

ФІНАНСИ УКРАЇНИ



5 2008

Долінський Л.Б.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіко-математичних методів
ДВНЗ "Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана"

ТЕОРЕТИЧНЕ ПІДҐРУНТЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ОЦІНКИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Висвітлено питання інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні. Розглянуто й узагальнено класичні концепції ціноутворення на ринку капіталів. На їх основі побудовано конструктивний алгоритм інвестиційного аналізу, що враховує специфічні властивості української фінансової системи.

The article is dedicated to the questions of securities valuation in Ukraine. The classical price formation theories in capital markets are analyzed and generalized. The constructive algorithm of investment analysis, that takes into account the specific features of Ukrainian financial system, is developed on the basis of classical theories.

Незважаючи на вражаючі темпи зростання фінансового сектору української економіки, можна стверджувати, що національний фондовий ринок перебуває лише на стадії становлення і має специфічні риси, які вирізняють його з-поміж розвинених ринків. До основних негативних чинників, що заважають його розвитку, можна віднести низький рівень інформаційної прозорості ринку, недостатню ліквідність наявних фінансових інструментів та високу ризикованість переважної більшості фінансових операцій. Такий стан економічного середовища не дозволяє імплементувати класичні світові підходи інвестиційної оцінки до української дійсності, отже, потребує врахування специфічних властивостей національного фінансового ринку.

Проблемними питаннями аналізу цінних паперів і фондового ринку займалися такі вітчизняні та зарубіжні науковці, як А. Дамодаран, Т.Б. Бердникова, Е.С. Бредлі, Р.А. Брейлі, В.А. Галанов, Ю.Я. Кравченко, І.Я. Лукасевич, С.С. Майєрс, О.Г. Мендрул, О.В. Мертенс, О.М. Мозговий, А.А. Пересада, В.П. Попков, В.Н. Русинов, В.С. Торкановський, Р.Д. Тьюлз, У.Ф. Шарп та інші. Разом з тим питання інвестиційної оцінки цінних паперів в Україні розкрито недостатньо, що пояснюється майже повною відсутністю в зазначених працях адекватних моделей та конструктивних алгоритмів інвестиційної оцінки, адаптованих до українських реалій.

Метою даної статті є узагальнення і порівняльний аналіз класичних методологічних підходів інвестиційної оцінки та концепцій ціноутворення на ринку цінних паперів, а також побудова на їх основі конструктивного алгоритму оцінювання, який враховував би специфічні властивості української фінансової системи.

Проведення інвестиційної оцінки, насамперед, передбачає обчислення інвестиційної вартості цінних паперів. Уточнімо визначення цього поняття.

© Долінський Л.Б., 2008

Інвестиційна (внутрішня) вартість цінного папера — це грошовий еквівалент його інвестиційних якостей, управлінських можливостей та інших властивостей, цінність яких залежить від конкретних цілей і методів оцінки.

Необхідно чітко усвідомлювати, що оціночні процедури дозволяють визначити лише *інвестиційну вартість* (оціночну величину, що показує, скільки *повинен коштувати* цей актив виходячи з його властивостей), а не *ринкову ціну* цінного папера (фактично сплачену величину, що показує, скільки він *реально коштує*). Таким чином, *інвестиційна вартість* устанавлюється суб'єктивно, тобто є лише думкою професійного оцінювача, потенційного покупця (інвестора) або продавця (емітента), а *ціна* відображає реальні умови здійсненої ринкової угоди, тобто об'єктивно фіксується (сплачується).

Одним з основоположних понять у міжнародних і національних стандартах оцінки є поняття справедливої ринкової вартості. Узагальнюючи основні дефініції з цього приводу, можна сказати, що **справедлива ринкова вартість (fair market value)** — це найбільш імовірна ціна комерційної угоди на відкритому ринку в умовах конкуренції, коли обидві сторони угоди діють розсудливо і без примушення, у власних інтересах, володіючи всією необхідною інформацією стосовно предмета угоди.

Оцінювання цінних паперів неможливе без чіткого усвідомлення двох суттєвих моментів, від яких залежатимуть його методи і моделі:

- вид і тип цінного папера, що аналізується, його правові особливості;
- цілі проведення аналізу та інвестиційні характеристики цінного папера (дохідність, ризикованість, ліквідність тощо), визначальні в його аналізі.

Неправильний вибір передумов аналізу, його висхідних величин і прийнятої системи гіпотез, незважаючи на обсяги здійсненої роботи, може призвести до негативних результатів.

