченного информационного поля.

5. В целом, использование полученных результатов на практике связано в большей степени с подтверждением зарубежной статистики для использования российских оценщиков на практике, а не с самостоятельным использованием полученных данных.

6. Необходимо отметить, что по результатам расчетов была выявлена следующая закономерность: примерно у 40% сделок выборки премия составляла отрицательную величину. Это может свидетельствовать: о наличии существенной скидки за недостаток ликвидности или «скидки за опт» при покупке крупного пакета акций; об отсутствии корреляции цены акции на фондовом рынке с ее внутренней стоимостью.

7. Ввиду ограниченного объема информации отраслевой анализ результатов не представляется целесообразным.

8. По данным отечественного рынка, средний уровень премии за контроль лежит в диапазоне от 30% до 60%, а величина скидки за размер пакета составляет 25%-35%.