

Изменение структуры капитала и способы оценки акций

Ю.В. Козырь

Распространенной картиной современной действительности является широкое использование стереотипов и шаблонов. Что ж, прогресс требует жертв, и унификация есть ни что иное, как благородное стремление более эффективно «ковать металл». Автору настоящей публикации в силу выполняемой общественной работы часто приходится подготавливать экспертные заключения по оценке стоимости бизнеса и пакетов акций, и вот что примечательно: в последнее время появилось великое множество различных оценочных работ, авторы которых применяют шаблонные модели оценки без наличия условий их применимости. Наиболее «узким» местом таких оценок является применение модели средневзвешенной стоимости капитала, используемых для денежных потоков на инвестированный капитал. Одна из распространенных ошибок применения этой модели заключается даже не в отдельных элементах ее использования (по рыночной или балансовой стоимости определены веса компонентов капитала, с учетом или без учета налогового щита?), а в том, что саму по себе модель применяют в ситуации, для которой она изначально не предназначена. Использование модели с применением средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в случаях, когда в прогнозном периоде планируется изменение структуры капитала возможно лишь с применением специальных корректировок. Альтернативным вариантом является использование модели скорректированной приведенной стоимости (APV).

В публикуемой ниже работе рассмотрены возможности корректного расчета стоимости акций при планируемом изменении структуры капитала, предусматривающие адаптации модели дисконтированных денежных потоков на инвестированный капитал или применение модели APV. В последней части работы рассмотрены аспекты перекрестного владения акциями и его влияния на стоимость капитала акционеров.

1. Зачем это нужно?

После прочтения вступительной части статьи может возникнуть вопрос: а стоит ли ломать копья, не лучше ли во избежание всяких сложностей при изменении структуры капитала просто применять модель дисконтирования денежных потоков акционеров, ведь при расчете этих потоков априори учитываются потоки от финансовой деятельности, и стало быть эта модель подходит для оценки акций с изменяющейся структурой капитала (!?). К сожалению, ответ на этот вопрос отрицательный:

- При изменении структуры капитала изменяются затраты на привлечение капитала. 2-й постулат Модильяни-Миллера гласит: *ожидаемая доходность обыкновенных акций фирмы с долговой нагрузкой возрастает пропорционально отношению долга к собственному капиталу (D/E), исчисленному в рыночных ценах; темпы роста зависят от расхождения между ожидаемой доходностью активов и ожидаемой доходностью долговых обязательств.*
- Расчет WACC компании при ее текущей структуре капитала требует неперемного соблюдения условия, что эта структура капитала *неизменна*; иными словами, в обозримом будущем компания должны поддерживать структуру капитала в таких пропорциях, чтобы ее коэффициент долговой нагрузки, исчисленный по рыночной стоимости, оставался одинаковым.

Поскольку в силу различных причин (прежде всего, изменения рыночной конъюнктуры) стоимость активов и обязательств компании претерпевает постоянные изменения (даже без приложения усилий акционеров и кредиторов), выполнение этого условия становится трудно выполнимой задачей. Разумеется, в реальной жизни при незначительных изменениях

структуры капитала допустимо плавное восстановление пропорций. Но если фирма планирует серьезный сдвиг в структуре капитала (например, она намерена полностью погасить имеющийся долг или наоборот довести его с нуля до 50% в структуре всего инвестированного капитала), модель дисконтирования с использованием *WACC* перестает работать. В подобных случаях следует пользоваться ниже приведенными в тексте «настройками», или использовать модель *APV*.

При изменении структуры капитала можно применять несколько способов оценки в рамках доходного подхода. Рассмотрим их по-порядку.

2. Применение моделей дисконтированных денежных потоков

При планируемом изменении структуры капитала применение модели дисконтированных денежных потоков возможно лишь при соответствующей «настройке». Ниже представлено несколько типовых ситуаций.

