

МЕТОДОЛОГІЯ ФІНАНСОВОЇ ОЦІНКИ ДІЯЛЬНОСТІ ПУБЛІЧНИХ КОМПАНІЙ ТА ПРИВАТНИХ КОРПОРАЦІЙ

Сформульовано принципову різницю між оцінкою публічних компаній і приватних корпорацій. Розглянуто модель Гордона для оцінки акцій та наведено її недоліки, які обмежують її використання для вирішення загальної проблеми. Проаналізовано технічні прийоми оцінки поточної вартості інвестицій. Доведено вплив процесу злиття або поглинання на вартість компанії.

The article formulates the fundamental difference between the assessment of public companies and private corporations. It was considered the Gordon's model for the assessment of shares and listed its disadvantages that limit its usage to solve common problems. It analyzes techniques for assessing the current value of investments and proves the effect of a merger or acquisition on shareholder value.

Ключові слова: дивіденди, акція, ліквідність, дисконт, синергічна вигода.
Key words: dividends, share, liquidity, discount, synergetic benefit.

ВСТУП

Можна наголосити, що оцінка приватних компаній виявляється значно важчою за оцінку публічних компаній, головним чином, тому, що великі обсяги інформації та доступність звітів, характерні для великих публічних компаній, в їх приватних аналогах відсутні. Аналітику приватної корпорації може бути потрібно провести більшу кількість первинних досліджень, ніж аналітику публічної компанії. Методи та вид і обсяги інформації, що використовуються при оцінці приватних компаній, можуть розрізнятися у різних аналітиків більшою мірою, ніж це спостерігається в дослідженнях публічних компаній. З цієї причини слід проявляти велику обережність, розглядаючи результати таких аналізів.

Методологія фінансової оцінки. Сформулюємо дві очевидні принципальні різниці між оцінкою публічних компаній і приватних корпорацій:

1. Для публічних компаній існує активний ринок, тоді як акції приватних корпорацій не торгуються.

2. Наявні суттєві відмінності в доступності та надійності фінансової інформації (деякі з цих відмінностей обумовлені зусиллями компаній, особливо приватних, до мінімізації оподаткованого доходу, а також вимогами щодо публічних компаній особливим чином розкривати певні фінансові дані, тоді як приватні компанії з такими вимогами не стикаються).

Проаналізуємо основні методи та підходи до оцінок спочатку публічних компаній. Вартість їх акцій можна легко визначити, розглянувши ціни, за якими вони торгуються на ринку. Проте навіть ця ціна може неточно відображати вартість компанії, що виникне при погли-

нанні. Щоб глибше зрозуміти це, необхідно розглянути традиційні методи оцінки акцій.

Однієї з найбільш часто використовуваних є модель Гордона для оцінки акцій, заснована на дивідендних виплатах (Gordon Stock Dividend Valuation Model). Ця модель визначає вартість звичайної акції на основі поточної вартості дивідендів, що будуть отримані на неї. Модель Гордона може визначати різні значення вартості акції залежно від припущень про очікуване зростання чи коливання дивідендів і має декілька недоліків. Найсуттєвіші серед них такі:

— що робити з компаніями, які не виплачують дивідендів (адже іноді було б доцільнішим не виплачувати прибуток у формі дивідендів, а реінвестувати його в свій бізнес);

— вона розглядає лише невелику кількість факторів, тим часом може виникнути необхідність вийти за рамки історичних темпів зростання дивідендів (у минулому) і розглянути багато інших чинників, що впливають на їх майбутнє зростання (зокрема, при визначенні адекватної ставки дисконтування необхідно оцінити ризикованість компанії, а її ризик, що залежить від багатьох умов, може стати однією з причин, за яких ринок визначить абсолютно іншу оцінку дійсної вартості акцій);

— модель Гордона враховує потік дивідендів для певної кількості акцій, що знаходяться в обігу, тому її оцінка суттєво залежить від зміни їх кількості, що може статися в результаті подальшої емісії та створення прибутків цим додатковим акціонерним капіталом.

