

УДК 336.71

JEL classification: G32, C10, D80, O16

ВАК 5.2.3/08.00.05

### **Скидка на ликвидность при оценке бизнеса и принципы устойчивого развития.**

Захматов Дмитрий Юрьевич, доцент Высшей школы бизнеса Казанского Федерального Университета, кандидат экономических наук (г. Казань)

z\_dmitry@bk.ru,

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0568-0127>

SPIN-код: 4966-2529, AuthorID: 101960

#### ***Аннотация***

*В предлагаемой статье выполнен анализ теоретических аспектов и действующих методик применения скидки на ликвидность при оценке не котируемых компаний. Вопросы применения скидки на ликвидность при оценке компаний, акции которых не имеют котировок на рынке, являются предметом дискуссий в зарубежных и отечественных профильных исследованиях и не теряют своей актуальности и сейчас. Целью исследования является разработка рекомендаций по учету скидки на ликвидность в российской практике оценки бизнеса. Предложены области внимания и рекомендации при исследовании применимости данной скидки при определении стоимости не котируемых предприятий, в том числе в части учета принципов устойчивого развития. Результаты исследования могут быть рассмотрены в практике аналитических подразделений кредитных организаций, оценщиков, аналитиков, судебных экспертов, а также в образовательной деятельности при подготовке аналитиков, экспертов и оценщиков.*

**Ключевые слова:** *оценка бизнеса, скидка на ликвидность, скидка на товарность, скидка DLOM, скидка DLOL, корректировки стоимости бизнеса, оценке не котируемых компаний.*

Article

## **Discount on liquidity in business valuation and principles of sustainable development.**

Dmitry Zakhmatov

Ph.D. in Economics, Associate Professor, Higher School of Business of Kazan Federal University, Kazan, Russia,

z\_dmitry@bk.ru, ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0568-0127>

### ***Annotation***

*The proposed article analyzes the theoretical aspects and current methods of applying a discount on liquidity in the evaluation of unquoted companies. The issues of applying a liquidity discount when evaluating companies whose shares do not have quotes on the market are the subject of discussions in foreign and domestic profile studies and do not lose their relevance even now. The purpose of the study is to develop recommendations on accounting for liquidity discounts in the Russian business valuation practice. Areas of attention and recommendations are proposed in the study of the applicability of this discount in determining the value of unquoted enterprises, including in terms of taking into account the principles of sustainable development. The results of the study can be considered in the practice of analytical departments of credit institutions, appraisers, analysts, forensic experts, as well as in educational activities in the preparation of analysts, experts and appraisers.*

**Keywords:** *business valuation, liquidity discount, marketability discount, DLOM discount, DLOL discount, business value adjustments, valuation of non-quoted companies.*

## Введение

Применение скидки на ликвидность при оценке стоимости бизнеса как одной из заключительных корректировок при подготовке отчетов об оценке предприятия в отечественной практике встречается достаточно часто. Наблюдается как широкий диапазон значений применяемых скидок, так и использование при оценке миноритарных и контрольных пакетов акций некотируемых компаний, незначительных и 100% долей в обществах с ограниченной ответственностью. Также встречаются мнения опытных оценщиков об отсутствии необходимости применения скидки на ликвидность при оценке, что обусловлено недостаточными основаниями и отсутствием надежных источников для ее обоснования на российском рынке. Дискуссии о уместности применения данной скидки и ее значении нередко встречаются в конфликтных ситуациях, например, в судебных разбирательствах.

В отечественных федеральных стандартах оценки бизнеса<sup>1</sup> явно не указано о необходимости применения скидки на ликвидность, однако приводится обязанность установить и обосновать необходимость внесения использованных в расчетах корректировок и привести сведения о наличии корпоративного договора в рамках анализа оцениваемого предприятия. Как мы убедимся в рамках дальнейшего исследования, установленное корпоративным договором отличие объема прав участника акционерного общества, общества с ограниченной ответственностью от объема полномочий, установленным общими требованиями законодательства, может рассматриваться как фактор, влияющий на ликвидность. Таким образом, в рамках исследуемого вопроса профессиональные участники рынка, оценщики, судебные эксперты, опираются на учебно-методическую литературу и опубликованные статьи и исследования, что приводит к существенным отличиям в подходах к определению скидки на ликвидность, а также большим диапазонам величины скидки в расчетах.

В предлагаемом исследовании предпринята попытка систематизировать

---

<sup>1</sup> Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» (утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326)

как зарубежную, так и отечественную терминологию, теорию и практику применения, а также спорные вопросы в области учета скидки на ликвидность при оценке бизнеса. Результатом исследования стали предложения по обоснованному учету и обоснованию применения данной скидки в практике определения стоимости бизнеса не котируемых компаний.

### **Исследовательская часть**

#### *Общая характеристика скидки на ликвидность и терминология.*

По требованиям отечественного законодательства, для осуществления оценки бизнеса оценщику необходимо раз в три года сдавать профильный квалификационный экзамен. В «Глоссарии»<sup>2</sup> терминов, необходимых к использованию при сдаче квалификационного экзамена определен термин «Скидка за недостаток ликвидности» (Discount for the lack of liquidity) как величина, на которую уменьшается стоимость для отражения недостаточной ликвидности объекта оценки.