У загальному випадку оцінка інвестиційної вартості та інших ринкових (інвестиційних) характеристик цінних паперів ґрунтується на таких основоположних принципах:

- застосування базових методологічних підходів оціночної діяльності, що відображені у Національних стандартах оцінки¹;
- урахування впливу загальних економічних законів, що діють на фондовому ринку (закон попиту та пропозиції, закон граничної корисності, закон ринкової конкуренції тощо);
- урахування теоретичних концепцій ціноутворення та ціноутворюючих чинників, що мають місце на фондовому ринку.

Зрозуміло, що використання цих принципів є обов'язковою умовою інвестиційного аналізу, але не завжди достатньою, оскільки специфіка оцінювання того

¹ Див.: Національний стандарт № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" — затверджено Постановою Кабінету Міністрів України № 1440 від 10.09.2003 р.; Національний стандарт № 3 "Оцінка цілісних майнових комплексів" — затверджено Постановою Кабінету Міністрів України № 1655 від 29.11.2006 р.

чи іншого виду цінних паперів може вимагати додаткових аналітичних методів та інструментів.

Отже, згідно з Національним стандартом № 3 "Оцінка цілісних майнових комплексів", для проведення оцінки цілісних майнових комплексів, паїв та цінних паперів застосовуються такі основні методичні підходи:

- майновий;
- дохідний;
- порівняльний.

Їхня суть та основні методи, застосовувані в рамках цих підходів, у стислій формі наведено у табл. 1.

Таблиця 1. Концептуальні методичні підходи до експертної оцінки вартості цінних паперів

Підхід	Основоположна концепція	Основні методи
Майновий	Концепція накопичення чистих активів	Метод накопичення активів Метод очікуваного результату ліквідації
Дохідний	Концепція вартості грошей у часі	Дисконтування чистих грошових надходжень
Порівняльний	Концепція ринкових аналогів	Метод ринку капіталу (ринкова капіталізація) Метод ринкових угод (аналогів продажу)

Зазначимо, що майновий підхід застосовують, насамперед, до низьколіквідних цінних паперів, які не мають вільного обігу на ринку. Найчастіше при цьому визначають лише *ліквідаційну* вартість цінних паперів як частку від загальної залишкової вартості бізнесу (цілісного майнового комплексу). Отже, цей підхід не відповідає цілям нашого дослідження, оскільки ми розглядаємо інвестиційну вартість *ринкових* цінних паперів.

Порівняльний підхід передбачає наявність репрезентативної статистичної бази ринкових аналогів. Така інформаційна статистична база в Україні лише починає накопичуватися, причому її формуванню заважає ряд суттєвих факторів. Експертні дослідження інформаційної прозорості українських компаній у 2007 році, проведені агентством "Standart & Poor's" і Агентством фінансових ініціатив², свідчать, що 95,9 % найбільших українських компаній мають хоча б одного мажоритарного акціонера, який володіє більш як 25 % акцій. Зрозуміло, що за такої високої концентрації пакетів акцій власники не зацікавлені в підвищенні фінансової прозорості компаній та встановленні реальної ринкової капіталізації належних їм активів. Таким чином, застосування порівняльного підходу поки що можливе лише в поодиноких випадках, причому за умов введення додаткових коригуючих коефіцієнтів (так званих надбавок за контроль, знижок за відсутність контролю над підприємством тощо).

² За матеріалами круглого столу "Інформаційна прозорість українських компаній у 2007 році", який пройшов у Києві 21.12.2007 р.

Єдиним методичним підходом, який, на нашу думку, дає адекватні в українських умовах результати, є дохідний підхід, що передбачає дисконтування чистих грошових надходжень (доходів) від здійснених фінансових інвестицій. Фактично, інвестор має два основних джерела доходів від капіталовкладень у цінні папери:

- кошти, виплачені емітентом (купонні виплати по облігаціях, дивіденди по акціях);
- спекулятивний дохід, отриманий за рахунок зростання ринкових цін цих цінних паперів.

Ці два джерела доходів мають принципово різну природу. Перше джерело залежить від надійності та політики виплат емітента, дохід з нього іноді може бути нульовим, але не може бути від'ємним. Друге джерело залежить від ринкової кон'юнктури і, за умов падіння ринкових цін, може призвести навіть до від'ємних значень, тобто до збитків інвестора. Отже, інвестиційний аналіз має включати ще й оцінювання доходів від капіталовкладень у цінні папери на основі прогнозування майбутніх ринкових тенденцій та ринкових цін фінансових активів.

