Влияние планируемой дополнительной эмиссии акций на оценку текущей стоимости бизнеса

Ю.В. Козырь

Появление настоящей статьи обусловлено неоднозначностью отражения фактора планируемой дополнительной эмиссии при оценке бизнеса. Указанная проблематика, в частности, поднималась некоторыми участниками семинара по оценке бизнеса, проводимого Шенноном Праттом в Москве осенью 2006 г., а также моим коллегой, просившим высказаться по данному вопросу. Публикуемый ниже материал является попыткой ответа на эти вопросы.

А. Влияние дополнительной эмиссии на капитал компании

Рассмотрим влияние дополнительной эмиссии акций на инвестированный и акционерный капитал компании. Во избежание дополнительных сложностей ограничим рассмотрение случаем, когда отсутствуют гибридные источники капитала компании – привилегированные акции, конвертируемые облигации, варранты, фондовые опционы и другие.

Сначала рассмотрим случай, когда дополнительная эмиссия осуществляется без привлечения реальных денежных средств (или иных активов) – за счет снижения нераспределенной прибыли при одновременном увеличении уставного капитала. Как известно, увеличение уставного капитала можно осуществить посредством увеличения номинала размещенных акций (при неизменности их количества) и увеличения числа акций при неизменности их номинала (т.е. посредством дополнительной эмиссии). Поскольку при осуществлении дополнительной эмиссии без поступления новых средств (активов) капитал компании остается неизменным, суммарная стоимость размещенных акций также остается неизменной, однако стоимость одной акции должна снизиться (при неизменности делимого с увеличением делителя частное неизбежно снижается). Таким образом, случай осуществления дополнительной эмиссии без привлечения дополнительных средств (активов) тривиален, и мы не будем его больше рассматривать.

В дальнейшем тексте статьи все внимание будет уделено рассмотрению случаев, когда дополнительная эмиссия осуществляется с привлечением дополнительных средств (финансовых или нефинансовых активов).

1. Инвестированный капитал

Обычно считается, что стоимость инвестированного капитала не зависит от решений по финансированию капитала[1] – она зависит от ожидаемой чистой приведенной стоимости решений по инвестированию капитала. Поэтому в случае дополнительной эмиссии акций стоимость инвестированного капитала *преимущественно* будет зависеть от *NPV* тех проектов, в которые будут инвестированы полученные в результате эмиссии средства. *Преимущественно* означает, что в реальном мире (с налогами и присущей рынку степенью неэффективности) существуют определенные факторы, которые все же могут оказывать влияние на его стоимость. К таким факторам относятся:

- изменение совокупного влияния налогов (в т.ч. личных, на уровне физических лиц);
- изменение приведенной стоимости издержек банкротства.

Влияние выше перечисленных факторов при дополнительной эмиссии может проявляться в следующем:

[1] В этом по сути заключается Первый постулат (теорема) Модильяни-Миллера (ММ).

- в увеличении *пропорции* акционерного капитала в общей сумме инвестированного капитала (при прочих равных условиях обычно рост доли акционерного капитала приводит к увеличению средневзвешенной стоимости капитала);
- в изменении *стоимости привлечения акционерного и заемного капитала*: возникающее при этом снижение долговой нагрузки обуславливает снижение стоимости привлечения акционерного[2] и, как правило, заемного капитала.

2. *Акционерный капитал*

При осуществлении дополнительной эмиссии в общем случае[3] возможно несколько ситуаций.

Цена размещения дополнительно эмитированных акций меньше текущей рыночной стоимости

Подобная ситуация возможна:

- когда менеджмент компании намеренно осуществляет размывание существующих пакетов в пользу аффилированных лиц. В этой ситуации при неизменности остальных параметров старые акционеры уступают часть принадлежащей им стоимости имущества в пользу новых акционеров (если только вся или часть новой эмиссии размещается среди новых акционеров).
- Когда имеется обоснованный прогноз относительно того, что в результате привлечения дополнительных средств стратегических инвесторов (новых акционеров) старые акционеры получат в будущем определенную часть прибавочной стоимости, образуемой средствами новых акционеров (за это старые акционеры могут предоставить им скидку к текущей рыночной цене) и при этом эффективность инвестирования привлеченных средств новых акционеров будет выше ожидаемой отдачи ранее инвестированного капитала акционеров (то есть отношение доходности вновь инвестированного капитала к рискам инвестирования выше аналогичного показателя ранее инвестированного капитала).

Отметим, что даже в этой ситуации старые акционеры могут повысить стоимость своей части имущества в случае, если:

- *NPV* инвестированных от дополнительной эмиссии средств превысит краткосрочный эффект потери стоимости от переуступки имущества на нерыночных условиях;
- На момент осуществления дополнительной эмиссии рыночная стоимость акций выше их внутренней (фундаментальной) стоимости, причем, настолько, что эта разница «перекрывает» эффект переуступки доли имущества старых акционеров (т.е. $P_{внутренняя} < P_{размещения} < P_{рыночная}$).

Цена размещения дополнительно эмитированных акций больше текущей рыночной стоимости

В этой ситуации при неизменности остальных параметров старые акционеры выигрывают за счет новых акционеров (если только вся или часть новой эмиссии размещается среди новых акционеров). Однако даже в такой ситуации старые акционеры могут понизить стоимость своего остающегося акционерного имущества в случае, если:

- *NPV* инвестированных от дополнительной эмиссии средств окажется отрицательной или настолько малой, что полученные сверх рынка (старыми

[2] Это следует из Второго постулата (теоремы) ММ.
[3] Без учета ограничений накладываемых действующим законодательством.

акционерами) средства от допэмиссии окажутся меньше того изменения денежных средств, которое, как ожидается, произойдет в результате эмиссии новых акций[4];

- На момент осуществления дополнительной эмиссии рыночная стоимость акций намного ниже их внутренней (фундаментальной) стоимости, причем, настолько, что премия к рыночной цене, возникшая при размещении допэмиссии, не превышает разрыв между внутренней и текущей рыночной стоимостью акционерного капитала (т.е. $P_{рыночная} < P_{размещения} < P_{внутренняя}$).

Цена размещения дополнительно эмитированных акций равна текущей рыночной стоимости

В этой ситуации многое зависит от ожидаемой рентабельности инвестированных средств, вырученных в результате эмиссии, а также (для старых акционеров) от того, насколько справедливо рынок оценил акции эмитента на момент допэмиссии.

Кроме того, отметим, что возможный проект «максимизации ожидаемой *NPV* проекта по привлечению старыми акционерами денежных средств» может заключаться в направлении привлеченных средств на выплату дивидендов старым акционерам. В случае реализации такого сценария старые акционеры могут увеличить ценность владения своими акциями, только если приведенная сумма ожидаемых ими в будущем денежных потоков окажется ниже полученных текущих дивидендных выплат. Такое возможно, если в ближайшие годы не планируется получение прибыли и/или выплаты дивидендов, либо если ожидаемые дивиденды слишком низки[5].

Б. Оценка доли участия новых акционеров в капитале компании

Определим размер пакета, достающийся новым акционерам при инвестировании в компанию (посредством приобретения ее акций) дополнительных активов. Во избежание излишних сложностей в дальнейшем будем считать, что «старые» акционеры представляют собой «монолитную» массу акционеров, имеющих единую позицию по вопросу необходимости осуществления дополнительной эмиссии (если это не так и ситуация подпадает под действие Статьи 75 ФЗ №208 «Об Акционерных обществах», будем считать, что инициаторы эмиссии (мажоритарные акционеры) перед ее осуществлением провели все необходимые расчеты с миноритарными акционерами, голосовавшими против допэмиссии).