1.1. Если ожидается, что структура капитала компании будет изменяться **один раз** вследствие **наращивания долговых обязательств, при этом от момента оценки t_0 до момента t_1 у компании будет полностью отсутствовать процентный долг**, оценка может осуществляться по следующей схеме:

$$P_E = P_E(t_0, t_1) + P_E(t_1, \infty) + P_{NW} = \sum_{i=1}^{t_1} \frac{FCFE_i}{(1+r_e)^{i-0,5}} + \frac{\sum_{i=t_1+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^{i-0,5}} - Debt(t_1)}{(1+i)^{t_1-0,5}} + P_{NW}, \quad (1)$$

где

P_E – стоимость акционерного капитала компании,

$P_E(t_0, t_1)$ - стоимость акционерного капитала компании формируемая денежными потоками акционеров за период $t_0 - t_1$,

$P_E(t_1, \infty)$ - стоимость акционерного капитала компании формируемая денежными потоками акционеров после периода t_1 ,

t_1 – момент времени, когда акционеры берут долг в размере $Debt(t_1)$,

r_e - затраты на привлечение капитала акционеров,

$WACC$ – номинальная средневзвешенная стоимость капитала после момента t_1 , когда процентный долг компании, как ожидается, будет на уровне $Debt(t_1)$,

i – уровень ожидаемой инфляции за период (t_0, t_1) ,

$FCFE_i$ – сумма денежных потоков акционеров компании в i -м периоде,

$FCFF_i$ – сумма номинальных денежных потоков акционеров и заемщиков компании в i -м периоде,

P_{NW} – стоимость нефункционирующих активов компании.

1.2. Если ожидается, что структура капитала компании будет изменяться **один раз** вследствие **наращивания долговых обязательств, при этом от момента оценки t_0 до момента t_1 долг компании будет составлять величину $Debt_1$, а в момент t_1 станет равным $Debt_2$** , оценка может осуществляться по следующей схеме:

$$\begin{aligned}
P_E &= P_E(t_0, t_1) + P_E(t_1, \infty) + P_{NW} \\
&= \sum_{i=1}^{t_1} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_1)^{i-0,5}} - Debt_1 + \frac{\sum_{i=t_1+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_2)^{i-0,5}} - Debt_2}{(1+i)^{t_1-0,5}} + P_{NW},
\end{aligned}
\tag{2}$$

где

$WACC_1$ – средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt_1$,

$WACC_2$ – средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt_2$.

1.3. Если ожидается, что структура капитала компании будет изменяться два раза вследствие наращивания долговых обязательств, при этом от момента оценки t_0 до момента t_1 у компании будет полностью отсутствовать процентный долг, в момент t_1 компания привлечет долговые обязательства на сумму $Debt_1$, а в момент t_2 сумма процентных обязательств станет равна $Debt_2$, оценка может осуществляться по следующей схеме:

$$\begin{aligned}
P_E &= P_E(t_0, t_1) + P_E(t_1, t_2) + P_E(t_2, \infty) + P_{NW} = \\
&= \sum_{i=1}^{t_1} \frac{FCFF_i}{(1+r_e)^{i-0,5}} + \frac{\sum_{i=t_1+1}^{t_2} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_1)^{i-0,5}} - Debt_1}{(1+i_1)^{t_1-0,5}} + \frac{\sum_{i=t_2+1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC_2)^{i-0,5}} - Debt_2}{(1+i_1)^{t_1-0,5} (1+i_2)^{t_2-t_1}} + P_{NW},
\end{aligned}
\tag{3}$$

где

$P_E(t_1, t_2)$ - стоимость акционерного капитала компании формируемая денежными потоками акционеров за период $t_1 - t_2$,

t_2 – момент времени, когда процентный долг акционеров становится $Debt_2$,

i_1 - ожидаемый уровень инфляции за период (t_0, t_1) ,

i_2 - ожидаемый уровень инфляции за период (t_1, t_2) ,

$WACC_1$ - средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt_1$,

$WACC_2$ - средневзвешенные затраты на капитал при уровне долга $Debt_2$.

1.4. Если структура капитала изменяется вследствие осуществления дополнительной эмиссии акций, возможен следующий алгоритм оценки.

При наличии информации о том, что в обозримом будущем (отстоящем от момента оценки на период, продолжительностью которого нельзя пренебречь) 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. Необходимо 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. Также следует 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 прогнозируемом периоде планируется осуществить лишь одну дополнительную эмиссию, следует скорректировать стоимость акционерного капитала по ниже приведенному алгоритму [1]:

- a. Сначала оценить, насколько изменятся затраты на заемный капитал при изменении уровня долговой нагрузки (r_{DI}) (*они могут несколько понизиться при снижении долговой нагрузки вследствие роста доли акционерного капитала – прим. авт.ст.*);
- b. Затем оценить затраты на собственный капитал с новым коэффициентом долговой нагрузки:

$$r_{E1} = r + (r - r_{DI}) \frac{D}{E + M}, \quad (4^1)$$

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

r_{DI} – 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 допэмиссии²;

E – рыночная стоимость акционерного капитала до осуществления допэмиссии;

M – объем привлеченных в результате допэмиссии средств.

