



ВИЗНАЧЕННЯ СПРАВЕДЛИВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ

Олександр РУБАН

Розглянуто та адаптовано до реалій українського ринку світовий досвід визначення справедливої вартості фінансових інструментів загалом та акцій зокрема. Визначено оптимальні методи оцінки справедливої вартості акціонерного капіталу для українських компаній.

The author reviews the world experience in calculating target value of different financial instruments in general and joint stock in particular and adapts this experience to Ukrainian market. The author also determines the optimal methods for calculating target value of joint stock of Ukrainian companies.

Становлення українського ринку акцій обумовило появу нового сектора економіки, регулятивної та обслуговуючої інфраструктури, нового класу власників тощо. Водночас, цей процес призвів до низки нових проблем, які потребують наукового обговорення та дослідження, зокрема, вирішення окремих концептуальних питань розвитку фондового ринку, вдосконалення законодавчої бази, захисту ринку від кризових явищ, мінімізації впливу неринкових факторів на ціноутворення та, нарешті, його адекватного впливу на економіку загалом.

Окрім того, актуальність теми дослідження обумовлена підвищенням попитом іноземних і вітчизняних інвесторів на акції українських компаній, їх зацікавленістю процесом формування та визначення ринкової вартості тих чи інших підприємств. А враховуючи той факт, що у наш час розвинені фондові ринки та ринки, що розвиваються (в тому числі український) є досить дина-

мічними, оцінка фінансових активів, зокрема акцій, за справедливою вартістю є дуже важливою.

Про необхідність дослідження зазначеного питання свідчить і такий факт. Рада зі стандартів фінансового обліку (Financial Accounting Standards Board, FASB) після довготривалих і важких дискусій визначила, що справедлива вартість є найбільш придатним та відповідним параметром оцінки для фінансових інструментів.

На думку європейських науковців [14], якби провідні компанії розвинених країн (й вітчизняні також) оцінювали фінансові інструменти за допомогою методу справедливої вартості, відповідні державні регулятори, депозитарії та інвестори могли б досягти більшої регулюючої та ринкової дисципліни, уникнути певних збитків, понесених інвесторами та платниками податків під час економічних спадів (зокрема й останнього, зумовленого іпотечною кризою в США та по-

дальшим її розвитком). Підтвердженням вищезазначеному можуть бути окремі спроби регулюючих органів на початку нового століття ввести метод справедливої вартості як єдиний в оцінці фінансових активів.

Важливу роль концепції справедливої вартості відводять й сучасні міжнародні стандарти обліку. Так, Міжнародна організація з МФЗ¹ (IASB) наголосила на тому, що її метою є застосування справедливої оцінки до всіх фінансових інструментів, які обліковуються в балансі компанії (“повна справедлива вартість”). З 1 січня 2005 року нові міжнародні стандарти фінансової звітності (МФЗ) на обов’язковій основі застосовані до консолідованих рахунків компаній, що знаходяться у лістингу на фондових біржах Європи [3]. Отже, доцільним є застосування прогресивних наукових розробок іноземних вчених і провідних міжнародних організацій в оцінці фінансових активів, зокрема акцій, в українських реаліях. Тому у дослідженні проаналізуємо світовий досвід, спробуємо конкретизувати найкращі з його надбань та адаптувати їх до українських реалій.

Зауважимо, що питання оцінки фінансових активів та вартості капіталу завжди посідало важливе місце в дослідженнях іноземних науковців. Проте, на жаль, українська наукова еліта не приділяє йому належної уваги. Певні аспекти особливостей ціноутворення на вітчизняному ринку акцій досліджували Ю. Кравченко, Н. Кузнєцова, В. Міщенко, І. Назарчук, В. Оскольський, А. Отченаш, Ю. Петруня, В. Шелудько. Серед зарубіжних вчених вагомий вклад в дослідження вищезазначеної проблеми внесли Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейлі, А. Дамодаран, П. Джеймс, Б. Джордан, Г. Ешуорт, В. Ковалев, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Росс, Вільям Ф. Шарп та інші.

Метою статті є дослідження світового досвіду у визначенні справедливої вартості фінансових інструментів загалом та акцій

¹ Міжнародні Стандарти Фінансової Звітності (МФЗ) – це стандарти, що розробляє Міжнародна Рада Стандартів Звітності (IASB) – приватна організація, керована Міжнародним Фондом Комітету Стандартів Звітності (IASCF).

зокрема, адаптація до українського ринку та відбір оптимального методу оцінки справедливої вартості акціонерного капіталу для українських компаній.

Поняття справедливої вартості (Fair Value) вперше було визначено Комісією з цінних паперів та бірж США (The United States Securities and Exchange Commission). Згідно із Загальноприйнятими принципами бухгалтерського обліку (GAAP, General Accepted Accounting Principles – стандарти бухгалтерського обліку, впроваджені у США та багатьох інших країнах), справедлива вартість – це сума, за якою може бути реалізовано актив у поточній транзакції між добровільними сторонами, крім випадків ліквідації.

В українському законодавстві поняття справедливої вартості визначено Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 19 “Об’єднання підприємств”, згідно з яким справедлива вартість – це сума, за якою може бути здійснений обмін активу, або оплата зобов’язання в результаті операції між обізнаними, зацікавленими та незалежними сторонами [2].