В случаях, когда решения о выделении доли инвесторов в уставном капитале компании основываются исключительно на экономических реалиях (или, что то же, на рациональных соображениях) и за ними не стоят соображения от неэкономических выгод ожидаемых от привлекаемых новых акционеров, оценка доли участия последних может определяться следующим образом:

---

[4] Само по себе это изменение будет обусловлено снижением доли старых акционеров в капитале компании (если только всю допэмиссию они же и не выкупят) и, возможно, изменением общей рентабельности инвестированного капитала.

[5] Добавим также, что это возможно лишь при технической осуществимости подобной схемы (с т. з. сроков и установленных в компании процедур выплаты дивидендов).

$$m = \frac{N'_{NEW}}{N_{OLD} + N_{NEW}} = \frac{N'_{NEW}}{N_{OLD} + N'_{NEW} + N'_{OLD}} =$$

$$= \frac{M + k \times NPV_{на}}{P_{До} + M + NPV_{на}} = \frac{M\left[1 + k\left(\frac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)\right]}{p_0 N_0 + M\frac{ROE_n}{r_{en}}}, \qquad (1)$$

где m – доля новых акционеров в капитале компании,

N'_{NEW} – количество дополнительно эмитированных акций, выкупленных новыми акционерами,

N_{NEW} – общее количество дополнительно эмитированных акций, равное (N'_{NEW} + + N'_{OLD})[6], где N'_{OLD} – общее количество акций в составе дополнительной эмиссии, доставшихся прежним акционерам на льготных условиях[7],

N_{OLD} – количество ранее выпущенных акций (перед дополнительной эмиссией)[8],

M – сумма привлекаемых в результате дополнительной эмиссии средств (активов) новых акционеров,

$P_{До}$ – рыночная стоимость акционерного капитала компании *до* инвестирования в нее средств полученных от дополнительной эмиссии,

$NPV_{на}$ – ожидаемые выгоды компании связанные с новыми акционерами - дополнительные (помимо привлечения средств в размере М) выгоды от привлечения новых акционеров (приведенная стоимость добавленной экономической прибыли),

k – часть $NPV_{на}$ приходящаяся на долю новых акционеров[9] ($0 \le k \le 1$),

p_0 – стоимость одной акции до осуществления допэмиссии,

ROE_{new} - ожидаемая рентабельность инвестирования привлекаемого акционерного капитала,

r_{enew} – альтернативные затраты на привлечение акционерного капитала.

Последняя, правая часть равенства (1) выполняется, когда есть основания ожидать, что соотношение рентабельности привлекаемого акционерного капитала к альтернативным затратам на его привлечение будет долго оставаться на неизменном уровне, равном ROE_n/r_{en}, (в дальнейшем будем обозначать это условие – «*У1*») и, кроме того, привлеченные средства инвестируются в большей степени автономно от остального бизнеса компании (инвестиции в производство нового продукта, цеха или проекта, не связанного с уже функционирующими направлениями бизнеса), так, что рентабельность «старого» бизнеса остается неизменной (в дальнейшем – это условие – «*У2*»). Кроме того, рассмотрение второго слагаемого в числителе возможно лишь для периодов инвестирования, больших или равных циклу финансирования бизнеса, в который

---

[6] Если все акции дополнительной эмиссии достанутся новым акционерам, будет соблюдаться равенство: $N'_{NEW} = N_{NEW}$.

[7] В выражении (1), равно как и в последующем тексте, подразумевается возможность бесплатной передачи части акций дополнительной эмиссии старым акционерам; другая часть при этом реализуется новым акционерам по установленной Советом Директоров стоимости. Это условие можно отменить, тогда в знаменателях третьей и четвертой дробей должны появиться дополнительные члены, отражающие сумму средств потраченных старыми акционерами на приобретение новых акций (с учетом ожидаемых доходности и риска инвестирования).

[8] В дальнейшей части статьи используются синонимичные обозначения: $N_{old} = N_o$, $N_{new} = N_n$, $p_{new} = p_n$, $p_{old} = p_o$, $ROE_{new} = ROE_n$, $r_{enew} = r_{en}$. – прим.

[9] Этот коэффициент отражает возможность учета силы переговорной позиции старых и новых акционеров (инвесторов) – прим.

предполагается инвестировать привлеченные средства новых акционеров[10] (в дальнейшем – это условие – «*У3*»). При выполнении этих условий дополнительные выгоды компании связанные с новыми акционерами будут равны: $NPV_{на} = M\times(ROE_{new}/r_{enew} - 1)$.

Зачастую при расчете доли новых акционеров правые части в (1) рассчитываются упрощенно:

$$m = \frac{M}{P_{До} + M}. \qquad (1a)$$

Такое упрощение не учитывает ожидаемый чистый эффект приведенной добавленной стоимости инвестиций новых акционеров[11], а также влияние перераспределения ожидаемых выгод между старыми и новыми акционерами. Отметим, что значение доли новых акционеров, определяемое правой частью равенства (1) будет равно аналогичному значению, определяемому выражением (1а), лишь при $k = M/(p_oN_o + M)$, т.е. фактически k должен равняться значению m, определяемому выражением (1а).

Несколько слов о природе коэффициента k. По мнению автора статьи, этот коэффициент является своего рода мерилом выгодности сторон (*здесь* – существующих акционеров и инвесторов, готовых стать новыми акционерами) принимать участие в совместном бизнесе (проекте). Обоюдная выгода сторон от совместной деятельности достигается, когда значения этого коэффициента не равны нулю или единице (разумеется, при неизменных остальных параметрах бизнеса/проекта). Например, при строительстве многоэтажных жилых домов застройщикам не было бы никакого резона привлекать средства соинвесторов, если они (застройщики) не «наваривались» бы на привлекаемых средствах. В свою очередь соинвесторы, хоть и понимают данную ситуацию, вынуждены на это идти, поскольку их выгода заключается в физической (технологической) реализации их замысла по конвертации денежных средств в недвижимость: пока еще никто не умудрился самостоятельно построить себе квартиру в многоэтажном доме[12]. Точно так же и при дополнительной эмиссии: инвесторам, если бы они могли вложить средства самостоятельно в полностью свой бизнес, так и следовало бы поступать. Но если они этого не делают, и готовы инвестировать средства в уже функционирующий бизнес, принадлежащий (и) другим лицам, значит, у них имеются на это свои причины. Само собой разумеется, старые акционеры компании это понимают. Они готовы пустить в свой бизнес «чужаков» на определенных условиях. При этом чем лучше положение дел в компании, тем менее льготные условия могут предложить старые акционеры потенциально новым акционерам (менее высокое значение коэффициента k, отражающее более высокую долю перераспределения добавочной стоимости с привлеченных средств в пользу старых акционеров), и, наоборот, - при удручающем положении дел в компании, или когда всем понятно, что основная выгода от намечаемой совместной деятельности инвесторов и старых акционеров в большей степени зависит именно от инвесторов, последние получают более льготные условия (что эквивалентно более высокому значению k).

Отметим, что если в процессе переговоров акционеры договорились с инвесторами о распределении долей за счет выпуска новых акций (т.е. определили параметр m), количество эмитируемых в пользу новых акционеров-инвесторов акций составит:

$$N_n = \frac{m}{1-m} \times N_o. \qquad (2)$$

[10] То есть при инвестициях в акционерный капитал компании на срок меньший цикла финансирования (для спекулятивных инвесторов) правой частью числителя следует пренебречь (для этого случая следует использовать выражение (1а) – см. далее по тексту).

[11] В этом случае предполагается $ROE = r_e$.

