

ТАРАСОВА О.В.

аспірант, старший викладач кафедри

фінансового менеджменту та фондового ринку

Одеський національний економічний університет ОНЕУ

ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ВАРТОСТІ ОДИНИЧНИХ АКЦІЙ КОМПАНІЙ В УКРАЇНІ В ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

Анотація: Досліджено поняття інвестиційної вартості та розроблена модель оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компаній України в процесі злиття та поглинання.

Аннотация: Исследовано понятие инвестиционной стоимости и разработана модель оценки инвестиционной стоимости единичных акций компаний Украины в процессе слияния и поглощения.

Summary: Explored the concept of investment value and developed a model of assessing the investment value of individual stocks of companies of Ukraine in the process of mergers and acquisitions.

Актуальність теми, що розглядається, підтверджується особливим попитом на оцінку і аналіз впливу операцій на ринку М & А на вартість бізнесу, що народжують публічні компанії. Загальноприйнятою практикою при схваленні угод злиття-поглинання публічними компаніями є отримання висновку про справедливість фінансових умов угоди для акціонерів компанії (fairness opinion). Тим часом, згідно з даними міжнародної статистики, лише тільки 40% угод може бути визнано успішними з точки зору акціонерів, які підтримали їх. Решта 60% угод призводять до втрати вартості компаній-ініціаторів [1, с.438]. Це, перш за все, свідчить про помилки, допущені при плануванні операцій, головним чином, при неправильній оцінці вартості компаній.

Постановка проблеми. Зацікавленими особами в оцінці інвестиційної вартості компанії-цілі і визначенні вартісного ефекту від запланованого злиття-

поглинання є як менеджери консолідованих компаній, так і їх акціонери. При цьому кожна сторона, яка бере участь в угоді проводить власну оцінку та аналізує вплив угоди на вартість компанії, що поглинається або власного бізнесу, що свідчить про необхідність розробки моделі оцінки інвестиційної вартості окремих акцій компаній при злитті та поглинанні.

Постановка завдання. Нашими завданнями є визначення сутності інвестиційної вартості та розробка моделі оцінки інвестиційної вартості окремих акцій компаній України в процесі злиття та поглинання.

Виклад основного матеріалу дослідження. Методологія оцінки вартості конкретного об'єкта залежить від виду вартості, який необхідно визначити в рамках вирішення тієї чи іншої задачі. Існують наступні види вартості: ринкова вартість, вартість заміщення, вартість відтворення, інвестиційна вартість, вартість для цілей оподаткування, ліквідаційна вартість, утилізаційна вартість, спеціальна вартість.

В свою чергу уявлення про вартість майна для конкретного інвестора з урахуванням запланованих їм капіталовкладень і очікуваних вигод від використання майна в майбутньому відображає інвестиційна вартість. [2, с. 3].

В основі процедури оцінки лежить основний постулат теорії фінансів: вартість будь-якого активу визначається його здатністю створювати грошові потоки. При цьому інвестор може розраховувати або тільки на дивідендний дохід і зростання курсової вартості акцій, або тільки на курсову вартість акцій. Практичне використання запропонованої нами моделі полягає в можливості визначення вартості бізнесу, через статистичну оцінку вартості одиначної акції і дисперсію відхилення цієї оцінки. При цьому дивідендний дохід замінюється грошовим потоком на власний акціонерний капітал, а курсова вартість - можливою ціною продажу бізнесу в кінці строку володіння.

В основу подальших міркувань покладена відома модель ціноутворення опціонів Блека-Шоулза [3, с. 637 - 654]. У цій моделі автори зробили такі припущення: опціон може бути виконаний тільки в строк; немає транзакційних витрат або недосконалостей ринку; по акціях не виплачуються дивіденди;

відома короткострокова процентна ставка, за якою суб'єкти ринку можуть і залучати кошти, і надавати позички; коливання цін на акції відбувається довільно.

Формула ціноутворення опціонів Блека-Шоулза (Black-Scholes pricing formula) виглядає наступним чином:

$$C_0 = S_0 e^{-\delta T} N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2), \quad (1)$$

де

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{X}\right) + (r - \delta + 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T},$$

C_0 - поточна вартість опціону «колл»;

S_0 - поточний курс акції;

$N(d)$ - імовірність того, що значення нормально розподіленої змінної менше d . Відповідає площі під кривою нормального розподілу до значення d ;

X - ціна виконання опціону;

e - 2,71828-основа натурального логарифма;

δ - річна дивідендна прибутковість акції;

r - безризикова процентна ставка;

T - проміжок часу до терміну закінчення опціону (в роках);

\ln - натуральний логарифм;

σ - стандартне відхилення прибутковості акції, що безперервно нараховується.