Міжнародні стандарти фінансової звітності, а саме, Стандарт 32 (IAS 32) визначає справедливую вартість як суму, на яку може бути обміняний актив або пасив між незалежними, добре обізнаними та зацікавленими контрагентами [14].

Така концепція ґрунтується на припущенні, що установа, позиції в балансі якої оцінюються, веде безперервну бізнес-діяльність. У цьому випадку дозволяється використовувати різні принципи оцінки (ринкову вартість, ліквідну вартість, теперішню вартість тощо) та різні техніки оцінки із конкретним визначенням для кожної категорії активів та пасивів.

В діючій редакції Стандарту 39 (IAS 39) справедлива оцінка застосовується систематично до фінансових інструментів, коли вони вперше відображаються в балансі, та його використання поширюється на послідовну оцінку транзакцій. Окрім торгових операцій, метою яких є отримання прибутку у корот-

костроковому періоді, справедлива оцінка поширюється на окремі портфелі цінних паперів (цінні папери для продажу), а також, за певних умов – на усі фінансові інструменти. Використання справедливої оцінки забезпечується також в інших стандартах шляхом впровадження альтернативи у застосуванні справедливої вартості до матеріальних активів та деяких нематеріальних активів (наприклад, патентів).

Стандарт 39 (для фінансових інструментів) встановлює наступну "Ієрархію методів для визначення справедливої вартості" [14]:

1) поточний курс для фінансового інструменту, що торгується (пройшов лістинг) на розвиненому ринку, є кращим показником справедливої вартості і повинен використовуватися для його оцінки, якщо застосувати такий метод видається можливим;

2) якщо визначити поточний курс для фінансового інструменту, що пройшов лістинг (торгується) на розвиненому ринку, неможливо, показником його справедливої вартості може слугувати ціна (курсова вартість) останньої трансакції;

3) якщо ж з моменту проведення останньої трансакції ринкові умови змінилися, то справедлива вартість визначається із розрахунку ринкової ціни подібних фінансових інструментів;

4) у разі відсутності розвиненого ринку для даного фінансового інструменту, його справедлива вартість визначається з використанням техніки оцінювання. Зауважимо, що техніки оцінювання повинні надавати реалістичні оцінки, враховуючи ринкову інформацію настільки, наскільки це можливо. Вірність таких розрахунків має періодично перевірятися, шляхом порівняння їх результатів зі спостереженнями поточних трансакцій на ринку;

5) нарешті, якщо не існує активного ринку для фондового інструменту, якщо неможливо достовірно визначити його справедливу вартість, то інструмент повинен бути оцінений за його історичною вартістю, за мінусом будь-якої амортизації (погашення).

На практичному рівні, за умов, коли ін-

струмент не має спостережень щодо ринкової вартості на ліквідному та активному ринку, Стандарт 39 рекомендує звертатися до ринкової вартості за результатами спостережень для подібних інструментів. Якщо й таке неможливе, Стандарт 39 рекомендує звертатися до результатів розрахунків за моделлю, що посилається на якомога більший обсяг спостережень з ринку.

Отже, згідно зі Стандартом 39 найточнішу оцінку справедливої вартості фінансового інструменту загалом та акцій зокрема відображає поточний курс даного цінного паперу за умов, що він пройшов лістинг та торгується на розвиненому фондовому ринку.

Водночас, спроектувати вимоги МСФЗ на українські реалії можливо лише за певних припущень. По-перше, необхідно проаналізувати фактори, що впливають на формування ринкової ціни на розвинених ринках та адаптувати їх вплив до ринку цінних паперів України.

Для кращого розуміння та з метою ґрунтовнішого аналізу впливу різних чинників на формування ринкової ціни акції, розділимо їх на фактори метарівня (охоплюють переважно особливості глобальних економічних процесів та їх вплив на поточну діяльність емітента, його тактичне та стратегічне планування), макрорівня (охоплюють політичні, економічні, правові, соціокультурні та морально-етичні особливості країни емітента), мезорівня (охоплюють стан галузі, у якій емітент проводить свою діяльність, рівень конкуренції у галузі тощо) та мікрорівня (охоплюють фінансово-економічний стан емітента, його виробничий потенціал, корпоративну та організаційну структуру управління, особливості обігу цінних паперів емітента тощо). Окрім того, експертною оцінкою визначимо рівень впливу цих факторів на формування ринкових цін (табл. 1).