[12] Это к вопросу о применимости принципа замещения вообще, и затратного подхода, в частности, при оценке стоимости квартир…

B. Оценка стоимости существующих акций при наличии информации о готовящейся дополнительной эмиссии в прогнозном периоде

Так как же все-таки оценивать стоимость существующего пакета акций, если стало известно, что в определенный момент прогнозного периода (*отстоящий от момента оценки на период, продолжительностью которого нельзя пренебречь*) менеджеры компании планируют осуществление дополнительной эмиссии акций? Формальные требования существующего на этот счет законодательства (ФЗ «Об акционерных обществах») приведены в последующем разделе (*E*) настоящей статьи. В данном разделе рассмотрим «экономику» вопроса. По мнению автора настоящей статьи, при наличии информации о том, что в обозримом будущем компания планирует осуществить дополнительную эмиссию, *и объем этой эмиссии сравнительно велик (но все же существенно меньше размещенного ранее капитала акционеров)*, при осуществлении неформальной оценки фактор дополнительной эмиссии может быть учтен следующим образом.

1. Сделать предположение относительно вариантов использования привлеченных в результате дополнительной эмиссии средств. Обычно бывает логичным предположить, что привлеченные от допэмиссии денежные средства будут инвестированы в основной бизнес компании, а не выплачены сразу в качестве дивидендов прежним акционерам.
2. Сделать предположение о составе акционеров-приобретателей акций допэмиссии. Опять же, часто можно предположить, что владелец оцениваемого пакета акций не будет приобретать дополнительные акции из размещаемой дополнительной эмиссии.
3. Стоимость оцениваемого пакета акций (принадлежащего прежним акционерам) определится как приведенная сумма денежных потоков за период от даты оценки до момента допэмиссии и потоков, приходящихся на долю прежних акционеров, за период после дополнительной эмиссии акций. Последние следует дисконтировать по скорректированной ставке дисконтирования (см. п.5 ниже приведенного алгоритма).
4. Для оценки приведенной суммы денежных потоков за период после дополнительной эмиссии следует построить скорректированный прогноз движения денежных средств акционеров от момента начала дополнительной эмиссии до момента окончания прогнозного периода. Корректировки, отражающие факт дополнительной эмиссии, должны учитывать возможные изменения суммарных потоков компании, обусловленные изменением рентабельности новых инвестиций, привлеченных в процессе дополнительной эмиссии.
5. В случае если в прогнозном периоде планируется осуществить лишь одну дополнительную эмиссию, следует скорректировать стоимость акционерного капитала по ниже приведенному алгоритму:

    a. Сначала оценить, насколько изменится альтернативная стоимость заемного капитала при изменении уровня долговой нагрузки (r_{D1}) (она должна понизиться при снижении долговой нагрузки вследствие роста доли акционерного капитала);
    b. Затем оценить затраты на собственный капитал с новым коэффициентом долговой нагрузки:

$$r_{E1} = r + (r - r_{D1})\frac{D}{E+M}, \qquad (3)$$

где r - альтернативные издержки привлечения капитала (определяются исключительно параметрами присущей бизнесу степенью риска, без учета долговой нагрузки);

r_{D1} – затраты на привлечение (альтернативная стоимость) заемного капитала при отношении долга к собственному капиталу на уровне $D/(E + M)$;

r_{E1} – затраты на привлечение (альтернативная стоимость) акционерного капитала при отношении долга к собственному капиталу на уровне $D/(E + M)$;

D - рыночная стоимость заемного капитала *до* и после осуществления допэмиссии;

E – рыночная стоимость акционерного капитала до осуществления допэмиссии;

M – объем привлеченных в результате допэмиссии средств.

Отметим, что в некоторых случаях можно напрямую учитывать изменения совокупных затрат на привлечение акционерного капитала (в случаях, когда новые акционеры уже владеют собственным бизнесом).

6. С учетом пп. 1,2,4,5 рассчитать приведенную стоимость ожидаемых денежных потоков акционеров от момента начала дополнительной эмиссии до момента окончания прогнозного периода.
7. Определить приведенную к дате оценки терминальную стоимость потоков акционеров.
8. Определить рыночную стоимость всех акций *на момент размещения запланированной дополнительной эмиссии акций*[13]. Здесь следует отметить, что поступление информации о дополнительной эмиссии само по себе может вызвать определенное изменение стоимости акций. Если предположить, что рентабельность размещения привлеченных от допэмиссии денежных средств окажется равной рентабельности ранее инвестированного капитала компании, а также, что объем планируемой эмиссии сравнительно невелик, таким сигнальным эффектом[14] обычно можно пренебречь.
9. В соответствии с предположением пункта 2 следует оценить, насколько снизится доля оцениваемого пакета в УК (см. выражение (1) – доля, приходящаяся на прежних акционеров составит: *(1 – доля новых акционеров)*).
10. С учетом пп.8, 9 определить стоимость акций, приходящихся на долю старых акционеров (умножив результат пункта 8 на (*1 – доля новых акционеров*)), обусловленную потоками, генерируемыми за период после размещения дополнительной эмиссии.
11. К полученному результату прибавить приведенную стоимость денежных потоков, ожидаемых от владения оцениваемым пакетом акций, за период от даты

[13] Определенную с учетом новых реалий, возникающих вследствие запланированной дополнительной эмиссии.

[14] Сигнальный эффект – эффект изменения биржевых цен акций обусловленный информацией о готовящейся дополнительной эмиссии. Обычно в результате этого эффекта цена акций эмитента, готовящего дополнительную эмиссию, снижается (если акции котируются на рынке) в силу того, что типичный потенциальный покупатель акций этой компании думает примерно так: «если основные акционеры и топ-менеджеры компании хотят это сделать, значит, они, обладая всей внутренней информацией о положении компании, решили, что текущая рыночная цена выше внутренней стоимости компании, в силу чего им имеет смысл, пользуясь случаем, снизить размер своего участия в компании. Раз так, значит, мне нецелесообразно покупать эти акции по текущей рыночной цене. Если и покупать, то только с дисконтом к рынку».

оценки до момента, когда планируется осуществить дополнительную эмиссию акций[15].

В случаях, когда компания планирует осуществить серьезный сдвиг в структуре капитала (например, планируется значительный объем допэмиссии [*сопоставимый или превышающий ранее размещенный капитал акционеров*] или полное погашение имеющегося долга), модель, основанная на дисконтировании потоков компании по средневзвешенной стоимости капитала, перестает работать. В подобных случаях следует пользоваться методом скорректированной приведенной стоимости (*APV – adjusted present value*) разработанным Стюартом Майерсом в 1974 г. Детальное изложение этого метода выходит за рамки настоящей статьи[16]. Касаясь его, отметим лишь следующее. Применение метода скорректированной приведенной стоимости начинается с оценки компании как мини-фирмы, которая целиком финансируется из собственного капитала. После этого отдельно принимается во внимание (суммируется к предыдущей величине) приведенная стоимость побочных эффектов финансирования и деятельности компании – эмиссионные издержки, эффект налоговой защиты, возникающий в силу возможностей увеличения кредитоемкости компании и другие (если они есть). Метод *APV* применим в тех случаях, когда долг, поддерживаемый проектом, привязан к балансовой стоимости проекта или когда этот долг нужно погашать по фиксированному графику.

Г. Оценка стоимости акций размещаемых при дополнительной эмиссии

В отличие от предыдущего раздела, где рассматривалась оценка существующих на момент оценки акций (когда период между датой оценки и планируемой датой допэмиссии не слишком мал), в данном разделе речь пойдет об оценке планируемых к размещению акций (когда период между датой оценки и планируемой датой допэмиссии пренебрежимо мал).

Если объем запланированной дополнительной эмиссии намного меньше количества свободно обращающихся на рынке акций данного эмитента, ориентиром цены размещения может служить рыночная цена обращающихся акций на момент допэмиссии.

