

2005. – 160 с.

1. Boldyreva N.B. Portfel` ry`skov kollektyv`nogo y`nvesty`cy`onnogo fonda. Osobennosty` upravleny`ya ry`skamy` kollektyv`nogo y`nvestora: monografy`ya / N.B. Boldyreva. – Tyumen`: Y`zd. Tyumenskogo gosudarstvennogo uny`versy`teta, 2007. – 168 s.

2. Boldyreva N.B. Y`ntegry`rovannoe upravleny`e ry`skamy` kollektyv`nogo y`nvesty`cy`onnogo fonda: teory`ya y` metodology`ya / N.B. Boldyreva. – Ekaterynburg: Y`z. Ural. gos. ekon. un-ta, 2010. – 300 с.

3. Volkov D.L. Upravleny`e stoy`most`yu kompany`y`: problema vybora adekvatnoj modely` ocenky` / D.L. Volkov // Vestny`k Sankt-Peterburgskogo uny`versy`teta. – 2004. – Ser. 8. – Выр. 4. – S. 79-98.

4. Makarova N. Ry`sk-menedzhment (metodology`ya upravleny`ya ry`skamy` organy`zacy`j) uch. posob. / N. Makarova. – Tomsk: Y`zd. Tomskogo poly`texny`cheskogo uny`versy`teta, 2009. – 88 s.

5. Solabuto N. Sekrety y`nvesty`rovany`ya v PY`F. – SPb.: Py`ter, 2007. – 144 s.

6. Chernova G.V., Kudryavcev A.A. Upravleny`e ry`skamy`: uch. posob. – M.: TK Velby`; Prospekt, 2005. – 160 s.

Рецензент: Величко Г.О., д.е.н., професор Одеського національного економічного університету.

23.04.2014

УДК 658.168.13:336.647

Тарасова Ольга

МОДЕЛЮВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПРИ ОЦІНЦІ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ НА РИНКУ М & А

В статті розглянуті особливості моделювання грошових потоків при оцінці інвестиційної вартості компанії на ринку злиттів-поглинань, суть якого полягає у оцінці фундаментальної вартості акціонерного капіталу, яка отримана як поточна вартість грошового потоку на акціонерний капітал. При цьому дисконтування здійснюється за ставкою, що відображає альтернативні витрати залучення акціонерного капіталу, яку називають вартістю акціонерного капіталу. Визначення величини продовженої вартості акціонерного капіталу здійснюється в рамках підходів, аналогічних методам визначення продовженої вартості основної діяльності компанії. Доказано, що запропонована модель аналізу грошових потоків публічної компанії-цілі дозволить: виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що лежить в основі оцінок вартості компанії із загального потоку грошових коштів від господарської діяльності, і використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

Ключові слова: фундаментальна вартість, метод дисконтованих грошових потоків, злиття-поглинання.

Тарасова Ольга

МОДЕЛИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРИ ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ НА РЫНКЕ М & А

В статье рассмотрены особенности моделирования денежных потоков при оценке инвестиционной стоимости компании на рынке слияний-поглощений, суть которого состоит в оценке фундаментальной стоимости акционерного капитала полученной как текущая стоимость денежного потока на акционерный капитал. При этом дисконтирование осуществляется по ставке, отражающей альтернативные издержки привлечения акционерного капитала, которую называют стоимостью акционерного капитала. Определение величины продленной стоимости акционерного капитала осуществляется в рамках подходов, аналогичных методам определения продленной стоимости основной деятельности компании. Доказано, что предложенная модель анализа денежных потоков публичной компании-цели позволит: выделить поток денежных средств от операционной деятельности, лежащий в основе оценок стоимости компании из общего потока денежных средств от хозяйственной деятельности, и использовать для расчетов доступную инвесторам исходную информацию о компании-цели.

Ключевые слова: фундаментальная стоимость, метод дисконтированных денежных потоков, слияния-поглощения.

SIMULATION OF CASH FLOW FOR THE ASSESSMENT OF INVESTMENT VALUE OF THE MARKET M & A

The article describes the features of modeling cash flows when assessing the investment value of the company in the market of mergers and acquisitions, the essence of which is to assess the fundamental value of the equity received as the present value of cash flow to equity. The discounting based on the rate which reflects the opportunity cost of raising equity capital, which is called the cost of equity capital. Determination of the continuing value of the share capital is carried out within an approach similar to the methods of determining the cost of the extended core business. It is proved that the proposed model for the analysis of cash flows of the target company public will: identify the cash flow from operating activities, the underlying valuations of the company total cash flow from operations, and used for the calculation of the available background information to investors about the company's target.