Розглянемо рівняння дисконтування доходу на одиничну акцію [4, с. 336]:

$$X^0 = \sum_{t=1}^N \frac{q_t}{(1+r)^t} + \frac{X_N}{(1+r)^N}, \quad (2)$$

де X^0 - поточна інвестиційна ціна акції;

N - передбачуваний термін володіння акцією (років);

q_t - передбачуваний дивідендний дохід за t -й рік;

r - безризикова ставка прибутковості;

X_N - передбачувана курсова вартість акції на момент продажу.

Використовуючи методичний підхід, викладений у роботі [5, с.138-159] представимо величини q_t , X_N в наступному вигляді:

$$q_t = q \prod_{k=1}^t (1 + w_k); X_N = X_0 \prod_{k=1}^N (1 + j_k), \quad (3)$$

де q - значення дивідендів, фактично виплачених за останній рік;

w_k - відносна зміна дивідендного доходу за k -й рік;

X_0 - фактична курсова вартість акцій на початковий момент на відміну від поточної інвестиційної вартості X^0 акції на той же момент;

j_k - відносна зміна курсової вартості на k -й період.

Припустимо також, що величини w_k і j_k при $k = 1, 2, \dots, N$, є випадковими та незалежними. Тоді з урахуванням (3) можна довести, що рівняння (2) може приймати наступний вигляд:

$$M(X^0) = \frac{q \left[\left(\frac{1+w}{1+r} \right)^N e^{0.5N\sigma_w^2} - 1 \right]}{\left[1 - \frac{1+r}{1+w} e^{-0.5\sigma_w^2} \right]} + X_0 \left[\frac{1+j}{1+r} \right]^N e^{0.5N\sigma_j^2}, \quad (4)$$

де $M(X^0)$ - математичне очікування поточної інвестиційної вартості акції;

σ_w^2 - дисперсія дивідендного доходу;

σ_j^2 - дисперсія курсової вартості акції.

У формулі (4) перший доданок представляє собою оцінку грошового потоку дивідендного доходу, а другий - оцінку грошового потоку, викликаного зміною курсової вартості акцій.

Вивчення історичних даних щодо зміни грошового потоку і балансової вартості бізнесу дозволяє оцінити параметри відповідних розподілів. У запропонованій моделі проблема інформаційного забезпечення, яка є основною при використанні моделі Блека-Шоулза, знімається. При цьому припущення про те, що випадкові величини w_k і j_k , що характеризують відносну зміну дивідендного доходу і курсової вартості акцій, незалежні і мають логнормальний розподіл залишаються.

Зокрема, якщо дивіденди не виплачуються ($q = 0$) ми отримаємо з (4) наступне рівняння:

$$M(X^0) = X_0 \left[\frac{1+j}{1+r} \right]^N e^{0.5N\sigma_j^2}, \quad (5)$$

Формула (5) дозволяє оцінити інвестиційну вартість однієї акції в розрахунку тільки на можливе зростання її курсової вартості в майбутньому. Ця формула відкриває можливість оцінки однієї акції у вітчизняних умовах, коли дивіденди, як правило, не виплачуються, а самі акції не котируються на ринку цінних паперів. У цьому випадку в якості X_0 можна використовувати середню витратну (балансову) вартість акції, а в якості відносних змін вартості акції, використовувати відносні зміни балансової вартості акціонерного капіталу, з ретроспективних балансових звітів компанії.

Для визначення ставки капіталізації дивідендного доходу скористаємося наступними міркуваннями.

Нехай $M(X^0) = X_0$. Це означає, що поточна інвестиційна вартість та фактична курсова вартість акцій на початковий момент співпадають. Величина $M(X^0)$ в цих міркуваннях буде невідомою величиною, яка визначається з рівняння (4):

$$M(X^0) = q \left[\frac{1}{1 - \left(\frac{1+j}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_j^2}} \right] \left[\frac{\left(\frac{1+w}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_w^2} - 1}{\left[1 - \frac{1+r}{1+w} e^{-0.5\sigma_w^2}\right]} \right], \quad (6)$$

Слід зазначити, що отримане значення математичного очікування поточної інвестиційної вартості має економічний сенс тільки в тому випадку, коли знаменник першої дробі в (6) позитивний. Тому справедлива умова:

$$k = \left(\frac{1+r}{1+w} e^{0.5\sigma_w^2} - 1 \right) \frac{1 - \left(\frac{1+j}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_j^2}}{1 - \left(\frac{1+w}{1+r}\right)^N e^{0.5N\sigma_w^2}}, \quad (7)$$

Тоді (6) можна представити у вигляді формули методу прямої капіталізації дивіденду:

$$M(X^0) = \frac{q}{k}, \quad (8)$$

де k - ставка капіталізації, яка визначається за формулою (7).