Если объем запланированной дополнительной эмиссии составляет существенную долю от количества свободно обращающихся на рынке акций данного эмитента, оценка цены размещения акций может осуществляться следующим образом:

- При наличии данных о бизнес-плане компании равновесное значение цены размещения одной акции в составе дополнительной эмиссии может определяться по следующей схеме:
    1. Построить (если отсутствует в бизнес-плане) скорректированный прогноз движения денежных средств за период от момента допэмиссии до окончания прогнозного периода (если этот прогноз уже имеется в бизнес-плане, проверить его на реалистичность).
    2. Скорректировать текущую ставку дисконтирования (см. выше).
    3. Оценить приведенное значение терминальной стоимости.
    4. Оценить стоимость 100% пакета акций на момент допэмиссии.
    5. Оценить по выражению (1) размер доли в УК, приходящийся на вновь эмитированные акции.
    6. Рассчитать стоимость пакета дополнительно эмитированных акций с учетом выше приведенных данных.

[15] Эти потоки (ожидаемые за период от даты оценки до момента допэмиссии) следует дисконтировать по нескорректированной ставке дисконтирования.

[16] Заинтересованные читатели могут самостоятельно ознакомиться с этим методом в [1] на стр. 502-510.

Если объем запланированной дополнительной эмиссии сопоставим или превышает количество свободно обращающихся акций данного эмитента, оценку следует осуществлять при помощи метода скорректированной приведенной стоимости (*APV*).

Д. Оценка стоимости акций при дополнительной эмиссии: применение модели добавленной стоимости (экономической прибыли)

Рассмотрим случай, когда акционерный капитал компании состоит только из обыкновенных акций и планируется дополнительная эмиссия обыкновенных акций. Пусть до осуществления дополнительной эмиссии стоимость акционерного капитала компании составляла $P_{E0} = p_0 N_0$, где p_0 – рыночная стоимость одной акции, N_0 - общее количество акций. Предположим, акционерам поступило предложение инвестора (инвесторов) по расширению бизнеса. Инвестор готов инвестировать сумму *M*. Размер доли инвестора может быть определен с помощью выражения (1). В зависимости от ожидаемого экономического эффекта допэмиссии и решения о количестве вновь эмитируемых акций стоимость акций компании после допэмиссии может измениться ($p_{new} \neq p_{old}$) или остаться неизменной ($p_{new} = p_{old}$):

$$P_{En} = P_{E0} + M + NPV_{на} = p_0(N_0 + N_0^{'}) + p_0 N_n^{'} = p_0(N_0 + N_0^{'} + N_n^{'}) = p_n(N_0 + N_n), \qquad (4)$$

где P_{En} – стоимость акционерного капитала после допэмиссии,
$(N_0 + N_0')$ - количество акций приходящихся на старых акционеров после допэмиссии[17],
N_n' - количество акций полученных новым(и) акционером (акционерами) при размещении допэмиссии,
p_n - цена одной акции после допэмиссии,
N_n - общее количество акций, размещенных в процессе допэмиссии.

(4) предполагает выполнение следующих условий:

$$\begin{aligned} &N_0 + N_0^{'} + N_n^{'} = N_0 + N_n, \\ &N_n = N_n^{'} + N_0^{'}, \end{aligned} \qquad (5)$$

то есть количество акций доставшихся старым и новым акционерам равно сумме акций до эмиссии и акций, размещенных в процессе допэмиссии.

Предположим теперь, что у оценщика есть основания полагать, что в будущем соотношение рентабельности привлекаемого акционерного капитала к его альтернативной стоимости будет долго оставаться на неизменном уровне, равном ROE_n/r_{en}, и кроме того, объем дополнительной эмиссии не слишком велик. При выполнении этих условий становится возможным применение модели капитализации добавленной экономической прибыли акционеров. Предположим также, что выполняются условия (*У2*) и (*У3*)[18]. В этом случае равенство (4) может быть расширено и приведено к виду:

$$\begin{aligned} &P_{En} = P_{E0} + M + NPV_{на} = p_0 N_0 + M\frac{ROE_n}{r_{en}} = (E_0 + M)\times < \frac{ROE}{r_e} >= \\ &p_0(N_0 + N_0^{'}) + p_0 N_n^{'} = p_0(N_0 + N_0^{'} + N_n^{'}) = p_n(N_0 + N_n). \end{aligned} \qquad (6)$$

[17] Здесь подразумевается возможность бесплатного предоставления части акций дополнительной эмиссии старым акционерам. Рассмотрение более общего случая, когда эти акции предоставляются старым акционерам не бесплатно, а по льготной цене, выходит за рамки настоящей статьи. – прим.
[18] См. текст после экспликации к формуле (1) в разделе Б.

где E_0 – фактически инвестированный старыми акционерами капитал. Связь этого показателя с ожидаемой рентабельностью ранее размещенного акционерного капитала (ROE_0), затратами на капитал (r_{e0}), рыночной стоимостью одной акции (p_0) и количеством ранее размещенных акций (N_0) следующая:

$$E_0 = \frac{p_0 N_0 r_{e0}}{ROE_0}. \qquad (6\text{-}1)$$

Показатель <ROE/r_e> в (6) представляет собой средневзвешенное (по объему капитала старых и новых акционеров) отношение рентабельности к затратам на капитал:

$$< \frac{ROE}{r_e} >= \frac{E_0}{E_0 + M} \times \frac{ROE_0}{r_{e0}} + \frac{M}{E_0 + M} \times \frac{ROE_n}{r_{en}}. \qquad (6\text{-}2)$$

С учетом (6) рассмотрим условия, при которых стоимость акций после дополнительной эмиссии останется неизменной или претерпит изменения.

Д.1. Неизменность стоимости одной акции при дополнительной эмиссии

Для сохранения неизменности стоимости одной акции при дополнительной эмиссии необходимо выполнение следующих условий:

общее количество эмитируемых акций должно составлять:

$$N_n = \frac{M \dfrac{ROE_n}{r_{en}}}{p_0}, \qquad (7)$$

из которых число акций доставшихся новым акционерам составит:

$$N_n' = \frac{M\left[1 + k\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)\right]}{p_0}, \qquad (8)$$

а дополнительное число акций доставшихся (бесплатно) старым акционерам будет равно:

$$N_0' = \frac{M(1-k)\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)}{p_0}. \qquad (9)$$

При соблюдении этих условий стоимость одной акции компании после допэмиссии составит:

$$p_n = \frac{P_{En}}{N_0 + N_n} = \frac{P_{E0} + M\dfrac{ROE_n}{r_{en}}}{N_0 + N_n} = \frac{p_0(N_0 + N_0' + N_n')}{N_0 + N_n} = \frac{p_0(N_0 + N_n)}{N_0 + N_n} = p_0. \qquad (10)$$

Анализ выражений (7) - (9) показывает, что при $ROE_n = r_{en}$ $N_n = N_n' = M/p_0$, $N_0' = N_0$, а при $ROE < r_{en}$ для любых значений k выполняется: $N_n' < M/p_0$, $N_0' < N_0$. Последние условия означают, что для сохранения неизменности цены одной акции при инвестировании полученных от допэмиссии средств в посредственные проекты необходимо сократить общее количество размещенных акций (например, посредством консолидации).

Произведем теперь анализ выражений (8), (9) относительно изменения значений параметра k. При $k = 1$ (т.е. когда вся выгода от добавленной экономической стоимости, обусловленная инвестициями новых акционеров им же и достанется) число акций доставшихся новым акционерам составит:

$$N_n' = \frac{M\dfrac{ROE_n}{r_{en}}}{p_0}, \qquad (11)$$

в то время как число акций доставшихся старым акционерам (из объема допэмиссии) будет равно:

$$N_0' = 0 \qquad (12)$$

(то есть количество акций принадлежащих старым акционерам после допэмиссии по-прежнему будет равно N_0).