Keywords: fundamental value, discounted cash flow method, the mergers and acquisitions.

Постановка проблеми. Зацікавленими особами в оцінці інвестиційної фундаментальної 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 власного або бізнесу, що поглинається. При цьому в основі оцінок, що здійснюються, лежить основний постулат теорії фінансів: вартість будь-якого активу визначається його здатністю створювати грошові потоки. Необхідність розвитку і вдосконалення методології оцінки вартості бізнесу для цілей злиттів-поглинань українських публічних компаній формує попит на теоретичні дослідження, нові методи і моделі оцінки вартості публічних компаній.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню оцінки вартості компаній в процесі злиття-поглинання присвячені роботи зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів, таких як: А.Дамодарана, З. Боді, Д. Кідуелла, Т. Коупленда, Л. Крушвица, М. Міллера, Ф. Модільяні, У. Шарпа, Д. Бліка і Д. Ернста, С.В.Валдайцева, А. Б. Волчкова, А. Г. Грязнової, І. В. Іванової, Т.В.Тазіхіної, Е. Томіліної, М.А. Федотової. Причини недооцінки і моделювання грошових потоків при оцінці вартості компанії аналізувалися в публікаціях Н.І. Берзон, В.А. Галанова, В.І.Колесникова, Я.М. Міркіна, Б.Б. Рубцова.

Невирішеною проблемою, котрій присвячується означена стаття є удосконалення методології оцінки вартості бізнесу при злиттях-поглинаннях з урахуванням специфіки вітчизняного законодавства та економічного середовища, що обумовлено як зростанням кількості і масштабу операцій, так і збільшенням їх складності.

Цілями статті є визначення видів вартості, що виникають при проведенні злиттів-поглинань та пошук моделі оцінки найбільш адекватної вартості – інвестиційної фундаментальної вартості акцій компаній при злитті-поглинанні компаній в Україні.

Основний матеріал 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 [1].

Основною ознакою вибору адекватного виду вартості бізнесу у випадку проведення оцінки вартості публічних акціонерних компаній на ринку злиття-поглинання, на нашу думку, є джерело формування доходу. Тому вважаємо за необхідне виділити ті види вартості, що найбільше фіксують джерела формування доходу: обґрунтовану ринкову вартість, інвестиційну фундаментальну (внутрішню) вартість.

При цьому обґрунтована ринкова вартість компанії розраховується як система елементів (активів), тобто вартість елементів (активів) плюс системний ефект (goodwill). Інвестиційна вартість – це вартість підприємства як елемента системи вищого порядку (підсистеми), тобто ринкова вартість (вартість елементів (активів) плюс системний ефект першого порядку (goodwill)) плюс системний ефект вищого порядку (корпоративний ефект). Фундаментальна вартість визначається шляхом прогнозування грошових потоків без урахування «надлишків», таких як goodwill.

При оцінці фундаментальної вартості публічної компанії-цілі будемо використовувати метод дисконтованих грошових потоків (метод DCF). При цьому під величиною грошового потоку варто розглядати доходи компанії після сплати податків, але до виплати платежів, пов'язаних з позиковим

фінансуванням, а також засобів, необхідних для здійснення реінвестування в основні засоби і покриття поточних потреб в оборотному капіталі.

У загальному вигляді вартість основної діяльності компанії буде дорівнювати розміру поточної вартості відповідного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що відображає ризик вказаного потоку.

Таким чином, загальна модель оцінки власного (акціонерного) капіталу компанії приймає наступний вигляд:

$$FV = PV(CF_0) - \text{Net Debt} - PV(CF_{\text{DIV}}) + NA, \quad (1)$$

де FV – фундаментальна внутрішня вартість акціонерного капіталу;

$PV(CF_0)$ – поточна вартість грошового потоку, створеного компанією в процесі своєї основної операційної діяльності;

Net Debt – поточна вартість чистого боргу;

$PV(CF_{\text{DIV}})$ – поточна вартість потоку дивідендів за привілейованими акціями;

NA – поточна вартість неопераційних активів компанії, тобто тих активів, які безпосередньо не беруть участь у створенні основної продукції (наприклад, вкладення в непрофільні види бізнесу, придбання ринкових цінних паперів).

Варто відзначити, що неопераційні активи в формулі (1) оцінюються за поточною балансовою вартістю, що неявно означає рівність вказаного значення і поточної вартості всіх майбутніх доходів і витрат, пов'язаних з цими активами.

