

## Факторы, определяющие величину скидки за недостаток ликвидности при оценке стоимости закрытой компании

© 2009 Ю.Ю. Онищук

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

Настоящая статья посвящена анализу детерминантов величины скидки за недостаток ликвидности при оценке стоимости капитала закрытой компании. Основная цель работы - выявление и обоснование зависимости между значением скидки за неликвидность по уже совершенным сделкам и основными финансовыми и операционными характеристиками компаний, базовая стоимость которых была скорректирована с учетом данных скидок.

*Ключевые слова:* оценка стоимости закрытых компаний, скидки и премии, скидка за неликвидность, детерминанты величины скидки за неликвидность.

### Введение

В теории корпоративных финансов есть три общеизвестных метода оценки стоимости капитала: доходный, сравнительный и затратный. У каждого из них свои преимущества и недостатки, однако стоимость, полученная в результате применения любого из них, не учитывает такой параметр, как ликвидность акций компании. В случае, если речь идет о приобретении акций закрытой компании<sup>1</sup>, то базовую стоимость актива необходимо скорректировать с целью отразить дополнительный риск инвестора, связанный с вероятными сложностями при реализации данного пакета акций в будущем. Такой корректировкой является скидка за неликвидность (СНЛ).

Существует большое количество исследований<sup>2</sup>, посвященных вычислению значения СНЛ в среднем по отрасли или в целом по корпоративному сектору одной или нескольких развитых стран.

Однако каждая компания уникальна, и поэтому невозможно получить точную оценку стоимости ее капитала, применяя среднее значение скидки за неликвидность (или диапазон значений) при каждой процедуре оценки, так как это может привести к существенному искажению итоговой стоимости бизнеса.

Для точной оценки стоимости миноритарного неликвидного пакета акций необходимо знание дополнительных параметров, с помощью которых данный диапазон в каждом конкретном случае можно сделать более узким. Иными словами, существует ряд факторов, которые оказывают значительное влияние на размер скидки за неликвидность. Анализ многочисленных исследований таких экономистов, как А. Бут

(А. Booth), А. Субраманиан (А. Subramanian), Р. Глэйзер (R. Glazer) и т.д., рассматривающих детерминанты СНЛ, позволяет предположить, что ключевыми детерминантами являются: 1) наличие прав по опционам "пут"; 2) объем рынка, на котором компания функционирует; 3) перспективы и возможности преобразования фирмы в компанию открытого типа или ее поглощения; 4) наличие ограничений на продажу акций; 5) размер конкретного пакета акций; 6) волатильность доходов компании; 7) спекулятивный характер отрасли; 8) размер компании; 9) круг потенциальных покупателей; 10) степень прозрачности компании; 11) стадия жизненного цикла компании; 12) объем сделки (сумма сделки).

Влияние части факторов на СНЛ уже получило эмпирическое подтверждение<sup>3</sup>. Но так как данные исследования проводились достаточно давно (около 7-10 лет назад), то в условиях изменяющейся экономики возникает потребность не только установить новые, но и проверить уже доказанные взаимосвязи. Особенный интерес представляет подобная проверка на более широком, чем ранее, диапазоне данных, включающем информацию о сделках последних месяцев.

Ввиду того, что речь идет о закрытых корпорациях, количество факторов, влияние которых можно проверить, ограничено доступностью информации по данным компаниям. Учитывая этот нюанс, необходимо сформировать набор факторов, чью зависимость с СНЛ представляется возможным подтвердить или опровергнуть, а именно: стадия жизненного цикла компании, выручка, операционная рентабельность, размер приобретаемого пакета акций компании, а также спекулятивный или неспекулятивный характер отрасли. Обоснование выбора именно этих параметров представлено ниже.

<sup>1</sup> Акции закрытой компании на обращаются на бирже.

<sup>2</sup> Booth R. Discounts and Other Mysteries of Corporate Finance // California Law Review. 1991. Vol. 79. № 4. P. 1053-1117.

