

скидка на акции компании при недостаточной ликвидности

*скидка за недостаток ликвидности акций
при оценке стоимости закрытой компании*

Аннотация

Для инвесторов, вложивших деньги в акции какой-либо компании, особое значение имеет ликвидность этих ценных бумаг. Ведь в случае высокой ликвидности акций при возникновении необходимости их быстро продать, собственники ничего не теряют, а в лучшем случае – приобретают. Однако если акции невозможно незамедлительно продать, то при их выставлении на продажу на их цену начисляется значительная скидка. Статья посвящена проблеме корректного определения понятия скидки за недликвидность при оценке стоимости капитала закрытой компании, а также роли поправки на недликвидность акций в процедуре оценки стоимости актива.

Ключевые слова: оценка стоимости, скидка за недостаток ликвидности, премия за контроль, уровни стоимости компании, акционерный капитал, денежные потоки, ценные бумаги

Скидка (премия) к базовой стоимости актива применяется для отражения различий между объектом оценки, то есть рассматриваемой доли в капитале компании-цели, и базовой группой компаний, которую можно принять за репрезентативную выборку.

Существует разветвленная классификация скидок и премий, в зависимости от того, какая база применяется для их расчета: стоимость компании в целом или акционерный капитал. Скидки (премии) на уровне компаний включают в себя корректировки стоимости компании с учетом размера и качества ее клиентской базы, роли ключевого руководителя в операционном процессе, степени привлекательности набора ее активов и т.д. В то же время скидки (премии) за контроль и недостаток ликвидности влияют на оценку именно акционерного капитала корпорации.

Онищук Ю.Ю.
аспирантка кафедры
финансов и кредита
экономического
факультета
Московского
государственного
университета
им. М.В.Ломоносова
yulia.onishchuk@
gmail.com

Премия за контроль

В ряде случаев скидки на уровне компании можно трансформировать в ставку дисконтирования денежных потоков компании (за счет расширения модели CAPM¹) или в мультиплаторы для коррекции дополнительных рисков, с ними связанных. Тем самым можно избежать необходимости определения сначала базовой стоимости актива, а затем подвергать ее ряду корректировок.

Однако скидки на уровне акционерного капитала требуют более тщательного подхода при оценке. Их прямая имплементация в прогнозируемые денежные потоки компаний-цели затруднена ввиду большой степени субъективности этих величин.

Премия за контроль (скидка за неконтрольный характер) базируется на том основании, что владелец контрольного пакета акций владеет правами, которыми не наделен миноритарный владелец и которые дают ему возможность управлять компанией таким образом, чтобы извлечь для себя максимальную экономическую выгоду. Ш. Пратт определяет премию за контроль как произведение юридических прав и экономической выгоды [4].

Премия за контроль (скидка за недостаток контроля) представляется тем параметром в уравнении стоимости, чье значение несложно вычислить. Государство жестко регламентирует, какие полномочия получает владелец определенного пакета. Кроме того, выгоду/потери от того, какой пакет приобретает инвестор – контрольный или нет, можно отразить в денежных потоках компании при прогнозировании. При наличии в собственности контрольного пакета акций инвестор вправе строить прогноз денежных потоков с учетом собственных решений относительно будущего компании.

Понятие «скидка за неликвидность»

Скидка за недостаток ликвидности (реже – премия за ликвидность) не имеет линейной связи с прогнозными денежными потоками компании, в связи с этим корректное определение скидки за неликвидность представляется наиболее сложной и интересной задачей. Именно поэтому в настоящей работе

***...премия
за контроль – это
произведение
юридических прав
и экономической
выгоды***

¹ Capital Asset Pricing Model – модель оценки долгосрочных активов.

**...ликвидность –
это скорость,
с которой можно
конвертировать
актив в денежные
средства без потерь
стоимости**

акцент сделан именно на скидке за неликвидность. При этом следует отметить, что в разных исследованиях авторы по-разному трактуют понятие ликвидности. В ряде работ встречается понятие «скидка за недостаток реализуемости», в других же исследованиях – «скидка за недостаток ликвидности». Здесь важно разделять данные понятия. Реализуемость (marketability) – это возможность (данное законом право) продать акции (актив) компании на рынке с учетом возможных законодательных ограничений [5]. В то время как ликвидность – это скорость, с которой можно конвертировать актив в денежные средства без потерь стоимости.

Общеизвестно, что инвесторы высоко ценят ликвидность акций. Если акции невозможна незамедлительно продать, то в случаях, когда такие акции выставляются на продажу, на их цену начисляется значительная скидка. Данная закономерность и стала основой для развития теории скидки за неликвидность, основные направления развития которой представлены ниже.

Так например, К. Мерсер полагает, что скидка за недостаток ликвидности отражает эффект от непропорционального распределения денежных потоков в сторону миноритария в период неликвидности его акций. Транзакционные издержки не входят в данную трактовку скидки за недостаток ликвидности.

Ш. Пратт и С. Рейли подтверждают свое согласие с концепцией Мерсера утверждением, что стоимость неликвидного миноритарного пакета акций соответствует величине всех будущих капитализированных денежных потоков, приходящихся на такой пакет. Следует отметить, что Ш. Пратт был первым экономистом, обратившим внимание на значение скидок и премий при оценке стоимости компании еще в 1966 г.