В связи с тем, что законом об оценочной деятельности в Российской Федерации<sup>3</sup> дано определение ликвидационной стоимости, для при определении которой предусматривается рассмотрение сокращенного по сравнению с типичным сроком экспозиции, а также вынужденность продавца совершить сделку, возникает вопрос об экономическом смысле самой «скидки на ликвидность» при оценке бизнеса. Дело в том, что типичной целью оценки бизнеса является определение рыночной стоимости бизнеса, при этом при ее расчете не учитываются факторы вынужденности или сокращенного срока экспозиции оцениваемых пакетов акций или долей предприятия.

Принимая понимание скидки на ликвидность в контексте определения «ликвидационной стоимости», включение данного показателя в расчеты при определении рыночной стоимости предприятия вызывает обоснованные сомнения. Однако широкое использование данной скидки в практике оценки стоимости бизнеса, а также многочисленные теоретические и методические

---

<sup>2</sup> <https://www.pprog.ru/upload/Терминология-глоссарий-оценка%20бизнеса.docx>

<sup>3</sup> Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

исследования, дискуссии и публикации подтверждают необходимость ее рассмотрения, но в аспекте «товарности» или «годности к продаже» оцениваемого пакета акций или долей предприятия.

В литературе по оценке бизнеса встречаются два термина:

- Discount for lack of illiquidity (DLOL) или «скидка на ликвидность»;
- Discount for lack of marketability (DLOM) или «скидка на товарность, годность для продажи».

Данную скидку рассматривают исходя из следующих наблюдений:

- Продажа акций не котируемых компаний вызывает трудности по сравнению с публично торгуемыми акциями, которые можно свободно реализовать на бирже.
- Ограничения при продаже в случаях, когда на акции наложены юридические или договорные ограничения, что обусловлено типом акций, соглашениями о купле-продаже, ограничениями по банковским кредитам или другим типам контрактов.

Причем именно второе определение, по мнению автора, более четко соответствует экономической сущности данной скидки. Также следует обратить внимание, что Г.Р. Тругманом [1] оба термина рассматриваются как единый «Discount for lack of marketability (illiquidity)», что и предлагается применять в рамках настоящей статьи для обозначения указанной скидки как «DLOM».

В числе факторов, влияющих на DLOM, как будет рассмотрено далее, указан «объем контроля в переданных акциях», который учитывается в рамках расчета скидка в связи с отсутствием контроля (Discount for Lack of Control) или DLOC. Скидка из-за отсутствия контроля используется, как правило, при оценке миноритарных пакетов акций для компенсации отсутствия каких-либо или всех полномочий в компании (уровень полномочий у миноритарных пакетов акций ниже, чем у контрольных). Следует обратить внимание, что в данном случае не возникает дублирования скидок, но наблюдается их взаимное влияние, поэтому скидки DLOC и DLOM являются мультипликативными [2] и формула для общей скидки (1) учитывает оба их значения:

$$\text{Общая скидка} = 1 - (1 - \text{DLOM}) \times (1 - \text{DLOC}) \quad (1)$$

Таким образом, общей скидкой к значению стоимости пакета некотируемых акций предприятия, полученного на контрольном уровне, учитывается как недостаточные полномочия миноритарного пакета акций DLOC, так и его низкую ликвидность DLOM. При этом контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный [3]. Мультипликативная формула учета данных скидок при оценке достаточно распространена в литературе, однако встречаются также и аддитивные модели [4] ее учета. Поскольку определение скидки на неконтрольный характер является обширной темой, выходящей за рамки настоящей статьи, более подробно далее она не анализируется.

#### *Факторы, влияющие на величину DLOM.*

Наиболее известные и часто применяемые в зарубежных исследованиях факторы, влияющие на величину DLOM, основаны на предложениях судьи Дэвида Ларо в деле Налогового суда США 1995 года [5], в рамках которого двумя экспертами были обоснованы существенно отличающиеся по значениям скидки: 70-75% и 30%. Данные предложения широко известны в настоящее время как «факторы Мандельбаума». Пристальное внимание методологов и практикующих оценщиков именно к приведенной судебной практике обусловлено прецедентным правом в США и частым рассмотрением отчетов об оценке как документов доказательственного значения в рамках судебных разбирательств и споров.

В Таблице 1 представлены «факторы Мандельбаума» с пояснениями автора, отражающими периметр исследований в отношении DLOM. Изучение зарубежной литературы выявило, что перечень факторов нередко меняется по количеству и по описательной части, поэтому для комментариев использовался оригинальный текст вышеуказанного решения суда.