При $k = 0$ (т.е. когда вся выгода от добавленной экономической стоимости, обусловленная инвестициями новых акционеров достанется старым акционерам) число акций доставшихся новым акционерам составит:

$$N_n' = \frac{M}{p_0}, \qquad (13)$$

в то время как дополнительное количество акций доставшихся старым акционерам будет равно:

$$N_0' = \frac{M\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)}{p_0}. \qquad (14)$$

Д.2. Изменение стоимости одной акции при дополнительной эмиссии

Вернемся еще раз к выражению (6) и запишем его в несколько измененной форме:

$$P_{En} = p_0 N_0 + M\frac{ROE_n}{r_{en}} = p_n(N_0 + N_n) = (p_0 + \Delta p)(N_0 + N_n), \qquad (15)$$

где Δp – величина изменения стоимости одной акции обусловленная дополнительной эмиссией,

откуда следует:

$$p_n = \frac{p_0 N_0 + M \dfrac{ROE_n}{r_{en}}}{N_o + N_n} \qquad (16)$$

и

$$\Delta p = \frac{M \dfrac{ROE_n}{r_{en}} - p_o N_n}{N_0 + N_n}. \qquad (17)$$

Несовпадение стоимости одной акции определенной по формуле (16) со стоимостью одной акции определенной по формуле (10) обусловлено разными подходами к определению общего количества акций у старых и новых акционеров: выражение (10) действует лишь тогда, когда одновременно соблюдаются условия (7)-(9)[19], в то время как с помощью выражения (16) можно рассчитывать стоимость одной акции при произвольном числе вновь эмитированных акций (но при таком же ожидаемом экономическом эффекте от допэмиссии).

Из (16) и (17) следует, что в случае, когда количество эмитируемых в составе дополнительной эмиссии акций (N_n) соответствует значению, определяемому выражением (7), стоимость одной акции при дополнительной эмиссии останется неизменной.

Для того чтобы при осуществлении допэмиссии (старые) акционеры могли заранее рассчитывать распределение ожидаемого эффекта добавленной стоимости (характеризующегося заданным коэффициентом k), возникающего за счет привлечения средств новых акционеров-инвесторов, им целесообразно планировать следующий объем эмиссии новых акций:

$$N_n = \frac{M\left[1 + k\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)\right]}{p_0 + (1-k)\dfrac{M}{N_0}\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)}, \qquad (18)$$

при этом *все новые акции должны достаться новым акционерам*, вкладывающим средства в объеме M.

Анализ выражения (18) показывает:

- при $k = 1$ (весь эффект от добавочной стоимости привлеченных средств достается новым акционерам)

[19] То есть при ожидаемом (от привлечения инвестиций в размере M) эффекте добавленной стоимости в размере $M(ROE_n/r_{en} - 1)$ для сохранения неизменной стоимости одной акции следует эмитировать строго заданное число акций, определяемое выражением (7).

$$N_n = \frac{M \dfrac{ROE_n}{r_{en}}}{p_0}; \qquad (19)$$

- при k = 0 (весь эффект от добавочной стоимости привлеченных средств достается старым акционерам)

$$N_n = \frac{M}{p_0 + \dfrac{M}{N_0}\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)}. \qquad (20)$$

Цена выкупа акций в составе дополнительной эмиссии, размещаемой по закрытой подписке среди целевых инвесторов, составит:

$$p_{deal} = \frac{M}{N_n}, \qquad (21)$$

где N_n – (здесь) число акций, выкупаемое инвесторами (новыми акционерами).
Цена выкупа зависит от соотношения ожидаемой рентабельности капитала и затрат на привлечение капитала: при равенстве этого соотношения единице цена выкупа акций будет равна текущей рыночной стоимости (p_o).

Как видно из представленного выше текста, определение количества эмитируемых в рамках допэмиссии акций можно осуществлять двумя способами: по формулам (7) и (18).

Первый способ (формула (7)) исходит из того, что для заданного параметра k количество эмитируемых акций (N_{n1}) распределяется впоследствии между новыми и старыми акционерами (*при этом в настоящей статье приведен случай, когда старым акционерам вся часть новых акций предоставляется бесплатно, а новым – по цене выкупа*). Распределение акций между старыми и новыми акционерами осуществляется с учетом заданных параметров N_o, k и/или m в соответствии с (1), (8) и (9). Этот способ позволяет оставлять неизменной стоимость одной акции[20].

Второй способ (формула (18)) исходит из того, что для заданного параметра k все вновь эмитируемые акции (в количестве N_{n2}) достаются только новым акционерам по цене выкупа. Этот способ приводит к изменению стоимости одной акции компании.

Отметим, что хотя в общем случае $N_{n1} \neq N_{n2}$, оба способа приводят к одинаковым распределениям долей акционерного капитала между старыми и новыми акционерами, равно как и одинаковым значениям акционерного капитала компании.

Приведем пример.

Пусть до момента дополнительной эмиссии акционерный капитал компании состоял из N_o = 100 обыкновенных акций. Рыночная стоимость одной акции (p_o) составляла 1,5 а.е[21]. Инвесторы готовы инвестировать M = 50 а.е. в новую бизнес-линию компании[22]. Ожидаемые рентабельность этого инвестированного капитала и затраты на капитал составляют: ROE_n = 30%, r_{en} = 15%. Стороны договорились о том, что ожидаемый экономический эффект от инвестирования данных средств должен распределяться между ними поровну (т.е. параметр k = 0,5).

Необходимо определить стоимость акционерного капитала расширенной (после допэмиссии) компании (P_{En}), размер доли в ее уставном капитале (m), количество

[20] Конечно, если при этом не изменятся внешние по отношению к компании факторы, например, ситуация на рынке.
[21] а.е. – «абстрактная единица».
[22] То есть здесь подразумевается выполнение условия (У2) (см. раздел Б).

эмитируемых акций (N_n), а также стоимость одной акции после осуществления дополнительной эмиссии (p_n).

Решение.

В соответствии с (6) стоимость акционерного капитала расширенной компании для стратегических инвесторов (для которых соблюдается условие *У3*) составит:

$$P_{En} = p_o N_o + M\frac{ROE_n}{r_{en}} = 1{,}5\times 100 + 50\times\frac{0{,}3}{0{,}15} = 250 \text{ а.е.}$$

Для определения доли новых акционеров необходимо знать количество акций, которые им предоставят возможность купить. Конечно, если стороны каким-то образом сразу договорились об этом (т.е. определили ее эмпирически), вопрос количества эмитируемых в пользу новых акционеров решится просто – по формуле (2). Например, если стороны определили размер доли новых акционеров экспресс-методом (по формуле (1а)): m = 50/(1,5×100 + 50) = 0,25, то, как следует из (2), в пользу новых акционеров необходимо эмитировать: N_n = 0,25/(1 – 0,25) × 100 = 33 акции. В этом случае стоимость одной акции составит: $p_n = P_{En}/(N_o + N_n)$ = 250/(100 + 33) = 1,88 а.е. Если же при этом акционерный капитал оценивается не с позиции стратегических инвесторов (т.е. не выполняется условие *У3*), то для них стоимость акционерного капитала расширенной компании составит: 150 + 50 = 200 а.е., а стоимость одной акции – 200/(100 + 33) = 1,5 а.е., т.е. поскольку спекулятивным инвесторам не имеет смысл заглядывать далеко в будущее, они осуществляют выкуп акций и расчет своей доли строго по текущей рыночной стоимости. Однако в случаях, когда за стол переговоров садятся крупные инвесторы и мажоритарные акционеры, стремящиеся привлечь «длинные» средства в расширение своего бизнеса, и при этом возможности реинвестирования прибыли и привлечения заемных средств уже исчерпаны, имеет смысл рассматривать эффекты образования и распределения добавленной экономической стоимости. Такой подход позволяет соблюсти баланс интересов сторон, как в части корректности самой доли, так и относительно параметра *k*. Кроме того, при решении таких вопросов акционеры попутно могут преследовать иные цели, например, снизить/повысить стоимость одной акции и т.п. Для этого необходимо проработать несколько возможных вариантов. Алгоритмы, предложенные в настоящей работе, позволяют рассмотреть, как минимум, два таких варианта.