<sup>3</sup> FMV restricted stock study. Determining Discounts for lack of marketability. FMV Opinion, Inc. 2007. URL: <http://www.bvmarketdata.com/pdf/2007CompanionGuide.pdf>.

**Стадия жизненного цикла** характеризует сложную совокупность процессов, проходящих в компании, ее перспективы в отрасли, качество менеджмента. Так как инвестор оценивает именно будущие потоки компании, об их динамике и продолжительности можно судить именно по стадии жизненного цикла корпорации. Определить стадию жизненного цикла компании при работе с обширными базами данных можно по косвенным признакам, таким, например, как размер компании. Именно поэтому в настоящей работе аппроксимацией данного параметра является величина активов компании.

**Спекулятивный характер отрасли.** Существует ряд отраслей, в которых сделки M&A носят спекулятивный характер, и где цена сделки нелинейно связана со справедливой стоимостью компании (например, медиа, СМИ). Размер скидок и премий в них очень мал и базируется на внутренних ожиданиях инвестора, основанных на интуитивно прогнозируемых тенденциях данных отраслей.

**Выручка** компании характеризует масштаб ее деятельности в настоящий момент времени, т.е. в момент принятия решения инвестором о покупке акций (тогда как размер активов в большей степени отражает историю компании), и оказывает большое влияние на формирование мнения инвестора относительно каждой конкретной компании.

**Размер приобретаемого пакета акций.** Данный показатель позволяет отразить влияние наличия или отсутствия контроля на ликвидность акций компании

**Операционная рентабельность** (маржа) отражает эффективность текущей деятельности компании, ее место в отрасли, а также перспективы ее развития.

В соответствии с теоретическим обоснованием значимости данных параметров автором были сформулированы следующие гипотезы:

1. Пакет акций компании, находящейся на стабильной стадии жизненного цикла, является более ликвидным, чем акции развивающейся компании.

2. Пакет акций компании, имеющий значительную величину выручки, обладает более высокой ликвидностью, чем акции компании с небольшим оборотом.

3. Пакет акций компании, функционирующей в спекулятивных отраслях, является более ликвидным.

4. Большой пакет акций компании является менее ликвидным, чем малый.

5. Пакет акций компании с высокой операционной рентабельностью является более лик-

видным, чем акции компании с низкой рентабельностью.

Целью данной работы является проверка сформулированных гипотез, получение выводов относительно детерминантов скидки за неликвидность.

#### Описание данных

Для решения поставленной задачи автором настоящей работы взята за основу статистика проведенных IPO на рынках США и Европы с 1985-го по 2008 г. из базы данных Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study, созданной Брайаном Пирсоном. Данная база содержит информацию о ценах на акции закрытых нефинансовых компаний, банков, страховых компаний, кредитных учреждений при сделках по купле (продаже) акций до выхода на IPO и ценах на акции этих компаний после осуществления процедуры IPO. Разница данных цен представляет собой скидку за неликвидность.

Следует отметить, объем базы данных достаточно велик и включает более 3000 сделок с акциями закрытых компаний, впоследствии сменившими организационно-правовую форму на открытое акционерное общество.

Для целей настоящей работы необходимо сформировать максимально однородную пространственную выборку данных, позволяющую делать выводы относительно зависимости величины скидки за неликвидность и параметров деятельности компании, т.е. проверить сформулированные ранее гипотезы. С учетом этого факта данные для проведения анализа должны отвечать следующим требованиям:

1. Компании имеют положительную операционную маржу. В таком случае оценка инвестором акций компании, эффективно функционирующей на рынке, является классической и в большей степени объясняется текущими объективными показателями деятельности компании.

2. Величина активов компании не превышает 1 200 000 000 долл. США<sup>4</sup>.

3. Выручка компании не превышает 758 000 000 долл. США<sup>5</sup>.

4. Временной промежуток между сделкой с куплей (продажей) акций закрытой компании и ее инкорпорированием составляет 6 месяцев.

