

УДК 338

О. В. Нусінова,
к.е.н., доцент,

професор Міжнародного науково-технічного університету (м. Київ)

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ПРЕМІЇ ЗА КОНТРОЛЬ

Запропоновано при визначенні умовно-ринкової вартості підприємства враховувати премію за контроль. При цьому премія за контроль по кожній групі акціонерів розраховується шляхом коригування премії мажоритарних власників на основі розробленої шкали оцінки рівня контролю.

Ключові слова: вартість бізнесу, премія за контроль, акціонерні товариства.

It is suggested at determination of conditional market value of enterprise to take into account a bonus for the control. Thus a bonus for the control on every group of shareholders settles accounts by correction of bonus of majority proprietors on the basis of the developed scale of estimation of level of control.

Keywords: business cost, bonus for the control, joint-stock companies.

Вступ. Головною особливістю оцінки рівня економічної безпеки холдингів є те, що в процесі оцінки обов'язково повинен враховуватись рівень економічної безпеки підприємств, підпорядкованих холдинговій компанії. При цьому потрібно враховувати, що холдинги є мажоритарними акціонерами у підпорядкованих підприємствах. У разі, якщо оцінка проводиться з позиції мажоритарного власника підприємства, який володіє контрольним пакетом акцій, при визначенні вартості підприємства до біржового котирування повинна додаватись премія за контроль.

Постановка завдання. Розглянемо порядок визначення премії за контроль та характер її впливу на умовно-ринкову вартість підприємства.

Результати. У разі, якщо інвестор планує купівлю-продаж акцій підприємства на вітчизняних фондових біржах, може визначатись умовна ринкова вартість. Найбільш активно працюючою біржею в Україні є Перша фондова торгівельна система (ПФТС), але навіть на ній проводяться операції переважно з невеликими міноритарними пакетами акцій. Угоди часто укладаються нерегулярно та в умовах слабкої прозорості діяльності акціонерних товариств, тому не завжди можуть об'єктивно відображати ринкову вартість цих підприємств. Метод ринкової капіталізації може бути використаний лише по невеликій кількості підприємств, з якими регулярно проводяться операції на біржі, та лише якщо зміна котирувань по міноритарних пакетах відображає відповідні зміни вартості і для мажоритарних акціонерів. Тому вартість, визначена по міноритарних пакетах акцій вітчизняних підприємств, є умовно ринковою. Умовно-ринкова вартість підприємства визначається на підставі регресійної залежності котирувань акцій даного підприємства на вітчизняних біржах від різних показників діяльності цього підприємства [5]. При цьому необхідно враховувати, що біржова вартість міноритарних пакетів акцій, як правило, не містить премії за контроль. У разі якщо оцінка проводиться з позиції мажоритарного власника підприємства, який володіє контрольним пакетом акцій, до біржового котирування повинна додаватись премія за контроль. При визначенні величини премії за контроль нами пропонується враховувати наступні її види:

1. премія, яку отримує підприємство мажоритарного акціонера і, відповідно, сам мажоритарний акціонер від користування послугами (товарно-матеріальними цінностями) підконтрольної компанії-постачальника по цінах, нижче середньоринкових; премія від зниження ризиків та гарантованого попиту на продукцію з боку підконтрольних компаній-покупців;
2. премія, яку отримує особисто мажоритарний акціонер за рахунок обмеження прав міноритарних акціонерів та порушення принципів корпоративного управління;
3. премія, яку отримує підприємство мажоритарного акціонера від ефекту синергії (економії адміністративних витрат, збільшення частки на ринку та контролю цін на ринку тощо).

Перший вид премії за контроль дуже поширений на підприємствах гірничо-металургійного комплексу. Більшість зазначених підприємств входять до складу вертикально та горизонтально інтегрованих холдингів, таких як Метінвест, Євраз, СМАРТ-ГРУП, Приват. При цьому для гірничо-збагачувальних комбінатів гарантується попит з боку металургійних комбінатів відповідного холдингу. В той же час металургійні комбінати отримують залізорудну сировину по вигідних цінах.