Таке припущення виглядає досить розумним у силу того, що прогноз грошових потоків з непрофільних активів досить ускладнений, і, отже, ненадійний. Прогноз дивідендних виплат за привілейованими акціями може бути досить просто отриманий у випадку, коли дивіденди по акціях такого типу визначаються як фіксований відсоток від номінальної вартості акції. В іншому випадку сума дивідендів буде визначатися прогнозними значеннями чистого прибутку і розробленої розглянутої компанією дивідендної політики.

Основним елементом в рівнянні (1), що вимагає додаткових дій для розрахунку, є поточна вартість грошового потоку, що створюється компанією в процесі своєї основної операційної діяльності або просто - вартість основної діяльності. Вартість основної діяльності дорівнює приведеній вартості очікуваного в майбутньому вільного грошового потоку (FCF, free cash flow). У свою чергу, вільний грошовий потік дорівнює прибутку після оподаткування від основної діяльності плюс амортизація основних засобів (оскільки амортизація є негрошовим відрахуванням, що зменшує величину чистого прибутку) мінус валові інвестиції в основні засоби та оборотний капітал.

$$FCF = \text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditures}.$$

Зауважимо, що під оборотним капіталом розуміється різниця між оборотними активами, що беруть участь в операційній діяльності, і безпроцентними борговими зобов'язаннями, тобто тією частиною поточного боргу, з якою не пов'язані зобов'язання перед постачальниками фінансових ресурсів компанії.

До вільного грошового потоку не відносяться ніякі грошові потоки, пов'язані з фінансуванням, - зокрема процентні та орендні платежі і дивіденди. У моделі вартісної оцінки використовується саме вільний грошовий потік, оскільки він представляє грошові кошти, які створюються в основній діяльності компанії і доступні всім постачальникам капіталу – як позикового, так і акціонерного. У цьому зв'язку такий вид грошового потоку називають вільним грошовим потоком фірми (FCFF, free cash flow to firm), підкреслюючи, що він розподіляється між усіма агентами, які фінансують діяльність компанії. На відміну від даного потоку, грошовий потік, який припадає тільки на частку власників звичайних акцій компанії, називають вільним грошовим потоком на акціонерний капітал (FCFE, free cash flow to equity) [2, с. 465].

Розглядаючи грошовий потік як суму коштів, які доступні всім категоріям постачальників капіталу, ставка дисконтування повинна відображати альтернативні витрати усіх джерел капіталу, зважених за відносним внеском кожного в сукупний капітал компанії. Отже, в якості ставки дисконтування можна використовувати середньозважену вартість капіталу (WACC).

Таким чином, вартість основної діяльності компанії, яка дорівнює поточній вартості вільного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що відповідає середньозваженій вартості капіталу, визначається таким співвідношенням:

$$V(CF_0) = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, \quad (2)$$

де $PV(CF_0)$ – поточна вартість основної діяльності компанії;
 $FCFF_t$ – величина вільного грошового потоку фірми на кінець року t ;
 $FCFF_0$ – значення грошового потоку на момент оцінки;
 $WACC$ – середньозважена вартість капіталу компанії.

Очевидно, що формула (2) володіє істотним недоліком з точки зору практичної оцінки. Проблема пов'язана з нескінченним горизонтом прогнозування грошового потоку компанії, а отже, і всіх результатів її економічної діяльності. Традиційне рішення зазначеної проблеми полягає в поділі нескінченного часового інтервалу на два відрізки: певний прогнозний період і весь наступний час. Тоді вартість основної діяльності дорівнюватиме сумі приведеного вільного грошового потоку протягом прогнозного періоду і приведеної вартості потоку по завершенні прогнозного періоду:

$$PV(CF_0) = \sum_{t=0}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^N}, \quad (3)$$

де N – довжина прогнозного періоду;

CV – вартість основної діяльності по завершенні прогнозного періоду, яку називають продовженою вартістю.