Взаємозв'язок впливу факторів на формування ринкової ціни фінансового інструменту на розвинених та вітчизняному ринках акцій обчислимо за допомогою коефіцієнта кореляції (точніше – коефіцієнта лінійної ко-

Таблиця 1

Фактори, що впливають на формування ринкової ціни акцій**

ФАКТОРИ	Розвинені ринки акцій	Ринок акцій України
1	2	3
Метарівень		
Доступність грошових ресурсів на світових ринках	10	8
Інтегрованість компанії у світову економіку	10	7
Діяльність аналогічних компаній за кордоном	8	5
Наявність кризових явищ у галузі, де працює емітент, на світових ринках	9	6
Стан світових компаній-лідерів відповідної галузі	8	6
Зміни цін на продукцію/послуги компанії на світових ринках	10	7
Міжнародні торгові обмеження на продукцію компанії	9	8
Макрорівень		
Політичні		
Прихід до влади нової політичної сили	5	8
Ймовірність ведення військових дій ззовні та у середині країни	10	10
Політичні заяви та послання Президента країни та уряду	9	6
Втручання держави у діяльність приватних компаній	9	9
Членство в міжнародних організаціях	8	6
Парламентські, президентські вибори	7	7
Зміна геополітичного положення країни	9	6
Економічні		
Динаміка ВВП	10	8
Стан торгового балансу країни	10	7
Стан державного бюджету	9	7
Зміни у податковому законодавстві, податковий тягар	9	5
Зовнішні інвестиції (зміни обсягу та структури)	10	8
Внутрішні інвестиції (зміни обсягу та структури)	10	7
Запаси природних ресурсів (стратегічна сировина - енергоресурси, паливо, метали)	8	7
Зміни цін на стратегічну сировину	8	9
Зміни в грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці країни	8	10
Рівень інфляції	10	7
Законодавчі зміни щодо руху капіталів	10	8
Рівень заборгованості країни (внутрішньої та зовнішньої)	9	7
Підтримка приватного бізнесу на законодавчому рівні	9	6
Правові		
Вплив контрольно-ревізійних та наглядових органів	7	8
Державні гарантії бізнесу (вірогідність націоналізації, реприватизації компанії)	8	8
Зміни прозорості законодавства	7	7
Рівень бюрократизації	5	8
Складність дозвільних процедур	6	9
Дотримання законних прав та інтересів акціонерів, інвесторів	8	6
Рівень корупції	5	9
Інфраструктурні		
Достатня кількість депозитаріїв, зберігачів, реєстраторів, торговців	6	8
Рівень розвитку законодавства, що стосується фінансового ринку	10	7
Прозорість ринку	9	6
Забезпечення рівного доступу до інформації усіх учасників ринку	9	6
Вплив діяльності фінансових регулюючих органів	8	7
Соціокультурні та морально-етичні		
Зміни рівня доходів населення	6	8
Релігійне виховання	4	2
Зміна демографічної ситуації в країні	3	2
Мезорівень		
Зміна конкурентних позицій компанії на ринку	10	9
Зміни конкурентного середовища у галузі	9	7

1	2	3
Ризик появи у галузі нових потужних гравців	9	8
Стабільність попиту на продукцію галузі	9	7
Капіталоємність галузі та її потреби в інвестиціях	8	6
Зміни у забезпеченні галузі ресурсами: виробничими, трудовими тощо	8	5
Енергоємність та рівень залежності галузі від цін на енергоресурси	9	9
Рівень рентабельності у галузі	8	7
Динаміка поточної частки галузі у ВВП	7	5
Потенціал розвитку галузі	7	6
Підтримка галузі державою	7	9
Мікрорівень		
Фінансово-економічний стан бізнесу		
Зміна доходів компанії	10	9
Зміна поточних та постійних витрат компанії	9	9
Зміна обсягів інвестицій компанії у вдосконалення виробництва, людських ресурсів тощо	9	7
Зміна обсягів, структури та якості портфеля кредиторської та дебіторської заборгованості	10	6
Зміна податкового тягаря на компанію	10	8
Зміна обсягів та структури грошового потоку компанії	9	8
Виробничий потенціал		
Наявність та термін дії ліцензій на основні види діяльності компанії	10	8
Забезпечення ресурсами для основних видів діяльності	10	9
Основні та допоміжні виробничі фонди (стан, потужність, рівень технічного вдосконалення)	10	8
Можливість розширення виробничої діяльності, оновлення фондів	9	7
Конкурентне середовище		
Зміна частки ринку, що займає компанія	10	10
Конкурентні переваги компанії та перспективи розвитку	10	9
Публічність компанії		
Публікація періодичної фінансової звітності компанії	9	5
Річний та повний доступ до інформації про компанію усіх акціонерів	8	4
Згадування компанії, її намірів та результатів діяльності у ЗМІ	8	6
Корпоративна структура		
Основні акціонери компанії, їх частка в компанії	4	9
Приналежність до ФПГ, холдингу, виробничого об'єднання	7	10
Місце компанії у структурі холдингу, виробничого об'єднання, ФПГ	6	9
Організаційна структура		
Зміни в структурі управління	9	6
Зміни в менеджменті компанії	8	5
Рівень свободи в прийнятті рішень менеджменту від акціонерів компанії	7	4
Публічність менеджменту компанії	8	4
Зміна кількісного та якісного складу персоналу	6	5
Характеристика відносин власності		
Зміни в розподілі акціонерного капіталу	10	8
Кількість акціонерів компанії	6	8
Кількість власників більше 5% акцій компанії	7	7
Наявність у компанії одного або кількох рівноцінних власників	8	9
Приналежність акціонерів до однієї ФПГ, кількох ФПГ, конкуруючих ФПГ тощо	7	9
Характеристика акцій/пакетів акцій		
Розмір пакету акцій, що знаходиться у вільному обігу на ринку (free-float)	10	8
Розмір пакету акцій, що оцінюється	10	10
Наявність в установчих документах компанії обмежень прав окремих груп акціонерів	10	9
Дивідендна політика компанії	9	7