Таблица 1

Исследование «факторов Мандельбаума»

| Фактор   | Пояснения   |
|--|---|
| Частные и публичные продажи акций  | Анализируются скидки (дисконты) цены предложений публичных (котируемых) и не публичных (некотируемых) акций, а также скидки (дисконты) при первичном размещении акций компании на фондовом рынке - Initial Public Offering (IPO)  |
| Анализ финансовой отчетности   | Изучается обоснованность стоимости (капитализации) компании, финансовых показателей, прогнозной выручки и доходности, а также деловая репутация компании  |
| Дивидендная политика компании  | Следует учесть, важность дивидендной политики предприятия для инвесторов, однако требуют изучения ситуации, когда компания не выплачивает дивиденды или обеспечивает низкий уровень их выплат, но при этом аккумулирует нераспределенную прибыль для обеспечения долгосрочного роста стоимости акций и будущих доходов. |
| Характер компании, ее история, положение в отрасли и экономические перспективы | Анализируются данные факторы с точки зрения инвестиционной привлекательности  |
| Руководство компанией  | Исследуются репутационные и профессиональные качества руководителей предприятия, а также их известность в отрасли   |
| Объем контроля в переданных акциях   | Миноритарный пакет акций, не предоставляющий покупателю возможности влияния на принятие решений в компании, является менее ценным, чем контрольные пакеты. Поэтому инвестиционная привлекательность мажоритарных (контрольных) пакетов акций выше, чем у миноритарных.  |
| Ограничения на возможность передачи акций                                      | Требуют изучения юридически обязывающие корпоративные соглашения, ограничивающие права на передачу акций или устанавливающие их стоимость (формулу стоимости)   |
| Период инвестирования (удержания) акций  | Анализируется период, в течение которого инвестор должен сохранять своих вложения в данные акции для получения достаточной прибыли. Чем дольше данный период, тем ниже инвестиционная привлекательность предприятия.  |
| Политика выкупа компании   | Изучается история и политика выкупа акций компанией у своих акционеров. При сбалансированной и выгодной для акционеров практике выкупа акций – инвестиционная привлекательность предприятия увеличивается.  |
| Расходы, связанные с проведением публичного предложения                        | Инвесторы учитывают затраты, связанные с публичным размещением не котируемых акций (IPO), при этом учитывается как возложение расходов полностью на покупателя, так и их минимизация за счет оплаты расходов за счет предприятия.   |

Анализ рекомендаций в отношении DLOM изданиями, рекомендуемыми для подготовки оценщиков к квалификационному экзамену по оценке бизнеса<sup>4</sup>, позволяет сделать следующие выводы в части набора факторов для применения данной скидки.

<sup>4</sup> <http://www.pprog.ru/upload/Темы%20вопросов%20Перечня-12%2007%202017.docx>

В учебнике А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой [3] выделяются следующие факторы DLOM:

- низкие дивиденды или невозможность их выплаты,
- неблагоприятные перспективы продажи акций компании или ее самой,
- ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых компаний),
- размер пакета акций.

Шеннон П. Пратт [6] приводит обзор применяемых методов определения скидки на ликвидность, а также результаты исследования диапазонов скидки по данным других авторов, при этом не выделяя те или иные факторы для учета в DLOM.

В книге А. Дамодарана [7] предлагается рассмотреть такие факторы ликвидности акций не котируемого предприятия, как:

- ликвидность активов, находящихся в собственности компании;
- финансовое состояние предприятия;
- возможность выхода на IPO;
- размер компании.

Сходные факторы рассматриваются в публикациях и других методологов в области оценочной деятельности [8,9].

Тругман Г.Р. предлагает [1] дополнительный фактор – оптимистичности настроений на рынке инвестиций. Следует отметить, что одним из показателей данных настроений инвесторов на бирже является «Индекс страха и жадности» (Fear & Greed Index)<sup>5</sup>, что может быть включено в периметр внимания.

#### *Устойчивое развитие и DLOM.*

Обратим внимание на следующие «факторы Мандельбаума»:

- обоснованность финансовых показателей, прогнозной выручки и доходности, а также деловая репутация компании;
- характер компании, ее история, положение в отрасли и экономические

---

<sup>5</sup> <https://us.cnn.com/markets/fear-and-greed>



перспективы;

- репутационные и профессиональные качества руководителей предприятия, а также их известность в отрасли.

Данные аспекты инвестиционной привлекательности текущей и прогнозной деятельности предприятия, гармонично укладываются в популярную и активно развиваемую концепции ESG трансформации (экология, общество, управление) предприятий, отраслей и регионов [10]. При этом измерение влияния перечисленных факторов на стоимость предприятия также активно изучается в теории оценки бизнеса, в том числе в международных стандартах оценки [11]

*Применение DLOM при оценке различных пакетов акций.*

В Таблица 2 представлено ранжирование относительной ликвидности различных типов и пакетов акций, основанная на ожидаемом времени экспозиции (продажи) и волатильности с учетом допущения одинаковых остальных инвестиционных аспектов реализуемых активов [12], адаптированная к отечественным условиям.