1. Предположим, акционеры хотят, чтобы в результате дополнительной эмиссии рыночная стоимость одной акции осталась практически неизменной. В этом случае необходимое для дополнительной эмиссии количество акций следует определять согласно (7):

$$N_n = \frac{M\dfrac{ROE_n}{r_{en}}}{p_0} = \frac{50\times\dfrac{0{,}3}{0{,}15}}{1{,}5} = 67 \text{ шт.}$$

Из этого числа новые акционеры (в соответствии с (8)) должны выкупить:

$$N_n' = \frac{M\left[1 + k\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)\right]}{p_0} = \frac{50\left[1 + 0{,}5\left(\dfrac{0{,}3}{0{,}15} - 1\right)\right]}{1{,}5} = 50 \text{ акций}$$

(по цене выкупа одной акции (определенной из (21)) равной: 50 (а.е.)/ 50 = 1 а.е.[23]),

а старые акционеры должны бесплатно «пополнить свой багаж» остальным количеством акций – 17 штуками (67 – 50 = 17; это же значение получается в результате применения формулы (9)).

При таком сценарии стоимость одной акции после дополнительной эмиссии составит: $p_n = P_{En}/(N_o + N_n)$ = 250/(100 + 67) = 1,5 а.е. (с учетом погрешности определения N_n), то есть не изменится, как того и хотели акционеры.

Теперь, зная количество акций доставшихся новым и старым акционерам, определим их доли и стоимости.

В соответствии с (1) доля новых акционеров составит:

$$m = \frac{N'_{NEW}}{N_{OLD} + N'_{OLD} + N'_{NEW}} = \frac{50}{100 + 17 + 50} = 0{,}3 = 30\%.$$

Стоимость этой доли составит: $P_n = p_o N_n = m \times P_{En}$ = 1,5 × 50 = 0,3 × 250 = 75 а.е.

Соответственно, доля старых акционеров будет равна: 1 - 0,3 = 0,7, а ее стоимость равна: $P_o = p_o(N_o + N_o') = (1-m) \times P_{En}$ = 1,5 × (100 + 17) = 0,7 × 250 = 175 а.е. (стоимость суммы долей, разумеется, равна стоимости 100% доли = 250 а.е.). Другой вариант расчета стоимости доли старых акционеров: $P_o = 150 + 0{,}5 \times 50$ = 175 а.е., где 0,5 а.е. – доля стоимости одной новой акции, выпускаемой на средства новых акционеров, идущая в пользу старых акционеров.

2. Предположим теперь, что акционеры допускают возможность изменения стоимости своих акций и хотят, чтобы эмитируемые акции достались только новым акционерам. В этом случае необходимое для дополнительной эмиссии количество акций следует определять согласно (18):

$$N_n = \frac{M\left[1 + k\left(\frac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)\right]}{p_0 + (1-k)\frac{M}{N_0}\left(\frac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)} = \frac{50\left[1 + 0{,}5\left(\frac{0{,}3}{0{,}15} - 1\right)\right]}{1{,}5 + (1-0{,}5)\frac{50}{100}\left(\frac{0{,}3}{0{,}15} - 1\right)} = 43 \text{ шт.}$$

Цена выкупа новыми акционерами этих акций составит: 50 (а.е.)/ 43 = 1,16 а.е.

При таком сценарии стоимость одной акции после дополнительной эмиссии составит: $p_n = P_{En}/(N_o + N_n)$ = 250/(100 + 43) = 1,75 а.е. (с учетом погрешности определения N_n), то есть повысится.

Теперь, зная количество акций доставшихся новым акционерам, определим их долю и стоимость.

В соответствии с (1) доля новых акционеров составит:

$$m = \frac{N_{NEW}}{N_{OLD} + N_{NEW}} = \frac{43}{100 + 43} = 0{,}3 = 30\%.$$

[23] Фактически эти 50 акций с учетом соотношения ROE_n/r_{en} = 2 должны были стоить по 2 а.е., но по условию задачи половина прибавочной стоимости, равная 0,5 а.е., идет в пользу старых акционеров (что приводит к суммарному удорожанию их [старых акционеров] капитала на 0,5 × 50 = 25 а.е.), и стоимость одной акции новых акционеров становится равной: 2 - 0,5 = 1,5 а.е. – *прим*.

Стоимость этой доли составит: $P_n = p_n N_n = m \times P_{En} = 1{,}75 \times 43 = 0{,}3 \times 250 = 75$ а.е.

Соответственно, доля старых акционеров будет равна: 1 - 0,3 = 0,7, а ее стоимость равна: $P_o = p_n N_o = (1\text{-}m) \times P_{En} = 1{,}75 \times 100 = 0{,}7 \times 250 = 175$ а.е. (сумма долей, разумеется, равна 100% доле = 250 а.е.).

Приведенный пример наглядно демонстрирует возможности и ограниченность манипуляций с объемом эмитируемых акций.

Рассмотрим теперь случай применения модели добавленной экономической стоимости для расчета стоимости одной акции, не требующий соблюдения ограничительного условия (*У2*). По сути это означает, что привлеченные в процессе дополнительной эмиссии денежные средства могут оказывать влияние на рентабельность ранее инвестированного (акционерного) капитала. Такое может происходить, например, в следующих ситуациях:

- когда «старые» акционеры компании (в лице ее менеджеров) обнаружили очень эффективный вариант развития какой-либо существующей технологии или продуктовой линии и для этого им необходимы дополнительные инвестиции со стороны внешних инвесторов;
- когда инвестор (группа инвесторов) располагает уникальной технологией, внедрение которой в масштабах существующего бизнеса (оцениваемой) компании позволит кардинально улучшить показатели ее финансово-хозяйственной деятельности (прежде всего, повысить рентабельность капитала).

В таких ситуациях для расчета стоимости одной акции, отражающей влияние дополнительной эмиссии, вместо выражения (16) следует использовать выражение:

$$p_n = \frac{\dfrac{ROE_n}{r_{en}}\left[p_o N_o \dfrac{r_{eo}}{ROE_o} + M\right]}{N_o + N_n}, \qquad (22)$$

где ROE_o – ожидаемая рентабельность ранее размещенного акционерного капитала (т.е. без учета привлечения дополнительных средств инвесторов),

r_{eo} - ожидаемое значение затрат на акционерный капитал без привлечения средств инвесторов.

При наличии условий применимости выражения (22) для расчета доли новых акционеров-инвесторов вместо выражения (1) следует использовать выражение:

$$m = \frac{M\left[1 + k\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - 1\right)\right] + k_s p_o N_o \dfrac{r_{eo}}{ROE_o}\left(\dfrac{ROE_n}{r_{en}} - \dfrac{ROE_o}{r_{eo}}\right)}{\dfrac{ROE_n}{r_{en}}\left[p_o N_o \dfrac{r_{eo}}{ROE_o} + M\right]}, \qquad (23)$$

где k_s – относимая на счет новых акционеров доля изменения прибавочной стоимости размещенного капитала старых акционеров, возникающая за счет эффекта масштабирования неденежных инвестиций новых акционеров ($0 \le k_s \le 1$).

Рассмотрим применение выражений (22) - (23) применительно к условиям ранее приведенного примера. Напомним их.

До момента дополнительной эмиссии акционерный капитал компании состоял из N_o = 100 обыкновенных акций. Рыночная стоимость одной акции (p_o) составляла 1,5 а.е[24].

[24] а.е. – «абстрактная единица».

Инвесторы готовы инвестировать M = 50 а.е. в новую бизнес-линию компании[25]. *Ожидаемые рентабельность этого инвестированного капитала и затраты на капитал составляют: ROE_n = 30%, r_{en} = 15%. Стороны договорились о том, что ожидаемый экономический эффект от инвестирования данных средств должен распределяться между ними поровну (т.е. параметр k = 0,5).*

Изменим в этих условиях ряд параметров и введем новые, а именно: инвесторы готовы предоставить новую технологию, повышающую текущую (и ожидаемую) рентабельность акционерного капитала с 18% до 30%, а также снизить затраты на капитал с 15% до 12%. Для условий примера возьмем значение параметра k_s равное 0,5.