** - експертна оцінка. Шкала від 1 (найслабший вплив) до 10 балів (найсильніший вплив). При розрахунку враховувався не тільки рівень впливу певного фактора на формування ринкових цін, а й його значимість як явища. Наприклад, рівень корупції має сильний вплив як на розвинені ринки, так і на ринок акцій України, але у більшості розвинених країн, на відміну від України, дане явище або відсутнє або майже відсутнє. Отже, незважаючи на однаковий рівень впливу корупції на формування ринкових цін, оцінка впливу для розвинених ринків та для України буде різнитися.

реляції Пірсона). У нашому випадку (вибірка: 2 ряди по 85 показників) коефіцієнт кореляції дорівнює 0,252 (після згладжування: 0,379).

Отже, підсумовуючи проведене дослідження впливу різних чинників на формування ринкової ціни фінансового інструменту загалом та акцій зокрема, можна зазначити, що сукупний вплив чинників на ціноутворення на розвинених ринках та на українському фондовому ринку суттєво відрізняється.

Для більшості фінансових інструментів, в тому числі й акцій, що торгуються на українському фондовому ринку, визначення справедливої вартості саме за поточним курсом, як це зазначається у пункті 1 “Ієрархії методів для визначення справедливої вартості” Стандарту 39, неможливо.

Справа в тому, що лише окремі цінні папери українських емітентів є достатньо ліквідними, тобто за такими фінансовими інструментами щоденно укладається по кілька угод. Йдеться про “блакитні фішки” – найліквідніші акції на фондовому ринку України. Зокрема, до “блакитних фішок” належать цінні папери, які включено до розрахунку індексу акцій найбільшого в Україні організатора торгів цінними паперами – Фондової біржі ПФТС. До індексного кошика ПФТС станом на кінець лютого 2008 року належали цінні папери 20 емітентів. Зокрема, це акції таких компаній, як Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча (ММКІ), “Західенерго” (ZAEN), “Дніпроенерго” (DNEN), “Укрнафта” (UNAF), “Центренерго” (CEEN), Нижньодніпровський трубопрокатний завод (NITR), “Укртелеком” (UTEL), Райффайзен Банк Аваль (BAVL), “Мотор Січ” (MSICH), “Азовсталь” (AZST), “Донбасенерго” (DOEN), Концерн “Стирол” (STIR), “Київенерго” (KIEN), “Луганськтепловоз” (LTPL), Полтавський ГЗК (PGOK), Маріупольський завод важкого машинобудування (MZVM), Сумське машинобудівне НВО ім. Фрунзе (SMASH), Єнакієвський металургійний завод (ENMZ), Укрсоцбанк (USCB), Авдіївський коксохімічний завод (AVDK).

Проте навіть поточна ціна за “блакитними фішками” не завжди є їх справедливою

вартістю. Оскільки, на відміну від розвинених ринків, вітчизняний фондовий ринок, як видно з даних табл. 1, має свої особливості. Зокрема, на ціноутворення на фондовому ринку України впливають не лише ринкові, а й неринкові фактори. Наприклад, основні гравці ринку з метою отримання спекулятивного прибутку штучно занижують або завищують ціну. Окрім того, постійний вплив має фактор витоку інсайдерської інформації тощо.

Враховуючи усе вищезазначене, можна зробити висновок, що в українських реаліях визначити справедливу ціну акцій, відповідно до пунктів 1–3 “Ієрархії методів для визначення справедливої вартості” Стандарту 39, неможливо. Оскільки розвиток українського фондового ринку ще далекий до найвищих міжнародних стандартів. Тому ціноутворення на вітчизняному фондовому ринку не можна сприймати як справедливу оцінку для фінансових інструментів загалом та акцій зокрема.

Відповідно до вищезазначеного, на нашу думку, для визначення справедливої вартості цінних паперів українських емітентів, які не проводили розміщення акцій та їх похідних інструментів (АДР, ГДР) на розвинених фондових ринках Європи та світу², найприйнятнішим є пункт 4 “Ієрархії методів для визначення справедливої вартості” Стандарту 39, згідно з яким, справедлива вартість визначається з використанням техніки оцінювання.

Зауважимо, що при визначенні справедливої вартості відповідно до пункту 4 зростає ймовірність помилки. Оскільки у цьому випадку потрібно враховувати можливість схильності до маніпуляцій через використання параметрів не об’єктивної оцінки для роздування вартості інструменту. Викривлені дані досить важко виявити як стороннім спостерігачам, так і аудиту через

² Мова йде про цінні папери українських компаній, які не проводили опосередковане розміщення акцій на зовнішніх ринках, зокрема на основному та альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі, на Франкфуртській фондовій біржі, Варшавській фондовій біржі та інших через випуск депозитарних розписок та інших інструментів, що застосовуються для таких операцій.