Согласно определению Р. Сэнсинга, скидка за неликвидность возникает тогда, когда недостаток потенциальных покупателей является причиной отклонения цены акции от ожидаемой, прогнозируемой аналитиками.

Концепция ликвидности

Центральное место среди исследователей понятия «скидка за неликвидность» занимает Л. Переиро. Многие его работы посвящены определению раз-

*...скидка
за неликвидность
возникает тогда,
когда недостаток
потенциальных
покупателей
является причиной
отклонения цены
акции от ожидаемой*

мера скидок за неликвидность и премий за контроль для компаний Латинской Америки. Л. Перейро полагает, что скидка за неликвидность равна транзакционным издержкам, сопряженным с продажей акций.

Также следует выделить таких экономистов, как Э. Адамс и П. Венмор-Роуланд, которые утверждают, что скидка за неликвидность может применяться не только к частным компаниям, но и к публичным. Однако с данным тезисом нельзя согласиться, поскольку неликвидность акций открытых компаний обусловлена их финансовыми показателями и ожидаемыми будущими денежными потоками (информация о которых находится в открытом доступе), а не следствием непрозрачности корпорации или размера пакета акций, предлагаемого к продаже.

В целом, можно сделать вывод, что, концепция ликвидности подразумевает возможность и скорость обращения акций, а также размер транзакционных издержек, с которыми может быть куплена или продана ценная бумага на фондовом рынке. Данная концепция тесно связана с гипотезой эффективности рынка Ю. Фамы. От того, какая форма эффективности присуща рынку (слабая, сильная, полусильная), зависит предельная скорость обращения ценных бумаг.

Таким образом, в определении концепции ликвидности, приведенной выше, сочетаются и реализуемость, и скорость обращения, поскольку инвестора интересует комплекс данных понятий как его право в каждый момент времени изменить структуру своих активов, не сталкиваясь при этом с уменьшением его капитала.

На основе анализа приведенных выше определений скидки за недостаток ликвидности можно сделать следующий вывод: скидка за неликвидность отражает уменьшение ожидаемой чистой цены продажи актива ввиду отсутствия потенциальных покупателей по установленной акционером цене в момент времени, когда держатель акций принимает решение об их продаже.

Когда применять скидку?

Определив понятие «скидка за неликвидность», необходимо четко указать, на каком этапе оценки стоимости капитала закрытой компании необ-



Рис. Место скидки за неликвидность в цепочке определения стоимости пакета акций компании

ходимо применять скидку за недостаток ликвидности (СНЛ).

В основе приведенной на рис. цепочки определения стоимости пакета акций (см. *рис. выше*) лежат стандарты оценки бизнеса, выпущенные Американским обществом оценщиков², а также концепция уровней стоимости, разработанная М. Болотки (M. Bolotsky). Следует отметить, что скидки на уровне акционера являются мультипликативными, а не аддитивными, поэтому должны применяться последовательно. Если исходной точкой для расчета скидок за неконтрольный характер является контрольный пакет акций, то для вычисления СНЛ базой является стоимость ликвидного миноритарного пакета акций (или «стоимость эквивалентных акций, котирующихся на бирже» или «рыночная стоимость на биржевом рынке») [1]. Именно эту последовательность действий и отражает *рис. (см. выше)*.

² Стандарты оценки бизнеса, выпущенные Американским обществом оценщиков. Стандарт VII. Скидки и премии, применяемые при оценке бизнеса.

*...неликвидность
акций открытых
компаний обусловлена
их финансовыми
показателями
и ожидаемыми
будущими
денежными
потоками*

**...стоимость
неликвидного
миноритарного
пакета акций
соответствует
величине всех будущих
капитализированных
денежных потоков,
приходящихся
на такой пакет**

Подводя итоги, можно сделать вывод, что с точки зрения прозрачности процедуры применения скидок и премий корректировка базовой стоимости актива на недостаток ликвидность является завершающей и одновременно наиболее сложной из всех возможных поправок итоговой стоимости. Именно поэтому важно понимать значение данной корректировки и верно имплементировать ее в процесс оценки.

Литература

1. Пратт Ш. Скидки и премии. – М.: Квинто-Менеджмент, 2002.
2. Officer M. The price of corporate liquidity: acquisition discounts for unlisted targets. – Marshall School of Business, 2005.
3. Faccio M., McConnell J.J., Stolin D. Returns to acquirers of listed and unlisted targets. // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2006. – № 41.
4. Business Valuation Library. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bvLibrary.com>.
5. Feldman S. Revising the Liquidity Discount Controversy: establishing a plausible Range. – Axiom Valuation, 2005.

pn

Onishchuk Yu.Yu.

*Postgraduate Student, Chair of Finance and Credit, Department of Economics,
Lomonosov Moscow State University*

Discount for the Lack of Liquidity Share When Assessing a Private Company

Abstract

Liquidity of company's securities is of particular importance for investors who have invested their money in the company's shares. If the shares have high liquidity, the owners can quickly sell them when necessary and they have nothing to lose but gain at best. However, if the shares can not be sold immediately, their price is considerably discounted when offering them for sale. The article is devoted to the problem of a correct definition of discount for illiquidity when assessing the cost of capital of a closed company and the role of adjustment for shares illiquidity when assessing value of assets.

Keywords: value assessment, discount for lack of liquidity, premium for control, levels of company's value, equity capital, money flows, securities