Оценим долю новых акционеров (предоставивших эту технологию) и стоимость одной акции после допэмиссии при двух вариантах: (а) когда инвесторы предоставяют только эту технологию и (б) когда эти инвесторы также дополнительно вносят 50 а.е. денежных средств, которые также планируется инвестировать с рентабельностью 30% и затратами на капитал 12%.

Решение.

(а) M = 0.

В соответствии с (23) размер доли новых акционеров составит:

$$m = \frac{0{,}5 \times 1{,}5 \times 100 \times \frac{0{,}15}{0{,}18}\left(\frac{0{,}3}{0{,}12} - \frac{0{,}18}{0{,}15}\right)}{\frac{0{,}3}{0{,}12}\left[\frac{1{,}5 \times 100 \times 0{,}15}{0{,}18}\right]} = 0{,}26 = 26\%.$$

В соответствии с (2) количество эмитируемых акций в пользу новых акционеров составит:

$$N_n = \frac{0{,}26}{1 - 0{,}26} \times 100 = 35.$$

В соответствии с (22) стоимость одной акции после допэмиссии составит:

$$p_n = \frac{\frac{1{,}5 \times 100 \times 0{,}15 \times 0{,}3}{0{,}18 \times 0{,}12}}{100 + 35} = 2{,}31\,\text{а.е.}$$

Новая стоимость одной акции (2.31 а.е.) в 1,54 раза выше ее стоимости до решения о внедрении новой технологии (1,5 а.е.). Причина этого в том, что решение о внедрении новой технологии повышает показатель (ROE/r_e) в 2,083 раза ((0,3/012)/(0,18/0,15) = 2,083), в то время как общее количество акций увеличивается в 1,35 раза (со 100 до 135). В итоге получается: 2,083/1,35 = 1,54 раза.

Стоимость акционерного капитала после этой допэмиссии (с инвестированием со стороны новых акционеров новой технологии) составит: 2,31 × 135 = 312 а.е., из которых стоимость доли старых акционеров (1 - 0,26 = 0,74) составит: 0,74 × 312 = 231 а.е., а стоимость доли новых – 2,31× 35 = 81 а.е.

(б) M = 50 а.е.

В соответствии с (23) размер доли новых акционеров составит:

[25] То есть здесь подразумевается выполнение условия (У2) (см. раздел Б).

$$m = \frac{50 \times \left[1 + 0{,}5\left(\frac{0{,}3}{0{,}12} - 1\right)\right] + 0{,}5 \times 1{,}5 \times 100 \times \frac{0{,}15}{0{,}18}\left(\frac{0{,}3}{0{,}12} - \frac{0{,}18}{0{,}15}\right)}{\frac{0{,}3}{0{,}12}\left[\frac{1{,}5 \times 100 \times 0{,}15}{0{,}18} + 50\right]} = 0{,}386 = 38{,}6\%.$$

В соответствии с (2) количество эмитируемых акций в пользу новых акционеров составит:

$$N_n = \frac{0{,}386}{1 - 0{,}386} \times 100 = 63.$$

В соответствии с (22) стоимость одной акции после допэмиссии составит:

$$p_n = \frac{\frac{0{,}3}{0{,}12}\left[\frac{1{,}5 \times 100 \times 0{,}15}{0{,}18} + 50\right]}{100 + 63} = 2{,}31\,\text{а.е.}$$

Стоимость акционерного капитала после этой допэмиссии (с инвестированием со стороны новых акционеров новой технологии и 50 а.е.) составит: 2,31 × 163 = 377 а.е., из которых доля старых акционеров (1 - 0,386 = 0,614) составит: 0,614 × 377 = 231 а.е., а новых – 146 а.е.

Как видно из рассмотренного примера, оба варианта (без привлечения новых денежных средств со стороны новых акционеров (вариант (а)) и с привлечением денежных средств новых акционеров (вариант (б))) приводят к одинаковой стоимости одной акции. Причина проста – в обоих вариантах активы инвестируются с одинаковыми показателями ожидаемой доходности (30%) и затрат на капитал (12%).

Остается добавить, что выражение (23) может являться механизмом расчета доли новых акционеров при оплате уставного капитала неденежными активами в тех случаях, когда привлекаемые в бизнес активы новых акционеров не просто расширяют существующий бизнес, а оказывают воздействие на весь инвестированный капитал акционеров.

Е. Требования действующего законодательства

Рассмотрим теперь требования российского законодательства в части возможностей и ограничений накладываемых на решения о дополнительной эмиссии акций. Эти требования изложены в нормах ФЗ №208 "Об Акционерных обществах". Ниже приведены соответствующие выдержки из этого закона.

1. Статья 38. Цена размещения эмиссионных ценных бумаг:

1. Оплата эмиссионных ценных бумаг общества, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене, определяемой советом директоров (наблюдательным советом) общества в соответствии со статьей 77 настоящего Федерального закона. При этом оплата эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых посредством подписки, осуществляется по цене не ниже номинальной стоимости акций, в которые конвертируются такие ценные бумаги.

2. Цена размещения эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, лицам, осуществляющих преимущественное право приобретения таких ценных бумаг, может быть ниже цены размещения иным лицам, но не более чем на 10 процентов.<…>

2. Статья 77. Определение цены (денежной оценки) имущества:

1. *В случаях, когда в соответствии с настоящим Федеральным законом цена (денежная оценка) имущества, а также цена размещения или цена выкупа эмиссионных ценных бумаг общества определяются решением совета директоров (наблюдательного совета) общества, они должны определяться исходя из их рыночной стоимости. <…>*

2. *Для определения рыночной стоимости имущества может быть привлечен независимый оценщик.*

Привлечение независимого оценщика для определения рыночной стоимости является обязательным для определения цены выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций в соответствии со статьей 76[26] *настоящего Федерального закона <…>*

В случае определения цены размещения ценных бумаг, цена покупки или цена спроса и цена предложения которых регулярно опубликовываются в печати, привлечение независимого оценщика необязательно, а для определения рыночной стоимости таких ценных бумаг должна быть принята во внимание эта цена покупки или цена спроса и предложения.<…>.

Что могут означать данные положения? Автор, не являясь юристом, интерпретирует связь требований законодательства с оценкой (в части касающейся акций) следующим образом.

1. Формулировки ст. 38 и 77 оставляют желать лучшего: «*определяемой советом директоров*», «*исходя из их рыночной стоимости*», но «*не ниже номинальной стоимости*». Таким образом, если номинал одной акции равен 1 рубль, рыночная стоимость – 10 руб., то получается, что совет директоров волен устанавливать цену размещения в диапазоне от 1 до 10 руб. (а может быть и выше (но не намного) – прямого запрета на это нет). Если же рыночная стоимость одной акции равна 50 коп., а номинал по-прежнему – 1 руб., то цена размещения должна равняться 1 руб.
2. В отсутствие подтвержденных котировок акций на организованном рынке ценных бумаг величину рыночной стоимости можно определять только расчетным путем посредством привлечения независимого оценщика.
3. Независимый оценщик, привлеченный обществом для определения величины рыночной стоимости акций в целях их выкупа или размещения, имеет все основания применить приведенные выше алгоритмы расчета, за исключением способа, в котором предусматривалась возможность бесплатного получения старыми акционерами части акций, размещаемых при дополнительной эмиссии.

Заключение

Формальное положение ст. 77 ФЗ №208 «Об акционерных обществах» требует, чтобы оценка акций для целей допэмиссии осуществлялась решением совета директоров исходя из их рыночной стоимости. Вопрос в том, изменится ли рыночная стоимость этих акций в результате принятого решения об инвестировании дополнительно привлекаемых активов.