Таблица 2

|   |                          |  |
|---|--------------------------|--|
| Котируемые акции  | Высокая ликвидность      | Время экспозиции (продажи)<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^<br>^^ |
| Прямые (частные) продажи зарегистрированных на бирже акций  |                          |  |
| Прямые (частные) продажи зарегистрированных на бирже акций с ограничениями (наличием корпоративного договора)                     | Средняя ликвидность      |  |
| Прямые (частные) продажи незарегистрированных на бирже акций  |                          |  |
| Прямые (частные) продажи контрольного пакета незарегистрированных на бирже акций компании, подготовленной к IPO                   | Низкая ликвидность       |  |
| Прямые (частные) продажи контрольного пакета незарегистрированных на бирже акций  |                          |  |
| Прямые (частные) продажи неконтрольного (миноритарного) пакета незарегистрированных на бирже акций компании, подготовленной к IPO | Очень низкая ликвидность |  |
| Прямые (частные) продажи неконтрольного (миноритарного) пакета незарегистрированных на бирже акций компании                       |                          |  |

Если в отношении миноритарного пакета акций в основном исследователи солидарны в мнении о необходимости учета DLOM, то вопрос применения скидки при оценке не котируемого предприятия на контрольном уровне, предусматривающем 100% владение долями или акциями компании, не имеет однозначного ответа, поскольку в практике встречается широкий спектр целей оценки, характеристик оцениваемого бизнеса, а также применяемых подходов к оценке. Результат опроса за период с 30 июня по 28 июля 2021 года, опубликованный Крисом Мерсером [13] показал, что 73,3% оценщиков применяют всегда или иногда DLOM при оценке 100% акций не котируемой компании.

Аргументы в пользу решения применять DLOM, а также против учета данной скидки для результатов, полученных в рамках подходов к оценке приводятся в Таблица 3.

Таблица 3

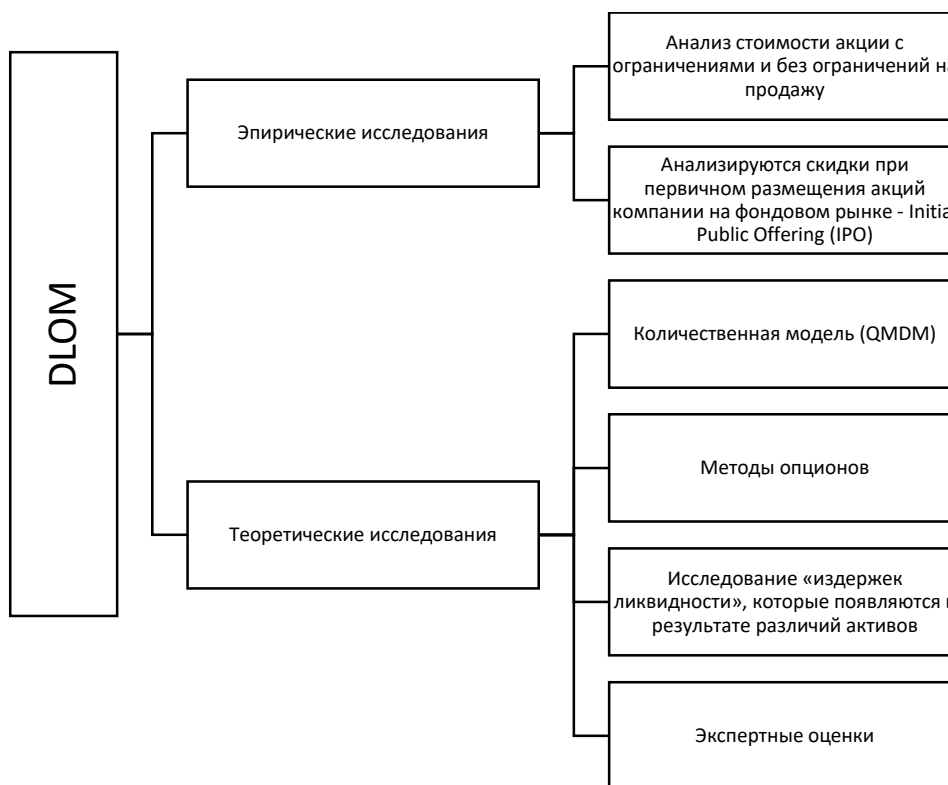
Применение DLOM при оценке 100% пакета акций не котируемой компании

| «За» учет скидки   | «Против» учета скидки  |
|--|--|
| <p>К стоимости, полученной при помощи доходного подхода, необходимо применить скидку на недостаток ликвидности в размере расходов на организацию продажи. [3]</p> <p>При определении рыночной стоимости бизнеса скидка на ликвидность делается почти всегда [15]</p> | <p>В затратах на создание объекта учтена его ликвидность, поэтому нет необходимости применять скидку к стоимости, полученной в рамках затратного подхода. [3]</p> <p>Рыночная стоимость бизнеса выполняется для целей переговоров продавца и покупателя на определенную дату, и в рамках переговоров обсуждаются прогнозные денежные потоки бизнеса с учетом рисков их получения. При этом не возникает дополнительных рисков, связанных с DLOM. Применение DLOM при условии корректного прогнозирования рисков и денежных потоков отражает факт ошибочности ранее выполненных прогнозов. [13]</p> <p>Для оценки размера скидки за недостаточную ликвидность необходимые исходные данные в отечественной литературе отсутствуют, а применение результатов зарубежных исследований в российских условиях весьма сомнительна [14].</p> <p>Фактор учета ликвидности акции оцениваемой компании важен лишь для инвестора, который не приобретает контроль над предприятием. [16]</p> |

Одним из важных аргументов по применению или не применению скидки на ликвидность является результат рассмотрения сценария ликвидации бизнеса, когда компания останавливает деятельность с последующей реализацией активов и погашением обязательств. Разумно и логично, что результат полученный методом ликвидации бизнеса, обеспечит минимальную стоимость 100% пакета акций [17].