складності трансакцій та внаслідок неминучого суб'єктивізму у виборі та зважуванні параметрів оцінювання. Навіть за відсутності будь-якого наміру маніпулювати результатами, достовірність таких оцінок може бути під питанням. А тому використовувати такий метод потрібно дуже зважено й обережно.

Існує три основних підходи до оцінки. Перший – оцінка дисконтованих грошових потоків (discounted cash flow – DCF). Цей метод співвідносить вартість активу з поточною вартістю очікуваних у майбутньому грошових потоків.

Відповідно до другого підходу – “порівняльної оцінки” (або ж “співставних компаній”), вартість активу обчислюють, аналізуючи ціноутворення подібних активів, пов'язуючи його з певною змінною (наприклад, з доходами, грошовими потоками, балансовою вартістю або обсягом продажів). Третій підхід – оцінка умовних вимог – для виміру вартості активів, що мають характеристики опціону, припускає використання моделі ціноутворення опціонів. Деякі з таких активів можуть мати фінансову природу, вони знаходяться в обігу на ринку (наприклад, варранти), а інші – на ринку не торгуються й ґрунтуються на реальних активах (проекти, патенти, запаси нафти). Зазначимо, що результати оцінки можуть виявитися цілком протилежними, залежно від застосованого підходу. А тому, окрім детального аналізу кожного з вищезазначених підходів, ми спробуємо визначити, за яких умов який з методів є найприйнятнішим.

Хоча дисконтування грошових потоків (DCF) – це лише один із трьох підходів до експертного визначення справедливої вартості, а на практиці більшість оцінок ґрунтується на “порівняльній оцінці”, такий підхід є основою для побудови всіх інших. В його основі лежить правило приведеної вартості (present value – PV), відповідно до якого вартість будь-якого активу відповідає приведеній вартості очікуваних грошових потоків, що приходяться на даний актив.

$$PVcFt = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

де $PVcFt$ – дискретна вартість грошового потоку;
 n – термін існування активу;
 CF_t – грошові потоки за період t ;
 r – ставка дисконтування, яка відображає ризик очікуваних грошових потоків.

Залежно від виду активу, грошовими потоками можуть бути: дивіденди – у випадку акцій, купони, відсотки і номінальна вартість – у випадку облігацій, а також грошові надходження після сплати податків – у випадку реальних проектів. Ставка дисконтування – це функція ризику очікуваних грошових потоків. При цьому вищі ставки приписуються ризикованішим активам, і навпаки.

Якщо уявити певну шкалу ризику, то з одного її боку (на самому початку) можна розмістити вільну від ризику дефолту облігацію з нульовим купоном і гарантованими грошовими потоками в майбутньому. Дисконтування цих грошових надходжень за безризиковою ставкою покаже цінність облігації. На шкалі можна розмістити корпоративні облігації, для яких грошові потоки утворюються купонами і існує ризик відмови від платежів. Цінність таких облігацій можна визначити за допомогою дисконтування грошових потоків з використанням процентної ставки, яка відображає ризик відмови від платежів. Далі по шкалі ризику можна розташувати акції без фіксованого дивіденду (equities), коли очікувані грошові потоки характеризуються високим ступенем невизначеності. Цінність у цьому випадку варто визначати на основі приведеної цінності очікуваних грошових потоків, дисконтованих за ставкою, яка відображає рівень даної невизначеності.

Різновидів моделей DCF існує дуже багато, але всіх їх можна звести до трьох основних: оцінка власного капіталу, оцінка фірми та скоригована оцінка приведеної вартості (APV). Перший спосіб дозволяє оцінити власний капітал фірми. Другий полягає в оцінці фірми загалом, що охоплює, окрім власного капіталу, необхідність обліку інших вимогоутримувачів (власників облігацій,

привілейованих акцій тощо). За допомогою третього способу вартість фірми визначається вроздріб – оцінка починається з основних операцій, а потім додається вплив на вартість оцінюваного активу боргів та інших вимог, що не відносяться до акцій.

Розглянемо кожну з моделей детальніше. Оцінка власного капіталу відбувається шляхом дисконтування грошових потоків, які приходяться на власний капітал (тобто, сальдо грошових потоків після всіх витрат, реінвестування, виплат за податковими зобов'язаннями, а також платежів за відсотками та по основній сумі боргу). Ставка дисконтування відповідає вартості власного капіталу (cost of equity) – тобто нормі прибутковості, на яку розраховують пайовики власного капіталу фірми. Іншими словами, cost of equity вказує на мінімальний рівень доходності, який фірма має забезпечити своїм акціонерам (пайовикам). Цей показник відображає альтернативну вартість інвестицій, та, як правило, складається з дивідендів і приросту капіталу (наприклад, збільшення курсу акцій).

Одним із різновидів оцінки власного капіталу є модель дисконтованих дивідендів. В такому випадку цінність власного капіталу визначається через приведену вартість очікуваних майбутніх дивідендів.

$$\text{Вартість власного капіталу} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF(BK)_t}{(1+k_e)^t}, \quad (2)$$

де n – термін існування активу;

$CF(BK)_t$ – очікувані грошові потоки, які приходяться на власний капітал за період t ;

k_e – ставка дисконтування, яка відображає ризик очікуваних грошових потоків, в даному випадку – cost of equity.