У результаті слід підкреслити, що модель Гордона для дивідендної оцінки акцій хоча й є зручним робочим інструментом, але притаманні їй спрощуючі властивості

обмежують її використання. Вона займає центральне місце в більшості навчальних посібників з корпоративних фінансів, але в аналізі з метою злиття й поглинання компаній не повинна бути домінуючою.

Інша характеристика оцінки акції — це її ліквідність. Ліквідність звичайних акцій буває найрізноманітнішою, адже акції публічних компаній торгуються як на організованих біржах, так і на позабіржовому ринку.

Ринок, на якому торгується цінний папір, є важливим елементом процесу його оцінки. Чим ширший ринок і чим більший денний обсяг торгів, тим більш ліквідний цінний папір. Це означає, що при бажанні продати акцію, якщо вона активно торгується на організованій біржі, існує краща нагода продати їх велику кількість без значного зниження ціни. Проте якщо акція рідко торгується і тільки на позабіржовому ринку, її котирування буде менш надійним. Продавець може виявитися не в змозі продати великий пакет акцій навіть за ціною, близькою до останнього котирування. Точна вартість акції не може бути визначена, поки не будуть зроблені пропозиції на весь пакет.

Певна розвинутість ринку є важливим визначальним фактором ліквідності цінного паперу. Недолік ліквідності є ще одним елементом ризику, який повинен бути врахований в ціні акції. Це можна зробити, коректуючи ставку дисконтування, що використовується для приведення дивідендів до поточної вартості. Чим більше ризик, тим вище ставка дисконтування і тим нижче ціна акції.

Про розвинутість ринку можна судити, аналізуючи акції, що беруть участь у торгах, і коли число акцій у вільному обігу невелике, будь-яке несподіване збільшення обсягу торгів може значно вплинути на їх курс. Це ще один елемент ризику, який необхідно враховувати.

Схожий вплив на ціну, яку покупець готовий заплатити за цінний папір, що торгується на позабіржовому ринку, демонструє рівень концентрації цінних паперів у певних груп продавців, які можуть бути, зокрема, колишніми власниками компаній, що лише недавно стали публічними, і тому великі пакети їх акцій все ще знаходяться у власності членів сім'ї. Така концентрація акцій перетворює можливість успішного поглинання компанії із зовні на менш вірогідну, звичайно, якщо це не дружня операція. Чим більша концентрація цінних паперів у противників поглинання, тим більш проблематичним і дорогим воно може виявитися.

Крім моделі Гордона, аналогічні розрахунки, але з використанням грошових потоків або прибутку замість дивідендів застосовуються в методі оцінки акцій на основі дисконтованих грошових потоків.

Багато технічних прийомів, що використовуються при бюджетуванні капіталовкладень, придатні й для оцінки грошових потоків публічних компаній. Це логічно, оскільки оцінка з метою злиття може розглядатися саме як процес бюджетування капіталовкладень. Точність результатів цих методів залежить від вибраної ставки дисконтування. Ця ставка може корегуватися для врахування характеристик ризику продавця. Для компаній з більш високим ризиком характерні більш високі ставки дисконтування і навпаки.

У сфері корпоративних фінансів використовуються

різні технічні прийоми оцінки поточної вартості інвестицій, що створюватимуть грошові потоки в різні майбутні періоди часу. Ці технічні прийоми традиційно розглядаються в рамках процесу ухвалення рішень з бюджетування майбутніх капіталовкладень, коли компанія інвестує певні суми капіталу в проект, який генеруватиме чисті грошові потоки в майбутньому. Аналіз поглинання компанії є аналітичним процесом схожого типу. Замість інвестування капіталу в проект, наприклад, у нові виробничі потужності, поглинаюча компанія інвестує капітал в певну компанію-мету. Як основна техніка аналізу при цьому використовуються чиста поточна вартість (net present value, NPV) і внутрішня норма прибутковості (internal rate return, IRR). NPV передбачуваного поглинання є поточною вартістю майбутніх грошових потоків компанії-мети, дисконтованих за відповідною процентною ставкою, з врахуванням ціни придбання. IRR є ставкою дисконтування, що зрівнює поточну вартість грошових потоків з вартістю придбання.