Другий вид премії за контроль був поширений на початковому етапі, коли акціонерні товариства в Україні лише почали створюватись. В даний час з веденням нового закону «Про акціонерні товариства» [3] та завдяки активній роботі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку частка цього виду премії постійно знижується. При цьому слід зазначити, що при активно функціонуючому фондовому ринку порушення принципів корпоративного управління неодмінно призводить до погіршення репутації підприємства, зниження біржових котирувань підприємства, а отже, і його ринкової вартості. Тому принципи корпоративного управління на підприємстві повинні бути такими, щоб мажоритарному акціонеру було невигідно їх порушувати та його втрати від зниження біржових котирувань суттєво перевищували його особисті інтереси від порушення цих принципів. Отже, потрібно визначити точку репутаційної буджестості, при якій втрати від зниження біржових котирувань суттєво дорівнюють особистим вигодам акціонера від порушення принципів корпоративного управління.

Третій вид премії за контроль пов'язаний з різноманітними ефектами синергії. Так, в роботі [4] розглядаються наступні синергії:

- операційні (економія операційних витрат, витрат на дослідження та розробки, ефект комбінування взаємодоповнювальних ресурсів, розширення ринкової ніші);
- фінансові (утворення податкових щитів, збільшення дивідендних виплат, інвестування тимчасово вільних грошових коштів, зниження ризиків та управління ними).

В роботах [2, 1] до фінансових синергій додаються можливості перерозподілу фінансових потоків, прибутку між дочірніми компаніями, зокрема у разі погіршення економічної ситуації на одному з локальних ринків. У операційних синергіях додається сумісне навчання персоналу. Крім того, автори виділяють:

- інвестиційний синергізм (сумісне використання сировини, досліджень та розробок, загальної технологічної бази, сумісна обробка виробів, сумісне використання обладнання);
- синергізм продажів (сумісне використання каналів збуту та розподілу продукції, управління процесом реалізації з єдиного центру; спільна марка, репутація та реклама сприяють збільшенню продажів);
- синергізм менеджменту (виникає, коли знання та досвід менеджерів дозволяють їм ефективно керувати новим бізнесом);
- синергізм кооперації (виникає при створенні вертикально-інтегрованих структур, що дозволяє знижувати ризики при організації постачань та збуту, знижувати закупівельні ціни та управлінський апарат).

Слід зазначити, що перший вид премії є одним з різновидів ефекту синергії (синергія кооперації), але враховуючи його особливу роль та поширеність у вітчизняній промисловості, він віднесений до окремого виду премії.

У роботі [6] в залежності від частки в статутному фонді виділені наступні групи акціонерів:

- звичайні міноритарні акціонери (частка у статутному фонді до 5%);
- міноритарії з низьким контролем, з правом внесення змін до порядку денного (частка у статутному фонді 5-10%);
- міноритарії з обмеженим контролем, з правом контролю за голосуванням (10-25% або мають певних представників у Спостережній раді товариства);
- міноритарії з середнім контролем, що можуть блокувати важливі рішення загальних зборів акціонерів, що приймаються у 3/4 голосів (25-50%);
- мажоритарії з середнім контролем, що можуть блокувати будь-які рішення загальних зборів акціонерів (50-75%);
- звичайні мажоритарні акціонери (75-100%);
- абсолютні мажоритарії (у Спостережній раді товариства немає інших акціонерів).

Автор [6] виділяє окремі види премії за контроль для кожної групи акціонерів в залежності від їх частки у статутному фонді:

- премія за абсолютний контроль (75% акцій);
- премія за операційний контроль (50% акцій);
- премія за володіння блокувальним пакетом (25% акцій);
- премія за володіння пакетом акцій в 10% акцій.

У роботі [6] пропонується встановлювати розмір премії за контроль для власників 100%-них пакетів акцій (абсолютних мажоритаріїв). Для власників менших пакетів зазначений базовий розмір премії за контроль помножується на відповідну частку у статутному фонді:

$$P_{\text{контр}_i} = P_{\text{контр.баз}} \times d_i, \quad (1)$$

де $P_{\text{контр}_i}$ – премія за контроль для i -тої групи акціонерів, %;

$P_{\text{контр.баз}}$ – базова премія за контроль для абсолютних мажоритаріїв, %;

d_i – частка у статутному фонді для i -тої групи акціонерів, %.

Слід зазначити, що в певних випадках рівень контролю може бути суттєво підвищений без зміни частки акціонера у статутному фонді. Це пов'язано з тим, що в акціонерних товариствах з великою кількістю акціонерів часто неможливо забезпечити 100% присутність усіх акціонерів на загальних зборах. Особливо це стосується звичайних міноритарних акціонерів з часткою у статутному фонді до 5%. У цієї групи відсутні будь-які права, окрім права участі у голосуванні.