Вартість фірми визначається через дисконтування очікуваних грошових потоків фірми (тобто це сальдо грошових потоків після всіх операційних витрат, реінвестування й виплати податків, але до будь-яких виплат власникам зобов'язань та акцій). Ставка дисконтування відповідає середньозваженій вартості капіталу (вартості використовуваних фірмою компонентів фінансування,

зважених пропорційно до їхньої ринкової вартості).

$$\text{Вартість фірми} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF(\Phi)_t}{(1+WACC)^t}, \quad (3)$$

де n – термін існування активу;

$CF(\Phi)_t$ – грошові потоки, що створюються фірмою за період t ;

$WACC$ – ставка дисконтування, а в даному випадку середньозважена вартість капіталу (weighted average cost of capital).

Відповідно, $WACC$ можна розрахувати за наступною формулою:

$$WACC = \left(\frac{E}{K}\right) \times y + \left(\frac{D}{K}\right) \times b \times (1 - X_c), \quad (4)$$

де $K = E + D$;

E – власний капітал компанії;

y – очікувана дохідність власного капіталу;

D – залучений капітал компанії;

b – очікувана дохідність залученого капіталу;

K – капітал компанії;

X_c – ефективна ставка податку на прибутки для компанії.

Скоригована оцінка приведеної вартості (adjusted present value – APV) визначається наступним чином:

$APV = \text{вартість фірми з урахуванням лише власного капіталу} + \text{приведена вартість боргового капіталу} + \text{приведена вартість "виграшів" на податках} + \text{очікувана вартість банкрутства.}$

На практиці такий підхід можна узагальнити, допускаючи дисконтування різних видів грошових потоків фірми за різними ставками, відповідно до рівня їх ризику.

Зауважимо, що головна помилка, яка може виникати під час застосування вищезазначених методів – це використання невідповідних показників грошових потоків та ставок дисконтування.

Зазначений підхід найлегше використовувати до активів, чиї грошові потоки в цей момент позитивні й можуть оцінюватися з високим ступенем надійності на довготривалий період часу, а також за умови відносно точної оцінки рівня ризику для визначення

ставки дисконтування. Але на практиці, не в ідеалізованих умовах, застосування методу DCF зіштовхується з певними ускладненнями та підлягає коригуванню. І, якщо врахувати більшість факторів впливу неможливо, то додатково використовують інші методи оцінки, а в певних випадках DCF взагалі не використовують.

В такому разі, знову ж за певних умов, можна скористатися – “порівняльною оцінкою” (метод співставних компаній). Більшість оцінок у світовій практиці проводять саме з використанням цього методу. При порівняльній оцінці вартість активу можна визначити, відштовхуючись від ціноутворення на активи, що порівнюються, стандартизовані за допомогою певної загальної змінної, наприклад, прибутку (earnings), грошових потоків, балансової вартості, обсягів продажів тощо.

Наприклад, часто для оцінки фірми використовується мультиплікатор “ціна/прибуток”, точніше, його середнє значення по галузі. При цьому припускається, що інші фірми галузі співставні з оцінюваною фірмою, а ринок у середньому вірно визначає вартість цих компаній. Окрім того, широко використовуються мультиплікатори “ціна/обсяг продажів” та “ціна/балансова вартість”. Хоча ці три показники застосовуються найчастіше, існують й інші мультиплікатори, які відіграють важливу роль в оцінці: “ціна/грошові потоки”, “ціна/дивіденди”, “ринкова вартість/вартість заміщення” тощо.

На відміну від DCF, що спрямована на пошук внутрішньої цінності, “порівняльна оцінка” здебільшого орієнтується на ринок. Інакше кажучи, ми припускаємо, що ринок коректно визначає ціни на акції в середньому, але робить помилки, формуючи ціни окремих акцій. Також припускається, що порівняння мультиплікаторів дозволить нам виявити ці помилки, і вони будуть згодом скориговані.

Припущення про те, що ринок згодом виправить свої помилки, властиве як оцінці DCF, так і порівняльній оцінці. Проте не можна не погодитись з прихильниками методу “співставних компаній”, які стверджують,

що помилки ціноутворення окремих цінних паперів в певному секторі помітніші й тому, цілком ймовірно, будуть скоректовані ринком швидше.

Якщо говорити про різновиди порівняльних оцінок, то більшість з них ґрунтується на порівнянних змінних, але існують також оцінки, що базуються на фундаментальних змінних.

Під час використання фундаментальних змінних, при оцінці застосовуються такі показники, як темпи зростання прибутку й грошових потоків, коефіцієнти окупності й ризик. Такий підхід до оцінки мультиплікаторів аналогічний застосуванню моделей DCF, вимагає тієї ж інформації й приводить до таких самих результатів. Його основна перевага полягає в тому, що він показує зв'язок між мультиплікаторами й характеристиками фірми, дозволяючи досліджувати зміну мультиплікаторів у міру зміни цих характеристик.