*Методические подходы расчета DLOM и диапазоны значений.*

Обзоры применяемых методических подходов расчета скидки на ликвидность [18,19,20] позволяют сделать вывод о наличии эмпирических и теоретических моделей в практике оценки.



Модели определения DLOM

Рисунок 1

Прежде всего обратим внимание на эмпирические исследования, поскольку они построены на основе анализа реального рынка, что повышает их достоверность и качество.

В 2017 году Робертом Рейлли [21] проведена систематизация результатов исследований DLOM, при этом следует отметить изменения в правилах

регистрации ценных бумаг США (SEC Rule 144), которые снизили транзакционные издержки сторон при заключении сделок с 1995 года. Математическая обработка результатов исследований DLOM на основании отличия стоимости акции с ограничениями и без ограничений на продажу, представлен в Таблица 4.

Акции с ограниченным доступом относятся к незарегистрированным долям собственности в корпорации, которые выдаются аффилированным лицам корпорации, таким как руководители и директора. Акции с ограниченным доступом не подлежат передаче и должны продаваться в соответствии со специальными правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC)<sup>6</sup>.

При этом наглядно заметно снижение величины DLOM после 1995 года, поэтому при практическом применении результатов исследований при расчетах целесообразно обратить внимание на более поздние данные. Еще один важное наблюдение касается самой величины скидки на ликвидность по исследованиям, выполненным после 1995 года (17% медианное значение и 19,43% среднее значение) и ее диапазона (от 10,9% до 32,8%). Данные значения находятся в достаточно узком диапазоне и ниже показателей, опубликованных в более ранних исследованиях и учебниках.

Таблица 4

Средние DLOM на основе исследований стоимости акций с ограничениями на продажу и без ограничений

| Исследование                     | Период    | Средняя или медианная DLOM |
|----------------------------------|-----------|----------------------------|
| Milton Gelman                    | 1968-70   | 33.0%                      |
| Robert R. Trout                  | 1968-72   | 33.5%                      |
| Robert E. Moroney                | 1969-72   | 35.6%                      |
| J. Michael Maher                 | 1969-73   | 35.4%                      |
| Standard Research Consultants    | 1978-82   | 45.0%                      |
| Willamette Management Associates | 1981-84   | 31.2%                      |
| Hertzel and Smith                | 1980-87   | 20.1%                      |
| William L. Silber                | 1981-88   | 33.8%                      |
| Bajaj, Denis, Ferris and Sarin   | 1990-95   | 22.2%                      |
| Johnson Study                    | 1991-95   | 20.0%                      |
| Management Planning Inc.         | 1980-96   | 27.0%                      |
| FMV Opinions Inc.                | 1980-2014 | 19.3%                      |

<sup>6</sup> <https://www.investopedia.com/terms/r/restrictedstock.asp>

|                                  |           |        |
|----------------------------------|-----------|--------|
| Greene and Murray                | 1980-2012 | 24.9%  |
| Columbia Financial Advisors Inc. | 1996-97   | 21.0%* |
| Columbia Financial Advisors Inc. | 1997-98   | 13.0%* |
| LiquiStat                        | 2005-06   | 32.8%* |
| Angrist, Curtis and Kerrigan     | 1980-2009 | 15.9%  |
| Stout Risius Ross                | 2005-10   | 10.9%* |
| Среднее значение                 |           | 26,37% |
| Медиана                          |           | 25,95% |
| Среднее значение после 1995*     |           | 19,43% |
| Медиана после 1995*              |           | 17,00% |

Исследование динамики стоимости при первичном размещении акций компании на фондовом рынке [21] - Initial Public Offering (IPO) позволило получить более широкие диапазоны DLOM в Таблица 5.

Таблица 5

Средние DLOM на основе исследований IPO

| Период до IPO | DLOM             |                    |
|---------------|------------------|--------------------|
|               | Среднее значение | Медианное значение |
| 1980-81       | 59%              | 68%                |
| 1985-86       | 43%              | 43%                |
| 1987-89       | 38%              | 43%                |
| 1989-90       | 46%              | 40%                |
| 1990-91       | 34%              | 33%                |
| 1992-93       | 45%              | 43%                |
| 1994-95       | 45%              | 47%                |
| 1995-97       | 43%              | 41%                |
| 1997-2000     | 50%              | 52%                |

Статистика за период 2001-2020 гг., основанная на исследовании IPO по 2258 компаниям [22] показывает среднее отклонение цены акций за первый день торгов 16,7%-17,2%. Несмотря на достаточно убедительные аргументы, оспаривающих качество и достоверность данных исследований [22], можно обратить внимание на сходность интервалов DLOM, полученных на основе анализа стоимости акции с ограничениями и без ограничений на продажу, и скидок при первичном размещении акций компании на фондовом рынке.