Вплив основоположних загальних тенденцій на ринкову вартість і дохідність певних цінних паперів роками досліджувався на розвинених фінансових ринках. У результаті було сформульовано *концепції ціноутворення на ринку капіталів*, характерні для всіх ринкових активів.

Систематизація та узагальнення праць провідних західних економістів³ дозволили виокремити *12 класичних концепцій ціноутворення*, на основі яких будується інвестиційна оцінка фінансових інструментів на розвинених фондових ринках. Сутність цих концепцій у стислій формі викладено в табл. 2.

Проаналізуємо можливість і доцільність застосування класичних концепцій ціноутворення в українських умовах.

З наведених у табл. 2 концепцій ціноутворення, на наш погляд, найбільш конструктивними є концепції 1—4, оскільки вони містять конкретні кількісні моделі оцінки вартості та (або) дохідності цінних паперів. Побудовані на цих концепціях моделі також об'єднує те, що як висхідна величина в них фігурує середньоринкова норма дохідності (ставка дисконтування).

Зазначимо, що для коректних обчислень середньоринкової дохідності необхідно мати відповідну репрезентативну статистичну вибірку достовірних даних щодо ринкових дохідностей цінних паперів, які мають вільний обіг. Зрозуміло, що таку вибірку можна отримати лише в умовах активного, високоліквідного,

³ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2004; Бригхем Е.Ф. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. — К.: Молодь, 1997; Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007; Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2001.

Таблиця 2. Основні концепції ціноутворення на ринку капіталів

№ п/п	Назва концепції	Сутність концепції
1	2	3
1.	Концепція вартості грошей у часі	Виходить з того, що на ринку завжди є деякі альтернативні можливості для інвестування, які забезпечують деяку норму дохідності інвестицій. Оцінка грошових сум, що певним чином розміщені в часі, полягає в їхньому приведенні (дисконтуванні) до одного моменту часу з урахуванням середньоринкової норми дохідності альтернативних варіантів інвестування з аналогічним ступенем інвестиційного ризику та строком інвестування
2.	Концепція адитивності сукупної вартості	Ґрунтується на <i>постулаті збереження вартості</i> — вартість цілого дорівнює вартості його складових частин, тобто неможливо збільшити ринкову вартість активу простим складанням двох окремих активів, якщо при цьому не збільшити сукупний грошовий потік, що генерують ці активи. Якщо ж у результаті злиття декількох активів вдалося збільшити сукупний грошовий потік, кажуть про <i>синергетичний ефект</i>
3.	Концепція структури капіталу	Ґрунтується на <i>постулаті Модільяні-Мілера</i> — в умовах ідеального ринку (тобто без урахування податків та операційних витрат) доки зміни в структурі капіталу (співвідношення власного і залученого капіталу) не впливають на величину сукупного грошового потоку, доти вони не впливають на ринкову вартість компанії. На цьому принципі побудовано модель середньозваженої вартості капіталу
4.	Концепція систематичного ринкового ризику	В умовах ринкової рівноваги дохідності всіх активів мають бути розташовані вздовж лінії ринкової дохідності згідно з індивідуальними значеннями показника систематичного ризику β ("бета"), який характеризує інтенсивність зміни дохідності певного фінансового інструменту в разі зміни середньоринкової дохідності. На цьому принципі побудовано модель оцінки довгострокових активів <i>CAPM</i> , або модель бета-коефіцієнтів
5.	Концепція раціональних сподівань (класична теорія фондових цін)	Основною причиною зміни ринкових цін і процентних ставок є очікування інвесторами майбутніх змін ринкової вартості фінансових інструментів, змін у ставках дохідності (зміна купонних ставок по облігаціях, розміру дивідендів по акціях), змін у фінансовому становищі компаній-емітентів і змін загального стану фінансового ринку. Наприклад, очікувана майбутня дохідність є лише усередненим відображенням прогнозу інвесторів стосовно майбутніх процентних ставок
6.	Концепція інфляційних очікувань	Є розвитком концепції раціональних сподівань. Гласить, що при оцінці майбутніх ставок дохідностей фактором, який необхідно враховувати в першу чергу, є прогнозований (сподіваний) темп інфляції. На цьому принципі побудовано модель Фішера, яка пов'язує між собою номінальну процентну ставку, очікуваний темп інфляції та реальну процентну ставку
7.	Концепція переваги ліквідності	Виходить з того, що за своєю природою довгострокові інвестиції є більш ризиковими (більш мінливими) і менш ліквідними. Таким чином, довгострокове інвестування можливе за умов наявності додаткової премії за меншу ліквідність грошей, яка виражена в більшій ставці дохідності довгострокових цінних паперів порівняно з короткостроковими
8.	Концепція ринкової сегментації	На відміну від концепції переваги ліквідності, стверджує, що існують групи інвесторів з певними вподобаннями щодо тих чи інших фінансових інструментів, для яких цінні папери з різними строками обігу не є абсолютними замінниками. Таким чином, якщо існують великі групи інвесторів, які працюють з фінансовими інструментами лише визначеного строку до погашення, то процентна ставка по кожному активу з певним строком погашення визначатиметься попиту і пропозицією саме на цьому сегменті ринку
9.	Концепція інформаційної ефективності	Згідно з цією концепцією, ефективним вважається ринок, ціни на якому в будь-який момент часу відображають усю наявну на ринку інформацію і майже миттєво реагують на появу нової інформації. Фактично, на ефективному ринку немає суттєво недооцінених або переоцінених активів, тобто ринкова ціна активу дорівнює його інвестиційній (внутрішній) вартості. Виокремлюють три рівні ефективності ринку: — сильна (чітка) форма ефективності ринку — ринкові ціни відображають абсолютно всю наявну інформацію щодо певного активу з усіх можливих джерел, включаючи ринкові очікування; — середня форма ефективності — ринкові ціни відображають не лише інформацію про ціни у минулому, але й всю загальнодоступну інформацію, опубліковану для інвесторів (у першу чергу — фінансові звіти); — слабка форма ефективності — ринкові ціни відображають лише історичні (ретроспективні) дані щодо ринкових цін у минулому. На врахуванні ринкової інформації базуються моделі фундаментального і технічного аналізу