Узагальненим підходом є використання порівняльних змінних, коли оцінка фірми порівнюється із ціноутворенням фірм-аналогів на ринку або, у деяких випадках, з оцінкою фірми в попередні періоди. Але потрібно зазначити, що пошук фірм-аналогів іноді може бути дуже нелегким завданням, в окремих випадках їх може просто не існувати, а тому доводиться зупинити свій вибір на компаніях, які в певному плані відмінні від оцінюваної фірми.

У більшості випадків ціна акції визначається згідно із порівнянням мультиплікаторів, які характеризують торговельну діяльність фірми, з аналогічними коефіцієнтами фірм-аналогів. Однак у деяких випадках, особливо стосовно зрілих фірм із тривалою історією, порівняння здійснюється на основі історичних даних.

Існують перехресні порівняння та порівняння в часі. Коли порівнюється мультиплікатор “ціна/прибуток” оцінюваної фірми із середнім мультиплікатором по даній галузі, то здійснюється порівняльна оцінка й перехресне порівняння. Але залежно від вихідних передумов, які мали оцінювана фірма та співставні компанії, результати можуть суттєво різнитися. Тому фірми можна по-

рівнювати лише за умови здійснення вірних припущень щодо фундаментальних змінних оцінюваної компанії та компаній-аналогів, а також правильного відбору останніх.

Якщо ж йдеться про зрілу фірму із тривалою історією, то можна зрівняти мультиплікатор, з яким вона торгується на ринку у даний момент із мультиплікатором, з яким вона торгувалася в минулому. Але зауважимо: для того, щоб виконати подібне порівняння, необхідно припустити, що фундаментальні змінні фірми згодом не змінювалися. Наприклад, логічним буде поступове зниження темпів зростання із відповідним збільшенням фірми. Крім того, порівняння мультиплікаторів у часі може ускладнитися внаслідок зміни процентних ставок та ситуації на ринку загалом.

Головна перевага мультиплікаторів – простота й легкість використання. Їх можна швидко застосовувати для оцінки фірм й активів. Особливо корисний цей метод тоді, коли на фінансових ринках торгуються акції відразу кількох (а ще краще – багатьох) фірм-аналогів, а ринки в основному коректно визначають ціни на такі фірми. Набагато важче застосовувати цей метод для оцінки одиничних фірм, які не мають аналогів на ринку, з невеликими доходами або збитковою діяльністю.

Окрім того, потрібно брати до уваги той факт, що мультиплікаторами легко маніпулювати й зловживати, особливо коли використовуються порівняльні фірми. Зважаючи на те, що не існує двох фірм, які мали б цілком однакові показники зростання й ризику та усі інші характеристики, визначення фірм-аналогів набуває суб'єктивного характеру та багато в чому може обумовити майбутній результат. Тобто, упереджена оцінка може проявитися у підборі таких фірм-аналогів, порівняння з якими може призвести до вже очікуваного упередженого результату щодо цінності певної фірми.

Водночас, упередженість може мати місце й при визначенні вартості фірми методом DCF, але, на відміну від методу спів-

ставних компаній, у такому випадку припущення та показники, які враховуються при використанні цього методу, є відкритішими для аналізу.

Інша проблема під час застосування мультиплікатора на основі порівняльних фірм полягає в тому, що тут має місце ризик “ринкової” помилки (переоцінки або недооцінки). Тобто, існує ймовірність того, що при оцінці фірм-аналогів ринком була допущена помилка, а враховуючи рівень розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, вірогідність здійснення такої помилки зростає. На відміну від цього, оцінка DCF базується на показниках грошових потоків фірми й інших характеристиках, тому даний метод з меншою ймовірністю піддається впливу помилок з боку ринку при оцінці фірми.

Третій підхід у визначенні вартості активу – так звана оцінка умовних вимог. Умовна вимога (contingent claim) або опціон – це угода, за якою власник опціону має право (але не зобов'язання) здійснити купівлю або продаж активу у майбутньому на раніше визначених умовах [15]. Тобто, опціон – це вимога, виплата за якою здійснюється лише за певних умов: якщо вартість базового активу (underlying asset) перевищує попередньо визначене значення колл-опціону (call option – опціону покупця); або ж, з іншого боку, вартість базового активу виявиться меншою, ніж попередньо визначене значення пут-опціону (put option – опціону продавця).

Рис. 1 ілюструє виплати за опціонами продавця та покупця як функцію цінності базового активу. Вартість опціону можна оцінити як функцію таких змінних: приведена вартість, дисперсія вартості базового активу, ціна виконання опціону, час до закінчення терміну опціону, а також безризикова процентна ставка.