Выбор данного временного интервала между IPO

<sup>4</sup> Компании, чьи активы превышают данную сумму, являются очень крупными, и высока вероятность, что СНЛ при оценке данных компаний будет иметь экстремальное значение.

<sup>5</sup> Компании, чья выручка превышает данную величину, являются очень крупными, и высока вероятность, что СНЛ при оценке данных компаний будет иметь экстремальное значение.

и продажей акций еще закрытой компании объясняется тем, что, с одной стороны, выбранный промежуток времени достаточно велик, чтобы инвестор не был четко уверен в осуществлении компанией IPO и тем самым не завышал оценку компании. С другой стороны, данный временной интервал достаточно мал, чтобы с момента совершения сделки до IPO произошли существенные изменения в бизнес-процессах компании, изменились ее операционная эффективность и доля на рынке. В таком случае разница в цене акции до IPO и после IPO объясняется в большей степени увеличением ликвидности акций.

5. Акции компании перед IPO были реализованы именно со скидкой за неликвидность (не с премией), так как премии за ликвидность встречаются редко и обусловлены сочетанием факторов, которые варьируются от сделки к сделке и часто являются следствием интуитивной оценки инвестором будущих денежных потоков компании.

6. Пакет акций, реализованный во время сделки до IPO, должен быть меньше 75%, так как в противном случае цена акции с целью покупки (продажи) могла быть определена с учетом синергетического эффекта для инвестора, что в свою очередь оказывает существенное влияние на оценку ликвидности данных акций инвестором.

7. Компании, относящиеся к финансовому сектору (страховые компании, банки, инвестиционные банки, консалтинговые компании и т.д.), были исключены из выборки, так как предметом исследования в настоящей работе являются нефинансовые акционерные общества. Также в выборку не вошли компании, занимающиеся социальной деятельностью, поскольку их капитализация в меньшей степени определяется экономической эффективностью и основными детерминантами стоимости акций.

Таким образом, с учетом выполнения перечисленных выше критериев, в выборку для проведения дальнейшего анализа вошли 97 компаний из различных отраслей экономики США.

#### **Описание метода исследования**

Для получения комплексного представления о взаимосвязи величины СНЛ и определенных параметров деятельности компании необходимо исследование, не ставящее целью определить степень зависимости величины СНЛ от показателей компании, но позволяющее классифицировать элементы выборки в группы, соответствующие определенному диапазону или величине СНЛ. Для реализации этой задачи в настоящей работе проведен кластерный анализ рассматриваемых данных.

С помощью метода кластеризации K-средних, примененного в настоящей работе, можно выявить существование зависимости между определенными показателями компании и размером скидки за неликвидность. Если разделить рассматриваемую совокупность данных на однородные группы (кластеры), в зависимости от того, каковы параметры деятельности каждой компании, по которой известно значение СНЛ, то можно проследить определенную зависимость величины СНЛ и данных параметров.

Более того, так как фактическое значение СНЛ является результатом оценки инвесторами стоимости компании, проводимое в рамках настоящей работы исследование позволит определить, на что именно обращает внимание инвестор при оценке компании.

#### **Результаты исследования**

В результате работы в программе Statistica с описанным набором данным получено разделение всей совокупности на 5 кластеров, каждому из которых соответствует ряд компаний со схожими характеристиками и с одним диапазоном СНЛ.

**1-й кластер.** Характеризуется достаточно высокой СНЛ (46,5%) и самой большой в группе величиной активов. Среди элементов этого кластера наблюдаются самые крупные пакеты акций, реализованных до IPO.

Кластер также характеризуется операционной рентабельностью, приблизительно равной средней по выборке и одной из самых высоких среди кластеров (13,09%). Что касается выручки, то ее размеры для компаний, вошедших в данный кластер, невелики.

В то же время нельзя сказать, что компании в данном кластере принадлежат к определенной группе отраслей, спекулятивных или защищенных.