Отметим, что в некоторых случаях (хотя это и не совсем корректно) инвесторы в своих расчетах перспективности приобретения нового бизнеса отталкиваются от затрат на капитал в «старом» бизнесе, корректируя их (как правило, в большую сторону) с учетом особенностей и рисков нового бизнеса.

6. С учетом пп. 1,2,4,5 следует 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*³. Здесь следует отметить, что поступление информации о дополнительной эмиссии само по себе может вызвать

¹ Это выражение, являющееся по сути выражением Второго постулата Модильяни-Миллера, заимствовано автором статьи в [1] и адаптировано применительно к условиям допэмиссии.

² Здесь предполагается плавающая процентная ставка по долговым обязательствам, изменяющаяся в зависимости от уровня рискованности долга, зависящего от уровня покрытия процентов операционной прибылью. В этом случае изменение процентной ставки не приводит к изменению рыночной стоимости долговых обязательств – прим. авт.

³ Определенную с учетом новых реалий, возникающих вследствие запланированной дополнительной эмиссии.

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 эффектом⁴ обычно можно пренебречь.

9. В соответствии с предположением пункта 2 следует оценить, насколько снизится доля оцениваемого пакета в УК⁵. Доля, приходящаяся на прежних акционеров составит: $(1 - \text{доля новых акционеров})$.
10. С учетом пп.8, 9 определить стоимость акций, приходящихся на долю старых акционеров (умножив результат пункта 8 на $(1 - \text{доля новых акционеров})$), 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 оценки до момента, когда планируется осуществить дополнительную эмиссию акций⁶.

1.5. Когда период между датой оценки и планируемой датой допэмиссии пренебрежимо мал, оценка может осуществляться по следующей схеме.

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. п.5 выше приведенного алгоритма (выражение (4))).
 3. Оценить приведенное значение терминальной стоимости.
 4. Оценить стоимость 100% пакета акций на момент допэмиссии.
 5. Оценить размер доли в УК, приходящийся на вновь эмитированные акции (см. ст. Ю.В. Козыря «Влияние дополнительной эмиссии на оценку текущей стоимости бизнеса» на сайте www.kopart.ru или публикацию этой статьи в журнале Рынок Ценных Бумаг №8/2007.).
 6. Рассчитать стоимость пакета дополнительно эмитированных акций с учетом выше приведенных данных.

⁴ 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».

⁵ Об оценке доли участия старых и новых акционеров при осуществлении дополнительной эмиссии акций см. ст. Ю.В. Козыря «Влияние дополнительной эмиссии на стоимость бизнеса», опубликованную в РЦБ №8/2007. (или на сайте www.kopart.ru).

⁶ Эти потоки (ожидаемые за период от даты оценки до момента допэмиссии) следует дисконтировать по нескорректированной ставке дисконтирования.

Если объем запланированной дополнительной эмиссии сопоставим или превышает количество свободно обращающихся акций данного эмитента, оценку следует осуществлять при помощи метода скорректированной приведенной стоимости (*APV*) [1], [2].

В заключение данного раздела отметим, что представленные выше способы оценки можно унифицировать, отразив тот факт, что оборотной стороной наращивания долговых обязательств при неизменной величине инвестированного акционерами капитала является снижение доли акционерного капитала в общей стоимости инвестированного капитала; и наоборот, - дополнительная эмиссия акций при неизменности величины заемного капитала приводит к повышению доли акционерного капитала/ снижению доли заемного капитала в структуре капитала компании.

3. Альтернативный способ оценки: применение модели скорректированной приведенной стоимости [1], [2]

В случаях, когда компания планирует осуществить серьезный сдвиг в структуре капитала (например, планируется значительный объем доэмиссии [*сопоставимый или превышающий ранее размещенный капитал акционеров*] или полное погашение имеющегося долга), модель, основанная на дисконтировании потоков компании по средневзвешенной стоимости капитала, перестает работать. Например, использование WACC невозможно в качестве ставки дисконтирования при оценке выкупов за счет займа (*LBO*), поскольку в процессе этих выкупов изменяются коэффициенты долговой нагрузки. В подобных случаях следует пользоваться методом скорректированной приведенной стоимости (*APV – adjusted present value*) разработанным Стюартом Майерсом в 1974 г [1].