Існує кілька безпосередніх прикладів цінних паперів, які є опціонами – це опціони LEAPS (довгострокові опціони на основі акцій, що знаходяться в обігу) [15]; умовні права на цінність (contingent value rights), що забезпечують власникам активу захист від падіння

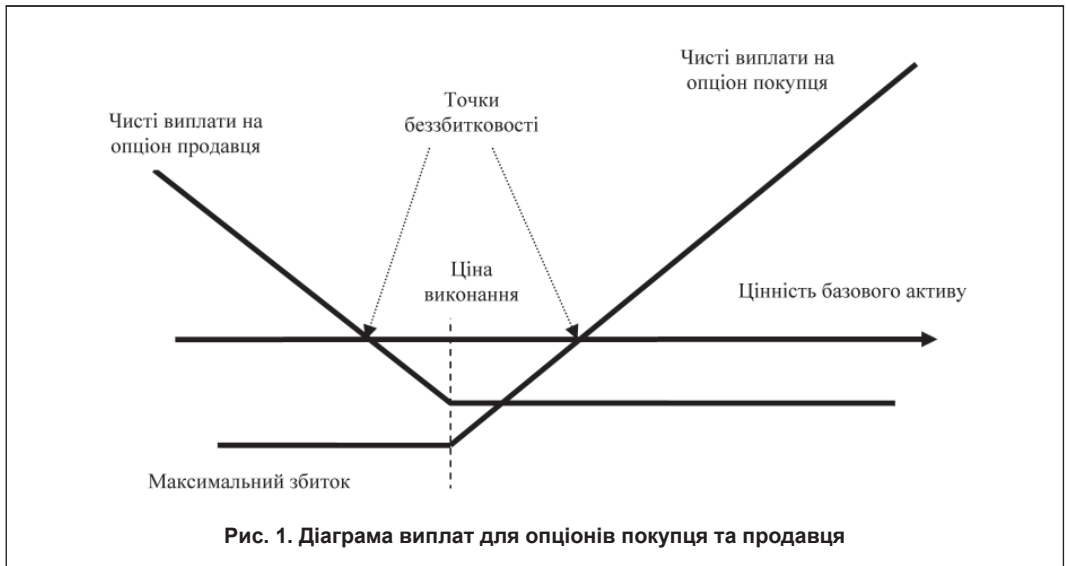


Рис. 1. Діаграма виплат для опціонів покупця та продавця

цін на акції; варанти (довгострокові опціони покупця, що випускаються фірмами).

На жаль, на вітчизняному фондовому ринку обіг похідних цінних паперів обмежено, а обіг деривативів, у яких базовим активом є фінансові інструменти, зокрема акції, взагалі відсутній. А тому, цей метод не є прийнятним для українського фондового ринку.

Отже, жоден з методів оцінки справедливої вартості не може претендувати на бездоганність. Тому, на нашу думку, доцільною буде оцінка відразу двома методами – DCF та методу “співставних компаній”. Результати розрахунків за кожним з підходів варто порівняти між собою та обчислити середньозважене значення, яке у підсумку й покаже вартість активу, яка буде найбільш наближеною до справедливої.

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень.

1. У світовій практиці, а точніше у Міжнародних стандартах фінансової звітності (Стандарт 32 (IAS 32) справедлива вартість визначається як сума, на яку може бути обмінаний актив або пасив між незалежними, добре обізнаними та зацікавленими контрагентами. Водночас, Стандарт 39 (для фінансових інструментів) встановлює “Ієрархію методів для визначення справедливої вартості” у порядку зниження їхньої вагомості.

2. Враховуючи той факт, що, на відміну від розвинених ринків, на український ринок акцій потужний вплив здійснюють неринкові фактори, а також через низьку активність торгів на ринку, його низьку ліквідність, прийнятним для визначення справедливої вартості акцій українських емітентів є експертна оцінка.

3. Дослідивши найпоширеніші методи оцінки акціонерного капіталу, ми дійшли висновку, що оптимальною буде оцінка відразу за двома напрямками – методом дисконтування грошових потоків (DCF) та методом “співставних компаній”. Результати розрахунків за кожним з підходів варто порівняти між собою та обчислити середньозважене значення, яке у підсумку й покаже вартість активу, найбільш наближену до справедливої.

Література

1. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р., № 3480-IV // www.rada.gov.ua – сайт Верховної Ради України.
2. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 19 “Об’єднання підприємств”, затверджене Міністерством фінансів України від 7.07.1999 р., № 163 // Офіційний вісник України. – 1999. – 13 серпня. – № 30.
3. Положення Європейського Парламенту та Ради “Про застосування міжнародних стан-

дартів бухгалтерського обліку” № 1606/2002 від 29 липня 2002 року.

4. Ковалев В. В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 2001.

5. Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компаний. – 3-е изд., испр. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.

6. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг. – К.: ВИРА-Р, 2002.

7. Кузнєцова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні. – К.: Юрінком Інтер, 1998.

8. Минасов О. Ю. Формирование рыночной стоимости акций российских предприятий. – М., 2002. – 196 с.

9. Оскольський В. В. Ринок цінних паперів України: погляд через призму діяльності Української фондової біржі. – К.: УФБ, 2001.

10. Петруня Ю. Є. Акціонерні товариства в Україні: проблеми емітентів та інвесторів. – Дніпропетровськ, 2000.

11. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейли: Инвестиции. – М.: “Инфра-М”, 2007.

12. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Науч. посіб. – 2-е вид., випр. і доп. – К.: Знання-Прес, 2003.

13. Эшуорт Г., Джеймс П. Менеджмент, основанный на ценности. – М.: “Инфра-М”, 2006.

14. Amis P., Rospars E. Prudential supervision and the evolution of accounting standards: the stakes for financial stability // Banque de France, Financial Stability Review. – November 2005. – № 7.

15. Aswath Damodaran Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. – Wiley. – 2002.