1	2	3
10.	Концепція асиметрії інформації (агентських відносин)	Є альтернативою концепції інформаційної ефективності, оскільки виходить із гіпотези, що один з контрагентів поінформований краще за іншого. Проблема взаємовідносин за конфлікту інтересів має місце між акціонерами (власниками) і менеджментом компанії, між інвесторами та емітентами. Такі взаємовідносини дістали назву <i>агентських відносин</i> . Як правило, в агентських відносинах лише одна із зацікавлених сторін має повний доступ до внутрішньої (<i>інсайдерської</i>) інформації, тобто можна говорити про нерівний доступ до інформації на ринку — про <i>асиметрію</i> інформації
11.	Концепція випадкових блукань (детермінованого хаосу)	Сучасні дослідження в галузі фінансів свідчать про суттєво обмежену інформаційну ефективність фінансових ринків, тому останнім часом активно розвивається альтернативна концепція, що дістала назву <i>теорії хаосу</i> . У загальному розумінні хаос — це відсутність будь-якого порядку, структури в умовах повної невизначеності. Наприклад, говорять, що рух цін фінансових інструментів являє собою випадкове (хаотичне) блукання
12.	Концепція структурних коливань	Динаміка ринкових цін та ставок дохідностей активів визначається певними коливаннями різної періодичності, характерними як для всього фінансового ринку, так і для його окремих фінансових інструментів. Розвиток економічної системи є циклічним і проходить декілька етапів якісних та кількісних структурних змін. На цій концепції базуються, зокрема, такі взаємодоповнюючі теорії: — теорія сезонних коливань (періодичність коливань — декілька місяців); — теорія часових економічних циклів (періодичність коливань — декілька років); — хвильова теорія Еліота (описує хвилі різної довжини починаючи від "субхвиль" з періодом коливань у декілька хвилин і завершуючи "довгими хвилями" з періодом 100 і більше років)

розвиненого фондового ринку, що, на жаль, не відповідає українським реаліям. Тому застосовувати кількісні методи і моделі, що ґрунтуються на концепціях 1—4, слід дуже обережно, з суттєвими обмеженнями, запроваджуючи додаткові коригуючі чинники. Причому, оскільки точність здобутих результатів буде невисокою, отримані оцінки можна розглядати лише як орієнтовні, тобто як такі, що потребують додаткових уточнень.