Навіть за умови об'єднання усіх їх голосів, міноритарні акціонери можуть лише ініціювати загальні збори, але будь-які їх рішення можуть блокувати мажоритарні акціонери. Тому часто значна кількість таких акціонерів не присутня на загальних зборах. При цьому у Законі України «Про акціонерні товариства» [3] дозволяється проводити загальні збори акціонерів за умови присутності акціонерів з сукупною часткою у статутному фонді не менш 60%. В такому разі для блокування важливих рішень у 3/4 голосів акціонеру достатньо мати не 25%, а лише 15% ($25\% \times 0,6$), а для блокування будь-яких рішень лише 30% ($50\% \times 0,6$).

При підрахунку голосів часто використовується коефіцієнт міноритарної присутності ($K_{\text{мін.пр}}$), який визначає співвідношення частки у статутному фонді присутніх міноритаріїв ($d_{\text{мін.пр}}$) та загальної частки у статутному фонді усіх міноритаріїв ($d_{\text{мін.заг}}$):

$$K_{\text{мін.пр}} = \frac{d_{\text{мін.пр}}}{d_{\text{мін.заг}}} \quad (2)$$

При цьому мажоритарії звичайно мають 100% присутність, тому для них відповідний коефіцієнт не розраховується. В такому разі номінальна частка у статутному фонді для i -тої групи акціонерів ($d_i^{\text{ном}}$) повинна бути скоригована наступним чином:

$$d_i = d_i^{\text{ном}} \times (d_{\text{маж}} + (1 - d_{\text{маж}}) \times K_{\text{мін.пр}}), \quad (3)$$

де $d_{\text{маж}}$ – частка мажоритаріїв у статутному фонді, %.

Слід зазначити, що часто бувають випадки, коли навіть міноритарний пакет акцій повинен містити премію за контроль. Наприклад, у разі, якщо його придбаває власник, у якого вже є певний пакет акцій, та придбання нового пакету дозволяє перейти у групу з більш високим рівнем контролю. В такому разі новий та старий пакети повинні оцінюватись з урахуванням премії за контроль, що відповідає зазначеній групі з більш високим рівнем контролю. Можна навести багато інших прикладів, коли премія за контроль не залежить прямо від частки у статутному фонді, яку надає відповідний пакет акцій. Також у статутних документах певних акціонерних товариств різним групам акціонерів можуть надаватись додаткові права, які суттєво збільшують рівень контролю.

Крім того, часто з метою уникнення необхідності погодження придбання контрольного пакету акцій з Антимонопольним комітетом, пакети акцій розподіляються між групою підприємств-акціонерів, які є афілійованими між собою та представляють інтереси однієї особи. В такому разі кожне з таких підприємств може мати до 24% у статутному фонді підконтрольної компанії, а три з них до 72%. Цього консолідованого пакету достатньо для прийняття усіх важливих рішень. Отже, при визначенні премії за контроль потрібно обов'язково враховувати взаємозв'язки між усіма акціонерами та можливість створення консолідованого пакету акцій.

Враховуючи зазначені моменти, пропонуємо використовувати бальні оцінки рівню контролю. При цьому кожній групі акціонерів присвоюється певна кількість балів за зростанням рівня контролю. Максимальна кількість балів надається абсолютним мажоритаріям. Спочатку премія за контроль встановлюється для абсолютних мажоритаріїв. Потім для інших груп величина цієї премії визначається шляхом коригування на коефіцієнт співвідношення кількості балів по даній групі та максимальної кількості балів:

$$P_{\text{контр}_i} = P_{\text{контр.маж}} \times \frac{B_i}{B_{\text{макс}}}, \quad (4)$$

де $P_{\text{контр}_i}$ – премія за контроль для i -тої групи акціонерів, %;

$P_{\text{контр.маж}}$ – премія за контроль для абсолютних мажоритаріїв, %;

$B_{\text{макс}}$ – максимальна кількість балів;

B_i – кількість балів для i -тої групи акціонерів.

Далі шляхом збільшення біржового котирування на зазначену премію за контроль може бути визначена вартість акцій для кожної групи акціонерів окремо.