Для оцінки продовженої вартості використовуються прості формули, отримані з моделей дисконтування грошових потоків при спрощуючих передумовах. Зазначені передумови, як правило, стосуються постійних в нескінченній перспективі темпів зростання грошового потоку в цілому або окремих його елементів. Наприклад, якщо припустити, що величина вільного грошового потоку буде рости з постійним темпом g , починаючи з останнього моменту часу, що входить в прогнозний період, величина CV , яка безпосередньо впливає з відомої моделі Гордона, буде дорівнювати:

$$CV = \frac{FCFF_N \cdot (1+g)}{WACC - g}, \quad (4)$$

Більш ускладнена модель розрахунку величини продовженої вартості ґрунтується на гіпотезі постійного зростання величини $NOPLAT$ з деяким темпом q . Якщо припустити, що покриття потреб в оборотному капіталі та відновленні основних засобів здійснюється за рахунок певної фіксованої частки $NOPLAT$, то подовжена вартість буде визначатися наступною залежністю:

$$CV = \frac{NOPLAT \cdot \left(1 - \frac{q}{ROIC}\right)}{WACC - q}, \quad (5)$$

де $NOPLAT$ – чистий операційний прибуток за вирахуванням скоригованих податків;

q – постійний темп зростання операційного прибутку за вирахуванням скоригованих податків;

$ROIC$ – рентабельність капіталу, інвестованого в основну діяльність компанії.

При цьому:

$$ROIC = NOPLAT / IC, \quad (6)$$

де IC – являє собою інвестований капітал, що дорівнює сумі операційного оборотного капіталу і чистих основних засобів.

Величина $q / ROIC$ по суті дорівнює частині операційного прибутку за вирахуванням скоригованих податків, яка йде на збільшення капіталу, інвестованого в основну діяльність компанії. Цей показник називають нормою реінвестування $NOPLAT$ (retention ratio).

Грошовий потік, який припадає тільки на частку власників звичайних акцій компанії називається вільним грошовим потоком на акціонерний капітал ($FCFE$).

Для визначення величини грошового потоку на акціонерний капітал необхідно відняти з вільного грошового потоку фірми процентні платежі, скориговані на ефективну ставку податку, погашення основної частини процентного боргу (або додати суми отриманих запозичень) і дивіденди за привілейованими акціями. Рівняння має наступний вигляд:

$$FCFE = FCFF - (1 - \tau) + \Delta Debt - Div_{pref}, \quad (7)$$

де $(1 - \tau)$ – скориговані на ефект "податкового щита" процентні платежі;

$\Delta Debt$ – зміна процентного боргу компанії;

Div_{pref} – виплачені дивіденди за привілейованими акціями.

Рівняння (6) можна привести, до наступного вигляду:

$$FCFE = (NP + A) - (CapEx + \Delta WC) - (\Delta Debt + Div_{pref}), \quad (8)$$

де NP – чистий прибуток звітного періоду;

A – амортизація основних засобів, нарахована в поточному періоді;

CapEx – капітальні витрати на відновлення основних засобів;

ΔWC – зміна оборотного капіталу;

$\Delta Debt$ – зміна величини процентного боргу;

Div_{pref} – виплачені дивіденди за привілейованими акціями.

Рівняння (8) дозволяє представити грошовий потік на акціонерний капітал в розгорнутому вигляді, що відбиває всі елементи, що формують дохід акціонерів компанії. Це, в свою чергу, дозволяє виявляти джерела зростання вартості акціонерного капіталу.

Так перша складова у співвідношенні (8) показує прибуток, що припадає на частку акціонерів. Вона дорівнює сумі чистого прибутку і амортизації основних засобів. Амортизація є негрошовим елементом витрат, і, тим самим, може бути використана в подальшому для відновлення основних засобів.

Друга складова відображає загальну суму інвестицій, які необхідно здійснити компанії в поточному періоді.

Остання складова відповідає величині витрат, пов'язаних з покриттям основної частини процентного боргу та виплати дивідендів власникам привілейованих акцій.

Таким чином, оцінка фундаментальної вартості акціонерного капіталу може бути отримана як поточна вартість грошового потоку на акціонерний капітал. При цьому дисконтування здійснюється за ставкою, що відображає альтернативні витрати залучення акціонерного капіталу, яку називають вартістю акціонерного капіталу. Остаточо, формула для оцінки вартості акціонерного капіталу на основі зазначеного грошового потоку буде виглядати наступним чином:

$$CE = \sum_{t=0}^N \frac{FCFF_t}{(1+k_e)^t} + \frac{CV_e}{(1+k_e)^N}, \quad (9)$$

де CE – оцінка фундаментальної вартості акціонерного капіталу;

$FCFF_t$ – грошовий потік на акціонерний капітал на кінець року t;

k_e – витрати на залучення коштів акціонерів;

CV_e – вартість акціонерного капіталу на момент завершення прогнозного періоду (подовжена вартість акціонерного капіталу).