Незважаючи на те, що показники теперішніх та майбутніх грошових потоків компанії мають головне значення при оцінці ефективності їх злиттів, вони недостатні для прийняття рішень про інвестування в консолідацію. Цей узагальнюючий показник дозволяє встановити ціну компанії-цілі, але не дає

уявлення за рахунок яких чинників формується вартість розглянутого бізнесу. Для того щоб відповісти на ці питання слід використовувати приватні показники оцінки ефективності інвестування при злитті активів компаній.

Приватні показники оцінки інвестування при злитті активів компаній призначені для того, щоб планувати і контролювати ступінь відповідності очікуваних і фактичних результатів інтеграції бізнесу. Показники призначені для вимірювання ефектів, досягнення яких виступало цілями злиття [6]. Тому склад таких показників може охоплювати широкий перелік усіх можливих ефектів що досягаються при злитті компаній.

Отже, для будь-яких цілей інвестування на ринку M & A для планування і контролю діяльності нової структури слід використовувати наступну систему показників:

- операційної діяльності: коефіцієнт прибутковості виробничої діяльності, рівень рентабельності, оборотність чистих активів;

- інвестиційної діяльності: ставка прибутковості активів, ставка прибутковості на власний капітал, ставка прибутковості на акціонерний капітал, потік грошових коштів на акцію;

- фінансової діяльності: коефіцієнт прибутковості по прибутку до сплати податків і відсотків, поточна прибутковість, мультиплікатор грошових потоків, співвідношення позикового і власного капіталу.

Приватні показники використовуються для оцінки змін фінансових показників структури, що поглинається, а також для оцінки різноманітних видів ризиків і втрат, що виникають у результаті інвестування при злитті.

Висновки з проведеного дослідження. Таким чином, моделі 6, 7 і 8 дозволяють отримати оцінки інвестиційної вартості одиничних акцій компанії-цілі в процесі злиття-поглинання на підставі дослідження статистичних даних про зміни дивідендного доходу у часі і зміні курсової вартості акцій за той же часовий період. Отримані оцінки являють собою імовірні величини (математичне очікування) поточної вартості та дають змогу оцінити ризики, які

супутні отриманню відповідного доходу. Використання розглянутих моделей дозволяє оцінити вартість міноритарних пакетів.

Використання приватних показників оцінки ефективності інвестування дозволяє компанії-ініціатору прораховувати вплив на вартість акціонерного капіталу цільового бізнесу змін фінансових показників, а також різних видів ризику. Наприклад, до приватних показників можна віднести зміну чистого грошового потоку на акціонерний капітал, середньозважені витрати на акціонерний капітал, втрати від звільнення кваліфікованого персоналу компанії-цілі.

Обрану систему приватних показників слід розраховувати за даними діючої в компанії системи бухгалтерського обліку і звітності. Прийнятту систему приватних показників слід використовувати для оцінки та контролю фактичних і очікуваних результатів інвестування на ринку M & A.

Література:

1. Дослідження McKinsey: Коупленд Т., Коллер Т., Мурін Дж. Вартість компаній: оцінка та управління. - 2-ге вид. / Переклад з англійської - М.: Олімп-Бізнес, 1999. - с. 438.
2. Постановление Кабинета Министров Украины от 10 сентября 2003г. N 1440 «Об утверждении Национального стандарта № 1 "Общие основы оценки имущества и имущественных прав"» // Украинская Инвестиционная Газета, 2003. - №42. – с.3.
3. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. - № 81. - May-June 1973. - p. 637 – 654.
4. Кубліков В. К. Інвестиції на ринку цінних паперів: підручник / Кублікова Т. Б., Кубліков В. К. – Одеса : Атлант, 2010. – 336 с.
5. Иванов А.М., Иванова Н.С., Перевозчиков А.Г. Оценка стоимости пакетных инвестиций и долевых интересов // Аудит и финансовый анализ, 2000. - №3 - с.138-159.

6. Тарасова О. В. Факторы, влияющие на увеличение стоимостной оценки компаний в процессе слияния - поглощения / О. В. Тарасова // Новый университет. – Россия, Йошкар - Ола : ООО «Коллоквиум». – 2013. – № 2 (24). – С. 10 - 13.