Вартість грошей з часом змінюється: наступного року долар буде коштувати менше за теперішнього, бо він міг бути інвестований і протягом року приніс би прибуток — наступного року він коштував би вже більше за один долар. Наскільки менше коштуватиме долар наступного року, залежить від норми прибутковості, яку він міг би забезпечити. Чим довше використовуються кошти, тим більше доходу вони приносять. Процес отримання доходу підсилюється тим фактом, що інвестор може заробляти відсотки на відсотках. Такий процес називається складним відсотком. Рівність $FV = PV(1+r)^n$ показує, як зростатиме майбутня сума грошей, інвестованих за відсотковою ставкою r на протязі n періодів часу, де:

FV — майбутня вартість;

PV — поточна вартість;

r — ставка дисконтування;

n — число періодів.

Процес, що дозволяє визначити сьогоднішню вартість деякої кількості грошей в майбутньому, називається дисконтуванням. Цей метод може застосовуватися не тільки до окремої суми грошей в майбутньому, але й до потоку доходів, що отримуються в різні періоди часу. Такий процес описується виразом:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{FV_i}{(1+r)^i}.$$

Формула чистої поточної вартості NPV стосовно вільних грошових потоків представляється таким рівнянням:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i} - P_A,$$

FCF_i — вільний грошовий потік, отриманий в i -й період;

P_A — ціна придбання;

r — ставка дисконтування;

n — число періодів, протягом яких придбана компанія буде, як планується, створювати грошові потоки.

Загальне правило бюджетування капіталовкладень полягає в тому, що, якщо чиста поточна вартість NPV проекту або поглинання більше нуля, то проект слід приймати. Але при цьому треба враховувати, чи буде це поглинання доцільним і з погляду всіх інших істотних

критеріїв. Якщо поглинаюча компанія розглядає декількох потенційних кандидатів на поглинання, їй слід вибирати кандидата з більш високою *NPV*.

Що ж стосується вибору адекватної ставки дисконтування для розрахунку *NPV* компанії-мети, то для цього необхідне визначення ризикованості мети. Як і інші форми капіталовкладень, поглинання є ризикованою процедурою, а процес дисконтування дозволяє оцінювати ризик проекту капіталовкладень або поглинання саме через свою ставку. При цьому чим ризикованіший варіант інвестування, тим більшою повинна бути ставка дисконтування; чим вища ця ставка, тим нижча поточна вартість прогнозованих грошових потоків.

Слід ще проаналізувати роль арбітражерів у процесі злиття й поглинань компаній та їх вплив на ціну компанії-мети.

Коли розповсюджуються чутки про те, що якась компанія стане метою поглинання, її акції починають концентруватися в ризикових арбітражерів, що виступають інституційними інвесторами, які грають на вірогідності того, що компанія кінець кінцем буде поглинена. Коли це відбувається, власники акцій, включаючи арбітражерів, одержують премію. Коли арбітражери починають акумулювати акції, їх ціна зазнає висхідний тиск. Цей ефект має тенденцію компенсувати знижки на покупку великих пакетів акцій, які можуть одержувати офіційні установи. Чистий результат процесу покупки акцій арбітражерами полягає в збільшенні ціни компанії-мети при одночасному збільшенні вірогідності того, що вона буде поглинена, бо вірогідність її поглинання дійсно збільшується, оскільки тепер більше число акцій концентрується в руках меншого числа інвесторів, полегшуючи цим покупку великих акційних пакетів. Крім того, враховуючи, що арбітражери прагнуть якнайшвидше реалізувати прибуток на свої інвестиції, вони стають дуже активними продавцями, якщо, звичайно, ціна їх влаштовує. Отже, діяльність ризикових арбітражерів може суттєво допомагати цілеспрямованому покупцеві.

Звичайно, на ціну компанії-мети впливають не тільки дії арбітражерів, але й, як вже зазначалося, поява навіть тільки чуток про можливість певної компанії стати метою поглинання, як правило, одразу помітно підвищує її ціну.