При цьому визначення величини продовженої вартості акціонерного капіталу здійснюється в рамках підходів, аналогічних методам визначення продовженої вартості основної діяльності компанії.

Запропонована модель аналізу фундаментальної вартості компанії-цілі дозволить:

- виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що лежить в основі оцінок вартості компанії із загального потоку грошових коштів від господарської діяльності;
- використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

Слід зазначити, що розглянута вище модель не позбавлена певних теоретичних припущень. До них можна віднести наступні:

- модель є детермінованою і припускає, що грошовий потік і можлива величина продовженої вартості міняються регулярним чином;
- величина вільного грошового потоку буде рости з постійним темпом g, починаючи з останнього моменту часу, що входить в прогнозний період.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Отже, було з'ясовано, що особливий попит на оцінку і аналіз впливу операцій на ринку M & A на вартість бізнесу 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 [3, с. 438]. Це, перш за все, свідчить про помилки, допущені при плануванні операцій, головним чином, при неправильній оцінці вартості

компаній. Запропонована модель дає можливість виправити цей недолік і визначити фундаментальну вартість компанії, яка цікавить кожного інвестора. Це підтверджує важливість і актуальність вибраного напрямку дослідження, теоретичну та практичну значимість отриманих результатів та відкриває нові горизонти для пошуку та наукових відкриттів.

Література

1. Загальні засади оцінки майна і майнових прав [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>

2. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. – John Wiley & Sons, 3rd ed., 2012. – 974 p.

3. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. – Пер. с англ. 3-е изд., перераб. и доп. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2005. – 576 с.

1. Zagal`ni zasady` ocinky` majna i majnovy`x prav [Elektronny`j resurs] – Rezhym`m dostupu: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>

2. Kouplend T. Stoy`most` kompany`j: ocenka y` upravleny`e. – Per. s angl. 3-e y`zd., pererab. y` dop. / T. Kouplend, T. Koler, Dzh. Muryn. – M.: ZAShh «Oly`mp – By`znes», 2005. – 576 s.

Рецензент: Величко Г.О., д.е.н., професор Одеського національного економічного університету.

23.04.2014

УДК 338.246+005.334

Хома Ірина, Хамітова Ірина

ФІНАНСОВІ РИЗИКИ: ПРИНЦИПИ УПРАВЛІННЯ ТА МЕХАНІЗМИ НЕЙТРАЛІЗАЦІЇ

У статті досліджено сутність понять «ризик підприємства», «управління фінансовими ризиками», «принципи управління фінансовими ризиками», «нейтралізація фінансових ризиків». Увагу приділено значним змінам, які відбуваються в країні, та актуальним питанням нейтралізації ризиків для підвищення ефективності функціонування економічної системи підприємства. Встановлено, що при виявленні найменшої ознаки наявності ризику на суб'єкті господарювання, слід якомога швидше застосувати заходи для зменшення його впливу на основну діяльність підприємства. Запропоновано структурований поетапний аналіз фінансового ризику з метою прийняття правильного управлінського рішення щодо його вчасної нейтралізації. Узагальнено джерела виникнення ризиків та негативні наслідки їх прояву. Встановлено взаємозв'язок прояву ризику на основні фінансово-економічні результати підприємства, зокрема на основні показники рентабельності: рентабельності поточних активів, рентабельності власного капіталу, рентабельності продаж та виробничої рентабельності.

Ключові слова: фінансові ризики, підприємство, фінансово-господарська діяльність, принципи управління, стратегія уникнення ризику, механізми нейтралізації.

Хома Ірина, Хамітова Ірина

ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ: ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ И МЕХАНИЗМЫ НЕЙТРАЛИЗАЦИИ

В статье исследована сущность понятий «риск предприятия», «управление финансовыми рисками», «принципы управления финансовыми рисками», «нейтрализация финансовых рисков». Внимание уделено значительным изменениям, которые происходят в стране, и актуальным вопросам нейтрализации рисков для повышения эффективности функционирования экономической системы предприятия. Установлено, что при обнаружении малейшего признака наличия риска у субъекта хозяйствования, следует как можно скорее принять меры для уменьшения его влияния на основную деятельность предприятия. Предложен структурированный поэтапный анализ финансового риска с целью принятия правильного управленческого решения по его своевременной нейтрализации. Обобщены источники возникновения рисков и негативные последствия их проявления. Установлена взаимосвязь проявления риска на основные финансово-экономические результаты предприятия, в частности, на основные показатели рентабельности: рентабельности текущих активов, рентабельности собственного капитала, рентабельности продаж и производственной рентабельности.