[26] Статья 76 указанного закона определяет порядок осуществления акционерами права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций.

Если привлекаемые активы представляют собой денежные средства в объеме M, то в соответствии с (16) рыночная стоимость одной акции компании в общем случае может измениться – не изменится она лишь при выполнении условия[27]:

$$\frac{M}{N_n} \times \frac{ROE_n}{r_{en}} = p_o. \qquad (24)$$

Во всех остальных случаях стоимость одной акции изменится.

Если привлекаемые активы не являются денежными средствами, их рыночная стоимость в общем случае будет отличаться от инвестиционной стоимости, определяемой в соответствии со значением компоненты (ROE_n/r_{en}). Именно поэтому инвестирование неденежных активов (оформляемое посредством внесения в УК и добавочный капитал причитающейся величины этих активов) обычно изменяет стоимость одной акции. Неизменность стоимости одной акции обеспечивается лишь в случае равенства рыночной стоимости неденежных активов их инвестиционной стоимости, что достигается при равенстве компоненты (ROE_n/r_{en}) единице или в случае, когда оценка рыночной стоимости неденежного актива осуществлялась на основе одного лишь доходного подхода, в рамках которого была учтена компонента (ROE_n/r_{en}).

С учетом новых возможностей инвестирования денежных средств их реальная («истинная») рыночная стоимость может отличаться от *текущей* рыночной стоимости, определенной без учета таких возможностей. Поэтому все зависит от того, что понимать под рыночной стоимостью акций – их стоимость, определенную без учета последствий дополнительной эмиссии, или с учетом этих последствий. Если решение о проведении дополнительной эмиссии принято и реализация этого решения – дело ближайшего времени, с экономической точки зрения последствия дополнительной эмиссии следует учитывать (если только рынок уже не успел их учесть). Статья 77 вышеуказанного федерального закона не содержит запрета на учет последствий дополнительной эмиссии[28].

Нельзя не отметить возникающий парадокс: при осуществлении дополнительной эмиссии неизменность стоимости одной акции с экономической точки зрения, в общем случае, возможна лишь при использовании техники определения соответствующего объема эмитируемых акций, часть которых должна *бесплатно* доставаться старым акционерам. Однако именно такой способ законодательно запрещен. Использование же законодательно разрешенной технологии дополнительной эмиссии может обеспечить неизменность стоимости одной акции лишь при соблюдении условия (24).

Следует также отметить, что информация о планируемой дополнительной эмиссии воздействует на текущую стоимость уже выпущенных акций[29]. Поскольку информация о готовящейся дополнительной эмиссии распространяется не мгновенно, и операторы рынка обладают асимметричной информацией на этот счет, стоимость/котировки предварительно размещенных акций изменяются сравнительно плавно в течение всего периода с момента объявления эмитентом соответствующего информационного сообщения до выпуска и размещения дополнительных акций[30].

---

[27] Это следует из выражения (17).

[28] Такой запрет содержит Статья 75 ФЗ №208 «Об акционерных обществах». Однако эта статья регламентирует выкуп акций Обществом, а не размещение акций.

[29] «Хвост виляет собакой» - подумает кое-кто, и будет совершенно прав: действительно, ожидания будущего часто определяют настоящее. Именно на этом основан доходный подход и метод дисконтированных денежных потоков. Джордж Сорос пошел в этом направлении еще дальше, создав теорию рефлексивности, согласно которой цены на акции определяются превалирующими ожиданиями большинства участников рынка – прим.

[30] Конечно, это изменение не является абсолютно ровным: если акции компании котируются, в определенные моменты этого периода изменения их котировок могут претерпевать некоторые скачки, особенно в момент объявления о дополнительной эмиссии.

Отметим также еще ряд факторов связанных с дополнительной эмиссией:

- при осуществлении дополнительной эмиссии эмитентом, акции которого не котируются на бирже, никто из сторонних наблюдателей не может с определенной уверенностью сказать, как именно соотносится цена размещения новых акций со стоимостью ранее выпущенных акций[31];
- при осуществлении дополнительной эмиссии эмитентом, акции которого котируются на бирже, цены (и котировки) ранее размещенных акций корректируются в период от момента объявления о предстоящей допэмиссии до ее фактического осуществления. Поэтому к моменту осуществления допэмиссии текущие рыночные цены ранее размещенных акций фактически уже «вбирают в себя» ее влияние.

Таким образом, принимая во внимание выше указанные факторы, можно сделать следующие выводы. Практический учет возможных изменений цен на акции при ожидаемой дополнительной эмиссии должен учитываться в случаях когда:

- планируется значительный объем эмиссии некотирующихся акций и при этом ожидаемая рентабельность инвестированных средств, вырученных от дополнительной эмиссии, отличается от ожидаемых затрат на привлечение нового акционерного капитала;
- имеются основания полагать, что привлечение средств новых акционеров позволит значительно изменить рентабельность ранее размещенного капитала акционеров;
- планируется значительный объем эмиссии котирующихся акций, но об этом знают только инсайдеры (т.е. когда еще не было официального объявления об этом, и оценку следует сделать в это время).

В случаях оценки котирующихся акций для целей допэмиссии на дату, перед которой уже было сделано соответствующее официальное заявление эмитента (и до момента размещения осталось немного времени) оценщику следует положиться на существующие рыночные котировки акций[32].

Также следует иметь в виду, что при объеме допэмиссии, сравнимой или превышающей стоимость ранее размещенных активов, в доходном подходе нельзя использовать традиционный метод дисконтированных денежных потоков – вместо него следует применять метод скорректированной приведенной стоимости.

Завершая статью, автор обращает внимание на основные проблемы использования предложенной методологии:

- не все части предложенной методологии стыкуются с действующим законодательством. Это, в частности, относится к запрету бесплатного приобретения старыми акционерами части акций дополнительной эмиссии.
- расплывчатость условий (по объему дополнительной эмиссии), при которых следует использовать предложенные в статье алгоритмы, либо использовать метод *APV*. Автор считает, что в этом отношении не существует точных границ, но все же метод *APV* всегда дает более адекватный результат. Проблема в том, что в современной России данный метод практически не

[31] Поскольку любой оценке присущ элемент субъективизма, всегда можно сказать, что при осуществлении оценки некотирующихся акций для целей допэмиссии (в соответствии с требованиями законодательства) произошло одно из двух: «стоимость одной акции в составе пакета вновь размещаемых акций была подогнана под стоимость одной акции в составе ранее выпущенного пакета акций», либо «стоимость одной акции в составе ранее выпущенного пакета акций при оценке была подогнана под стоимость одной акции, эквивалентную ожидаемой цене размещения одной акции в составе пакета вновь размещаемых акций».

[32] С учетом (или неучетом) эффектов связанных с контрольностью/неконтрольностью, ликвидностью/неликвидностью пакета.

используется[33]. В этом смысле предложенные в тексте алгоритмы - попытка настройки плохо играющего инструмента.

Для завершения статьи автор воспользовался последними словами сочинения Геккельберри Финна, слегка перефразировав их [1], [3]:

Ну вот, больше не о чем писать, и я до чертиков этому рад, потому что если б я знал наперед, какая морока написать этот трактат, я б нипочем не взялся за него.

Литература:

1. Ричард Брейли. Стюарт Майерс. Принципы корпоративных финансов. Второе издание на русском языке, перевод с седьмого международного издания. ЗАО «Олимп-Бизнес», Москва, 2004 г.

2. ФЗ № 208 «Об Акционерных обществах» от 24 ноября 1995 г. с изм. и уточн.

3. Марк Твен. Приключения Геккельберри Финна. Пер. с англ. Изд. «Художественная литература», Москва, 1977 г.

[33] Не понятно почему – возможно, потому, что метод *APV* не «проходят» в профильных учебных заведениях.