*Отечественные исследования DLOM и диапазоны значений.*

Наиболее часто встречаются в отчетах об оценке ссылки на отечественные исследования величины DLOM в публикациях:

- Е.Е. Яскевича [23,24] от 2005 года, где выполнен анализ ряда сделок по

продаже некотируемых акций компаний на российском рынке в период с 2002 по 2005 год. Автором приводится диапазон общей мультипликативной скидки (DLOM и DLOC) от 75% (продажа 0,5% пакета акций), до отсутствия скидок (продажа 50% пакета акций). Реализация пакетов акций размером выше 50% характеризуется надбавкой к стоимости до 73%.

- В.Ю. Сутягина [25] от 2012 года, где предложено проанализировать 13 факторов, влияющих на DLOM и применяя балльные оценки по каждому из них, рассчитать значение скидки исходя из диапазона от 0% до 70%, определенному в публикациях Е.Е. Яскевича [23,24] от 2005 года.

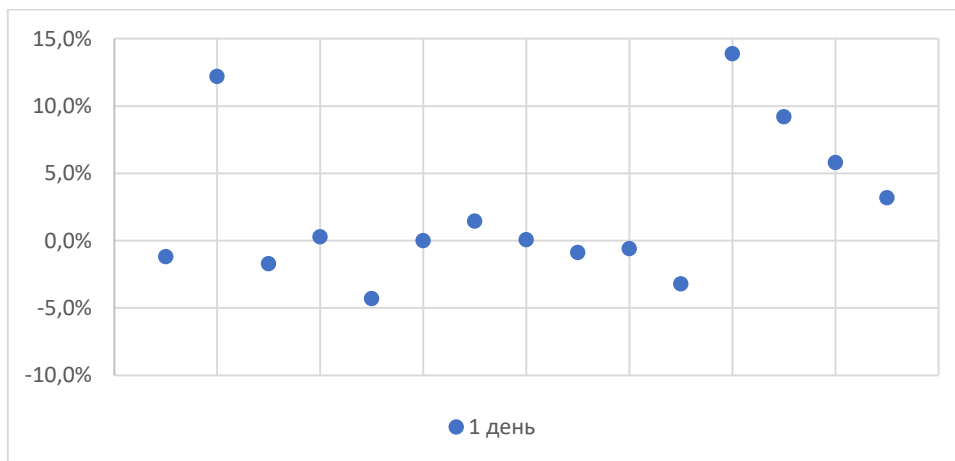
Показатели, опубликованные в данных статьях, следует применять в текущих условиях с осторожностью, поскольку они отличаются достаточно широкими диапазонами, включают в себя скидку на неконтрольный характер, а также базируются на закрытых ретроспективных данных, относящихся к периоду начала развития российского фондового рынка.

Российское законодательство предусматривает равные права для владельцев акций, поэтому исследования для ограниченных (restricted) акций на отечественном рынке не проводятся. Следует отметить, что при приватизации предприятий в ряде случаев выпускались "золотые акции", которые позволяли наложить вето на принятие ряд ключевых решений, однако их природа и функции отличаются от зарубежного понимания ограниченных акций. В практике оценки также встречаются корпоративные договоры, которые регулируют права акционеров, однако они носят закрытый характер и не позволяют провести анализ влияния на стоимость предприятия.

На российском рынке IPO, который начал свое формирование с 2002 года и на текущий момент насчитывает более 80 размещений [26], наблюдается разнонаправленная динамика цен акций относительно цены размещения. Важным ограничением также является недостаточность или закрытость информации по ценам сделок с акциями компаний до публичного размещения. Таким образом, изменение цены акции после размещения в основном возможно определить исходя из цены размещения, которая сформирована на базе отчета

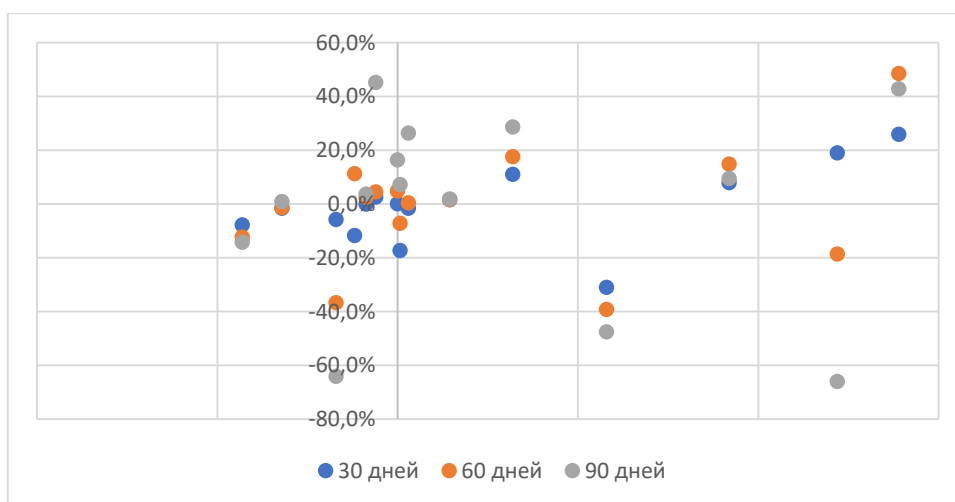
оценщика, которого нанимает компания перед процедурой выхода на IPO.