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.

Процесс оценки компании с помощью метода *APV* состоит из пяти шагов [2].

1. Осуществляется расчет прогнозируемых свободных денежных потоков компании не связанных с финансовой деятельностью.
2. Оцениваются затраты на собственный капитал без учета влияния финансового рычага (*т.е. в процессе расчета предполагается оценка бездолгового коэффициента бета; другой вариант - в процессе оценки принимается во внимание выражение (4)*).
3. Осуществляется дисконтирование полученных в п. 1 денежных потоков компании и ее терминальной стоимости по ставке, не учитывающей влияние финансового рычага (*т.е. по ставке, определенной в п. 2*).
4. Оцениваются прогнозные значения налогового щита и его текущая стоимость посредством дисконтирования по ставке, соответствующей затратам на привлечение заемного капитала для данной компании (*или несколько более высокой ставке – вплоть до затрат на акционерный капитал, не учитывающих эффект финансового рычага – прим. авт.ст.*). При этом величина налогового щита в соответствующем периоде равна произведению величины процентных выплат в периоде на действующую ставку налогообложения прибыли.
5. На последнем шаге производится суммирование текущей стоимости свободных денежных потоков, не учитывающих условия финансирования, и текущей

стоимости налогового щита. Вычитая стоимость заемного капитала из полученной стоимости компании, получаем текущую стоимость собственного капитала.

4. Перекрестное владение акциями и стоимость акционерного капитала

Перекрестное владение акциями – широко распространенное явление, причины которого простираются от исторически сложившихся реалий до специально продуманных схем минимизации рисков связанных с правами собственности. Однако нередко схемы перекрестного владения создают головную боль многим, кто так или иначе сталкивается с необходимостью анализировать деятельность компании, в том числе ее собственникам, а также потенциальным инвесторам, аналитикам и оценщикам.

В настоящем разделе автор предпринял попытку отразить несколько моментов связанных с процессом оценки при наличии простейшей схемы прекрестного владения, когда два хозяйствующих субъекта владеют пакетами акций друг друга.

Начальные условия следующие.

В момент времени (t_0) акционеры компании A приобретают за деньги b процентов акций компании B , а акционеры компании B в это же время приобретают за деньги a процентов акций компании A (для простоты рассмотрения будем считать, что акционерные капиталы этих компаний состоят только из обыкновенных акций). В результате этих трансакций стоимость капитала прежних акционеров компаний A и B составит:

$$\begin{aligned} E_{A'} &= E_A + bE_B - \text{cash}_A(bE_B) - aE_A + \text{cash}_B(aE_A), \\ E_{B'} &= E_B + aE_A - \text{cash}_B(aE_A) - bE_B + \text{cash}_A(bE_B), \end{aligned} \quad (5)$$

где:

$E_{A'}$ - рыночная стоимость капитала акционеров компании A после приобретения акций компании B ,

E_A - рыночная стоимость капитала акционеров компании A до трансакции по приобретению акций компании B ,

$E_{B'}$ - рыночная стоимость капитала акционеров компании B после приобретения акций компании A ,

E_B - рыночная стоимость капитала акционеров компании B до трансакции по приобретению акций компании A ,

bE_B - рыночная стоимость $b\%$ акций компании B до трансакции,

aE_A - рыночная стоимость $a\%$ акций компании A до трансакции,

$\text{cash}_A(bE_B)$ - сумма уплаченных денежных средств акционерами компании A за приобретение $b\%$ акций компании B ,

$\text{cash}_B(aE_A)$ - сумма уплаченных денежных средств акционерами компании B за приобретение $a\%$ акций компании B .

Очевидно, что если приобретение пакетов акций осуществляется по рыночной стоимости, не происходит изменения стоимости капитала акционеров.