Таблиця 1. Шкала для оцінки рівня контролю

Область контролю	Скоригована частка у статутному фонді, %	Кількість балів за контроль
Область прийняття рішень	50-100%	30 балів
Область блокування рішень	25-50%	20 балів
Область можливості скликання зборів	10-25%	10 балів
Область подачі порядку денного	5-10%	5 балів
Область голосування	до 5%	1 бал

В табл. 1 бали розподілені за зростанням частки у статутному фонді таким чином, щоб загальна бальна оцінка не перевищувала максимальну кількість балів (100 балів). У разі якщо все ж таки вона перевищує цю кількість, то вона встановлюється на рівні 100 балів.

Акціонер може отримати додатковий контроль через введення свого представника у Наглядову раду товариства. При цьому за Законом України «Про акціонерні товариства» [3] проводиться кумулятивне голосування, коли загальна кількість голосів акціонера помножується на кількість членів Наглядової ради, що обираються, а акціонер має право віддати всі підраховані таким чином голоси за одного кандидата або розподілити їх між кількома кандидатами. Якщо акціонер має частку у статутному фонді, не меншу за $1/n$, де n – кількість членів Наглядової ради, що обираються, він може гарантовано ввести свого представника у Наглядову раду. Якщо ж акціонер має частку у статутному фонді більше 50%, він може гарантовано обрати половину складу Наглядової ради та приймати будь-які рішення, що входять до компетенції цієї ради, через своїх представників. Отже, кількість балів за контроль в цьому разі повинна бути збільшена. Для інтегральної оцінки рівня контролю пропонуємо бали за контроль у Загальних зборах акціонерів (Бзс) та за присутність в Наглядовій раді (Бнр) враховувати з коефіцієнтами вагомості за формулою:

$$B_i = B_{зс_i} \times K_{зс_i} + B_{нр_i} \times K_{нр_i}, (5)$$

де B_i – загальна кількість балів за контроль для i -тої групи акціонерів;

$K_{зс_i}$, $K_{нр_i}$ – коефіцієнти вагомості балів за контроль у Загальних зборах акціонерів та за присутність в Наглядовій раді, відповідно.

Враховуючи те, що повноваження Наглядової ради суттєво обмежені порівняно з Загальними зборами акціонерів, бали за присутність в Наглядовій раді враховуються з коефіцієнтом вагомості 0,3. Відповідно, коефіцієнт вагомості за контроль у Загальних зборах акціонерів дорівнює 0,7.

Розрахований показник премії за контроль враховується при визначенні умовно-ринкової вартості підприємства наступним чином:

$$\text{Сум.рин} = \text{Цбірж} \times N_{\text{мін}} + \text{Цбірж} \times (1 + \text{Пконтр}) \times (N_{\text{заг}} - N_{\text{мін}}), (6)$$

де Сум.рин – умовна ринкова вартість, грн.;

Цбірж – котирування на вітчизняних фондових біржах, грн.;

$N_{\text{мін}}$ – обсяг міноритарного пакету акцій підприємства, шт.;

$N_{\text{заг}}$ – загальний обсяг акцій, емітованих підприємством, шт.

Отже, якщо оцінка проводиться з позиції мажоритарного власника, премія за контроль додається до умовно-ринкової вартості бізнесу.

Висновки. Як видно з наведеного вище, вартість пакету акцій повинна визначатись для кожної групи акціонерів окремо. Зростання вартості пакету акцій пропорційне зростанню рівню контролю, який залежить не тільки від частки участі в статутному фонді, а й багатьох інших чинників - зокрема, наявності представників в Наглядовій раді акціонерного товариства або передбачених статутними документами додаткових прав, які суттєво збільшують рівень контролю.

Список використаних джерел

1. Голубев М.П. Имущество корпорации. – М.: Научная книга, 2006. – 322с.
2. Данников В. Холдинг в нефтегазовом бизнесе: стратегия и управление. – М.: Элвойс-М, 2004. – 464с.
3. Закон України «Про акціонерні товариства» № 514-VI від 17.09.2008 // Відомості Верховної Ради України – 2008. – № 50. – ст.384
4. Зятковський І.В. Інтегровані корпоративні структури в умовах транзитивної економіки: відповідність нормам світової господарської та правової практики // Журнал європейської економіки. – 2005. - №4. – С.481-496.
5. Нусінова О.В. Оцінка умовної ринкової вартості промислових підприємств // Європейський вектор економічного розвитку: зб. наук. праць. – Дніпропетровськ. – 2011. – №1. – С.134-141
6. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. – М: Маросейка, 2007. – 448 с.

Стаття надійшла до редакції 12.10.2011 р.



ТОВ "ДКС Центр"