Анализ 15-ти из 19-ти первоначальных публичных размещений акций (IPO) на российском фондовом рынке с 2012 года на Рисунок 2 показывает достаточно близкую цену акции в первый день торгов к цене размещения. Четыре размещения были исключены из выборки на основании резкого отклонения цены, что, как правило, возникает в связи с качеством проведения оценки для первоначального размещения или нерыночными факторами. В дальнейшем, на протяжении 30, 60 и 90 дней после размещения, динамика цены акций в основном характеризуется ростом, что показано на Рисунок 3. Статистическая обработка данных приводится в Таблица 6.



Изменение цены акции в первый день IPO

Рисунок 2



Изменение цены акции после IPO (1 день, 30 дней, 60 дней, 90 дней)

Рисунок 3

## Изменение цены акции после IPO

|                       | 1 день | 30 дней | 60 дней | 90 дней |
|-----------------------|--------|---------|---------|---------|
| Среднее значение      | 2,3%   | -0,5%   | -0,6%   | -0,6%   |
| Медианное значение    | 0,1%   | 0,0%    | 1,7%    | 5,5%    |
| Минимальное значение  | -4,3%  | -30,9%  | -39,2%  | -65,9%  |
| Максимальное значение | 13,9%  | 26,0%   | 48,6%   | 45,2%   |

На основании зарубежных источников, опубликованных в последнее время, диапазон DLOM составил от 16,7%-19,43%, при этом диапазон изменения цены акции после публичного размещения на отечественном рынке составляет от -30,9% до 26 % в первые 30 дней. Дальнейшие наблюдения за динамикой акций показывают расширение диапазона значений, что может быть обусловлено новостными факторами относительно компании или отраслевыми изменениями. В связи с небольшой выборкой акций, спецификой отечественного рынка, а также критикой ряда зарубежных методологов подхода к определению DLOM на основе исследований IPO [19], приведенные значения не могут быть использованы для расчетов, однако, важным наблюдением является факт, что значение DLOM может принимать как отрицательные значения (в виде скидки), так и положительные значения (в виде премии), что обусловлено в том числе спецификой оценки акций при выходе на IPO.

### Заключение

В результате исследования выявлено, что более четко соответствует экономической сущности "скидки на ликвидность" понятие годности пакета акций или доли предприятия для продажи, которая в зарубежной литературе описывается как DLOM или «Discount for lack of marketability (illiquidity)», учет которой при внесении финальных корректировок при оценке бизнеса следует проводить с применением мультипликативной формулы совместно со скидкой на неконтрольный характер пакета акций.

Традиционно применяемые для анализа целесообразности применения скидки на ликвидность «факторы Мандельбаума», целесообразно дополнить



такими областями исследования, как размер компании, а также ликвидность активов предприятия и настроения инвесторов на фондовом рынке. Также следует обратить внимание на точное описание факторов и порядок их анализа.

Часть аспектов инвестиционной привлекательности текущей и прогнозной деятельности предприятия, гармонично укладываются в популярную и активно развиваемую концепции ESG трансформации предприятий, отраслей и регионов, что целесообразно учесть при оценке бизнеса.

С особой осторожностью следует относиться к применению скидки на ликвидность для контрольных пакетов акций, поскольку существуют достаточно сильные аргументы против ее использования. При этом в периметр исследования важно включить рассмотрение сценария ликвидации бизнеса, когда компания останавливает деятельность с последующей реализацией активов и погашением обязательств. Разумно и логично, что результат полученный методом ликвидации бизнеса, обеспечит минимальную стоимость 100% пакета акций, поэтому итоговая стоимость бизнеса с применением скидки на ликвидность не должна быть ниже полученной минимальной стоимости.

Относительно свежие зарубежные исследования скидок на ликвидность, полученных эмпирическим путем на основе анализа стоимости акции с ограничениями и без ограничений на продажу, и скидок при первичном размещении акций компании на фондовом рынке, показывают диапазон от 16,7%-19,43%, поэтому применять результаты исследований прошлого века, показывающие существенно более широкие диапазоны, следует с осторожностью или отказаться от их использования.

Следует понимать, что значение DLOM может принимать как отрицательные значения (в виде скидки), так и положительные значения (в виде премии), поэтому на отечественном рынке целесообразно использовать скидки на ликвидность с осторожностью, при этом важно выполнить подробный анализ факторов, в связи с которыми применяется данная скидка.