Если происходит обмен акциями (т.е. в качестве оплаты вместо денег используются акции собственной компании; и в этом случае не осуществляется присоединения одной компании к другой или слияния компаний), приводящий к перекрестной структуре собственности, стоимость капитала прежних акционеров составит:

$$\begin{aligned} E_{A'} &= E_A + bE_B - aE_A, \\ E_{B'} &= E_B + aE_A - bE_B. \end{aligned} \quad (6)$$

При таком обмене, очевидно, капитал акционеров не изменится при соблюдении равенства:

$$aE_A = bE_B. \quad (7)$$

Если рассмотреть результат приобретения акций другой компании не с позиции прежних собственников, а с позиции соответствующих величин акционерных капиталов постфактум, картина будет несколько иной:

$$\begin{aligned} E_A'' &= E_A - \text{cash}_A(bE_B) + bE_B, \\ E_B'' &= E_B - \text{cash}_B(aE_A) + aE_A, \end{aligned} \quad (8)$$

где bE_B и aE_A численно равны изменениям строк баланса «долгосрочные финансовые вложения» компаний A и B соответственно⁷.

В результате трансакций активы каждой из компаний увеличиваются на долю участия в капитале другой компании и уменьшаются на стоимость активов, уплачиваемых за приобретение акций.

Завершая рассмотрение перекрестного влияния в рамках подхода, основанного на оценке активов («затратного» подхода – по сути именно в его рамках велись все рассуждения третьей части работы), автор статьи предлагает следующий алгоритм оценки акций в случаях когда требуется оценить $n\%$ акций компании A , владеющей $b\%$ акций компании B , которая в свою очередь владеет $a\%$ акций компании B .

1. Осуществляется очистка баланса компаний A и B от взаимных долгосрочных финансовых вложений (*ДФВ*, или других строк баланса, в которых отражены вложения в соответствующие акции).
2. Оценивается рыночная стоимость оставшихся активов и обязательств и, через них, рыночную стоимость акционерного капитала компаний A и B (т.е. без учета их взаимных *ДФВ*). Результаты оценок обозначим $E_{A_}$ и $E_{B_}$.
3. Определяется стоимость $b\%$ $E_{B_}$.
4. Прибавляется к $E_{A_}$ $b\%$ $E_{B_}$.
5. Определяется стоимость соответствующей доли ($n\%$) от величины полученной в п. 4.

В заключение несколько слов об отражении перекрестного владения на стоимость инвестированного капитала компании.

- Стоимость бизнеса практически не зависит от структуры капитала и формы собственности – она в гораздо большей степени зависит от эффективности операционной деятельности компании. На стоимость инвестированного капитала компании A могут оказывать влияние коммерческие аспекты взаимодействия с компанией B , например, расчеты с ней за поставку товара. Соответственно, при оценке доходным подходом суммарной стоимости бизнеса (инвестированного капитала) компаний A и B , имеющих перекрестную структуру собственности, следует произвести очистку их взаимных оборотов. Если при этом оценивается суммарная стоимость акционерных капиталов A и B , также следует нивелировать влияние взаимных задолженностей, т.е. принимать к расчету только сальдо обязательств (чистую позицию по долгу) между A и B .
- Схемы перекрестного владения акциями (долями участия) могут привести к изменению благосостояния отдельных акционеров (учредителей) лишь в случаях

⁷ Это так при условии, что оплата за приобретение акций полностью отражается в балансе. Если это условие не выполняется (например, в балансе отразилась лишь часть стоимости, по номиналу или чуть выше, в то время как другая часть нашла отражение в затратах на оказание неких услуг), данное равенство следует скорректировать.

неэквивалентного обмена акциями (долями участия), осуществляемых на нерыночной основе.

- Рассмотрение в рамках одной статьи многих аспектов конкретного отражения способов расчета при перекрестной структуре собственности наталкивается на трудности количественного характера: автор настоящей статьи насчитал более 50 разновидностей перекрестного владения собственностью, и это только для бизнес-групп, состоящих из 2-3 обществ. А сколько их будет при большем количестве зависимых обществ?

Использованные источники

1. Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов. ЗАО Олимп-Бизнес. Москва, 2004.
2. К. Феррис. Б.П. Пети. Оценка стоимости компании. Издательский дом «Вильямс» Москва – Санкт-Петербург-Киев, 2003.
3. Ю.Козырь. Влияние планируемой дополнительной эмиссии акций на оценку текущей стоимости бизнеса. ЭСМИ ВКО *Appraiser.ru*, ж-л «Рынок ценных бумаг» №№8,12, 14, Москва, 2007.