**2-й кластер.** В эту группу попали компании со средней по выборке величиной активов и выручки. Данные компании в период сделки предлагали один из самых маленьких пакетов акций. Однако данным компаниям соответствуют высокая операционная рентабельность и неспекулятивный характер отрасли, в которой они работают.

Кластер также характеризуется операционной рентабельностью, приблизительно равной средней по выборке и одной из самых высоких среди кластеров (13,08%). Что касается выручки, то ее размеры для компаний, вошедших в данный кластер, невелики.

При этом значение СНЛ для группы ниже, чем для первого кластера (34,6%).

**3-й кластер.** Характеризуется достаточно высоким значением СНЛ (41,8%), самой большой в группе величиной выручки. Среди элементов этого кластера наблюдаются достаточно крупные пакеты акций, реализованных до IPO.

Кластер также характеризуется операционной рентабельностью одной из самых низких среди кластеров (9,03%). Что касается активов, то их размеры для компаний, вошедших в данный кластер, невелики.

Компании, принадлежащие данному кластеру, также в основном функционируют вне спекулятивных отраслей.

**4-й кластер.** В данную группу попали компании с низкой величиной активов и выручки. Данные компании в период сделки предлагали к продаже небольшие пакеты акций. Однако данным компаниям соответствует высокая операционная рентабельность и неспекулятивный характер отрасли, в которой они работают.

Кластер также характеризуется самой высокой операционной рентабельностью среди кластеров (15%).

Компании, принадлежащие данному кластеру, также в основном функционируют вне спекулятивных отраслей. При этом значение СНЛ совпадает с СНЛ для 3-го кластера и является достаточно высоким (41,3%).

**5-й кластер.** Характеризуется низким значением СНЛ (27%). Среди элементов этого кластера наблюдаются самые маленькие пакеты акций, реализованных до IPO.

Кластер также характеризуется операционной рентабельностью, самой низкой среди кластеров (9,01%). Что касается активов, то их размеры для компаний, вошедших в данный кластер, невелики, чуть больше, чем в 4-м кластере. Компании 5-го кластера представляют собой “дойные коровы”, минимальный размер СНЛ обусловлен тем, что они находятся на стабиль-

ной стадии развития и генерируют большой денежный поток при невысокой рентабельности.

Однако все компании, вошедшие в 5-й кластер, функционируют в спекулятивных отраслях, что объясняет такое низкое значение СНЛ. При этом следует отметить, что данные компании, как правило, являются самыми непрозрачными в выборке и их стоимость с большой вероятностью была оценена инвестором интуитивно с учетом параметров, не включенных в настоящее исследование.

С точки зрения проверки выдвинутых гипотез, можно утверждать, что все 5 факторов, предположительно влияющих на размер СНЛ, в действительности оказывают влияние на СНЛ. Но при этом интенсивность данного влияния различна. Так, наиболее сильно на ликвидность акций влияют спекулятивный характер отрасли и размер пакета акций (гипотезы 3 и 4 получили подтверждение). Далее по убыванию степени значимости идут операционная рентабельность, выручка и величина активов (т.е. стадия жизненного цикла). Однако важно отметить, что последние два фактора не имеют тесной взаимосвязи с величиной СНЛ.

Таким образом, можно сделать вывод: инвестор при внесении корректировок в базовую стоимость капитала компании в первую очередь обращает внимание на размер приобретаемого им пакета акций и на общие тенденции в отрасли. Другие же значимые параметры деятельности компании учтены при определении базовой стоимости актива и уже в меньшей степени влияют на значение скидки за неликвидность. Исходя из этого факта, следует отметить, что при определении цены капитала закрытой компании необходимо учитывать максимальное количество параметров ее деятельности и лишь затем, с учетом размера продаваемой (покупаемой) доли капитала и отраслевых особенностей, применять скидку за неликвидность. В противном случае существует вероятность двойного учета одних и тех же параметров.

*Поступила в редакцию 03.11.2009 г.*