## Литература

1. Trugman G.R. Understanding Business Valuation: a practical guide to valuing small to medium-sized businesses. 3d edition. New York: American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 2008.
2. Valuation discounts and premiums. National Association of Certified Valuators and Analysts (NACVA), 2012.  
URL: [http://edu.nacva.com/preread/2012BVTC/2012v1\\_FTT\\_Chapter\\_Seven.pdf](http://edu.nacva.com/preread/2012BVTC/2012v1_FTT_Chapter_Seven.pdf)
3. Оценка бизнеса: Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой – М.: Изд. «Интерреклама», 2001
4. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса / В.М. Рутгайзер. – Маросейка, 2018. – 432 с.
5. Mandelbaum v. Commissioner, T.C. Memo 1995-255 (June 13, 1995).
6. Стоимость капитала/ Шеннон П. Пратт.– М.: Изд. «Квинто-консалтинг», 2006
7. Инвестиционная оценка/А. Дамодаран, Пер. с англ. - 9-е издание – М.: Альпина Паблишер, 2016
8. Паламарчук В.П. Оценка бизнеса. Учебное пособие. – М.: Высшая школа финансового менеджмента, 2004. – 110 с.
9. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / Н.Ф. Чеботарев. – М.: Дашков и К, 2020. - 252 с.
10. Захматов, Д. Ю. Включение ESG факторов в оценку бизнеса / Д. Ю. Захматов // Экономика и предпринимательство. – 2022. – № 10(147). – С. 872-879. – DOI 10.34925/EIP.2022.147.10.171. – EDN CIDXBJ.
11. European Business Valuation Standards (EBVS) 1st Edition - 2020 [https://tegova.org/static/f2f491b0d1308a81309cff4d4f59aa84/a5f96ed996a211\\_TEGOV\\_A\\_EBVS\\_2020-digital.pdf](https://tegova.org/static/f2f491b0d1308a81309cff4d4f59aa84/a5f96ed996a211_TEGOV_A_EBVS_2020-digital.pdf)
12. Empirical research regarding discounts for lack of marketability. Volume 1.1 – July 2019. Marc Vianello, CPA, ABV, CFF.  
URL: <https://dlomcalculator.com/wp-content/uploads/2019/07/Empirical-Research-Regarding-DLOM-with-Guide.pdf>
13. Analyzing the BV Resources 2021 DLOM Survey. / Chris Mercer опубликовано 07/09/2021 URL: <https://chrismercer.net/analyzing-the-bv-resources-2021-dlom-survey/>
14. Бухарин Н.Л., Озеров Е.С., Пуленцова С.В., Шаброва О.Л. Оценка и управление стоимостью бизнеса: учеб. пособие / под общ. ред. Е.С. Озерова. СПб.: ЭМ-НиТ, 2011. 238 с.
15. Асаул, А. Н., Оценка организации (предприятия, бизнеса): учебник / под ред. А. Н. Асаула. — Москва : Проспект, 2016. — 384 с. ISBN 978-5-392-19650-0
16. Гараникова, Л.Ф. Оценка стоимости предприятия: учебное пособие / Л.Ф. Гараникова. Изд. 1-е. Тверь: ТГТУ, 2007. 140 с.
17. Козырь, Ю. В. Подходы к оценке долей участия в компаниях / Ю. В. Козырь // Экономика и математические методы. – 2015. – Т. 51, № 3. – С. 32-40. – EDN UIRPIL.
18. Скидки за низкую ликвидность при оценке стоимости компании: обзор исследований / Н. А. Бобрышев, Е. В. Иванова, А. С. Макарова, А. Н. Шепурова // Корпоративные финансы. – 2008. – Т. 2. – № 1. – С. 71-80. – EDN JYIFIF.
19. Онищук, Ю. Ю. Методы определения величины скидки за неликвидность при оценке стоимости закрытой компании / Ю. Ю. Онищук // Финансы и кредит. – 2010. – № 16(400). – С. 64-73. – EDN LDIAPH.
20. Красильникова, Е. В. Способы корректировки оценки стоимости компании с учетом факторов собственности и ликвидности / Е. В. Красильникова // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – № 6. – С. 116-133. – EDN NBIFBV.

21. Methodologies for Arriving at DLOM / Robert F. Reilly. ABI Journal, Vol. XXXVI, No. 4, April 2017. URL:  
URL: [https://willamette.com/pubs/presentations4/reilly\\_dlom\\_abi\\_april17.pdf](https://willamette.com/pubs/presentations4/reilly_dlom_abi_april17.pdf)
22. Matthews, Gilbert. (2021). Pre-IPO Studies Are Not a Valid Basis for Calculating DLOMs.  
URL: [https://www.researchgate.net/publication/352572391\\_PreIPO\\_Studies\\_Are\\_Not\\_a\\_Valid\\_Basis\\_for\\_Calculating\\_DLOMs](https://www.researchgate.net/publication/352572391_PreIPO_Studies_Are_Not_a_Valid_Basis_for_Calculating_DLOMs)
23. Яскевич, Е. Е. Скидки и надбавки при продаже российских пакетов акций. Оценка влияния привилегированных пакетов акций / Е. Е. Яскевич // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2005. – № 9(48). – С. 90-102. – EDN NSISNY.
24. Яскевич, Е. Е. Анализ факторов, обуславливающих введение скидок и надбавок для оцениваемых пакетов акций (долей) / Е. Е. Яскевич // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2005. – № 8(47). – С. 73-90. – EDN PFUDLF.
25. Сутягин, В. Ю. Методические аспекты обоснования скидки на недостаточный контроль и низкую ликвидность в оценке бизнеса / В. Ю. Сутягин // Социально-экономические явления и процессы. – 2012. – № 11(45). – С. 213-222. – EDN QBSHBB.
26. Буянов, В. Двадцатилетие российского рынка IPO: анализ и прогноз / В. Буянов, Л. Андрианова // Общество и экономика. – 2022. – № 4. – С. 64-81. – DOI 10.31857/S020736760019573-9. – EDN ALJWCI