Вплив злиття й поглинань на вартість компанії був предметом багатьох наукових досліджень, особливо на початку 80-х років, проте їх результати виявилися актуальними й для більш пізніх періодів.

ВИСНОВКИ

Ці дослідження дозволили сформулювати п'ять наступних загальних висновків.

1. Акціонери компанії-мети одержують від угод про злиття позитивну прибутковість. Ряд досліджень показав [1—4], що при дружніх пропозиціях власники звичайних акцій компанії-мети одержують статистично досить значну позитивну аномальну прибутковість, джерелом якої можуть бути отримувані ними премії.

2. Акціонери цільової компанії можуть одержувати ще більш значну позитивну прибутковість від тендерних пропозицій. Власники звичайних акцій компанії — мети ворожої тендерної пропозиції — також одержують статистично значущу позитивну прибутковість [5], бо процес ворожих торгів може створювати конкурент-

не середовище, яке підвищує заявку купуючої компанії та забезпечує ще більшу прибутковість для акціонерів компанії-мети, ніж за дружньої угоди.

3. Власники облігацій та привілейованих акцій компанії-мети також вииграють від поглинань компанії-емітента, тому що поглинаюча компанія звичайно більша за компанію-мету і злиття з покупцем як додатковим джерелом захисту повинне знижувати ризик привілейованих акцій та облігацій і робити їх більш цінними. Але як і в ситуації з впливом на звичайні акції компанії-мети, цей висновок залишається на рівні інтуїції.

4. Акціонери купуючої компанії мають тенденцію одержувати в результаті злиття нульову або навіть негативну прибутковість. Вони найчастіше не вииграють матеріально, коли їх компанії займаються поглинаннями [6—7]. Ймовірно, це свідчить, що ринки виражають скептицизм відносно того, що покупець зможе досягти синергічних вигод, здатних перекрыти сплачену за компанію-мету премію. Різниця в поведінках акцій компанії-покупця і компанії-мети зумовлена тим, що компанії-покупці звичайно більші за компанії-цілі.

5. Акціонери поглинаючих компаній, звичайно, не одержують підвищення прибутковості від тендерних пропозицій або таке підвищення виявляється незначним. Є деякі свідчення, що прибутковість акціонерів поглинаючої компанії в результаті ворожих пропозицій варіюється від злегка позитивної до нульової.

Слід зауважити, що більшість цих досліджень була орієнтована на короткострокові часові рамки, що не перевищували декілька місяців до і після заявки на злиття. Справа в тому, що дослідження довгострокового впливу злиття й поглинань на акціонерів купуючої компанії і компанії-мети проводити набагато складніше через вплив великої кількості сторонніх факторів, подій та угод, що можуть відбутися впродовж тривалого періоду часу. Та все ж в останні роки дослідники почали концентрувати увагу й на довгострокових наслідках злиття.

Література:

1. Dennis D.K., McConnell J.J. Corporate Mergers and Security Returns // Journal of Financial Economics. — 16, No.2. — 1986. (June). — P. 143—187.
2. Asquith P. Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns // Journal of Financial Economics. — 11. — 1983. — (April). — P. 51—83.
3. Asquith P., Kim E.H. The Impact of Merger Bids on Participating Firm's Security Holders // Journal of Finance. — 1982. — № 37. — P. 121—139.
4. Dodd P. Merger Proposals, Management Discretion and Shareholder Wealth // Journal of Financial Economics. — 8. — 1980. — No.2. (June). — P. 105—138.
5. Bradley M., Desai A., Kim E.H. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers // Journal of Financial Economics. — 11, No.1—4. — 1983. — April. — P. 183—206.
6. Malatesta P.H. The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms // Journal of Financial Economics. — 11, № 1—4. — 1983. (April). — P. 155—182.
7. Varaiya N.P. An Empirical Investigation of the Bidding Firm's Gains from Corporate Takeovers // Research in Finance. — № 6. — 1986. — P. 149—178.

Стаття надійшла до редакції 24.05.2011 р.