Концепції ціноутворення 5—8 визначають часову структуру процентних ставок дохідностей виходячи з різних гіпотез про поведінку інвесторів. Причому концепції 5, 6 і 8 є взаємодоповнюючими, а концепції 7 та 8 — взаємовиключними. Як і для будь-яких інших моделей часових рядів, точність прогнозу істотно залежить від довжини ряду послідовних спостережень, тому в Україні, за відсутності великої статистичної бази ринкових цін та дохідностей, точність прогнозу буде доволі низькою. Узагалі, на нашу думку, економетричні моделі, побудовані на основі концепцій 5—8, краще пояснюють поточні процентні ставки виходячи з минулого, ніж прогнозують майбутнє. У цілому експертна оцінка на основі концепцій 5—8 має ґрунтуватися на принципах *кумулятивної побудови*⁴. Стосовно вибору між альтернативними концепціями 7 та 8 на українському фінансовому ринку, в умовах обмеженої кількості ліквідних і достатньо надійних інструментів для інвестування, більш адекватною виглядає концепція ринкової сегментації, подана в табл. 2 під номером 8.

⁴ Про застосування методу кумулятивної побудови для оцінки ставок дохідностей див., наприклад: *Долінський Л.Б.* Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: Навч. посіб. — К.: Майстер-Клас, 2005.

Концепції ціноутворення 9—11 ураховують ступінь інформаційної розвиненості (ефективності) ринку й є альтернативними. Схему вибору належної концепції ціноутворення з огляду на інформаційну розвиненість ринку наведено на рис. 1.

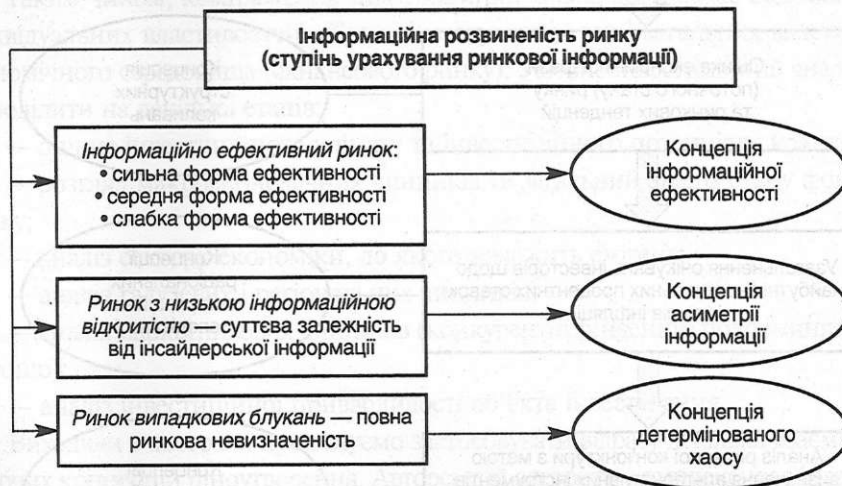


Рис. 1. Схему вибору концепції ціноутворення залежно від інформаційної розвиненості ринку

На нашу думку, сучасний стан українського фінансового ринку, а саме нерівний доступ до інформації, зловживання інсайдерською інформацією з метою маніпулювання ринковими цінами і дохідностями активів, якнайкраще описує концепція асиметрії інформації (№ 10). Основні моделі, що враховують ринкову інформацію, — це моделі технічного та фундаментального аналізу. Проте за такого низького рівня інформаційної ефективності застосування цих моделей не дасть цілком адекватних результатів. Отже, концепції 9—11 для України поки що становлять інтерес у суто теоретичному плані й не дозволяють перейти до конкретних конструктивних алгоритмів та моделей оцінювання.

Концепція структурних коливань (№ 12) є основоположною для багатьох економічних моделей факторного аналізу, які можуть значно різнитися між собою за набором змінних і статистичною вибіркою вихідних даних. Економіко-математичний апарат теорії структурних коливань перебуває в стадії активної розробки й удосконалення, що, безумовно, підкреслює актуальність та перспективність робіт у цьому напрямі. Проте, на нашу думку, поки що зарано говорити про масове впровадження структурних теорій в практику українського фондового ринку.

Розглянувши основні концепції ціноутворення на ринку капіталів, доцільно зауважити, що інвестиційна вартість цінних паперів великою мірою визначається не лише індивідуальними властивостями об'єкта інвестування, але й станом фондового ринку. Підвищення загальної капіталізації ринку спричиняє зростання

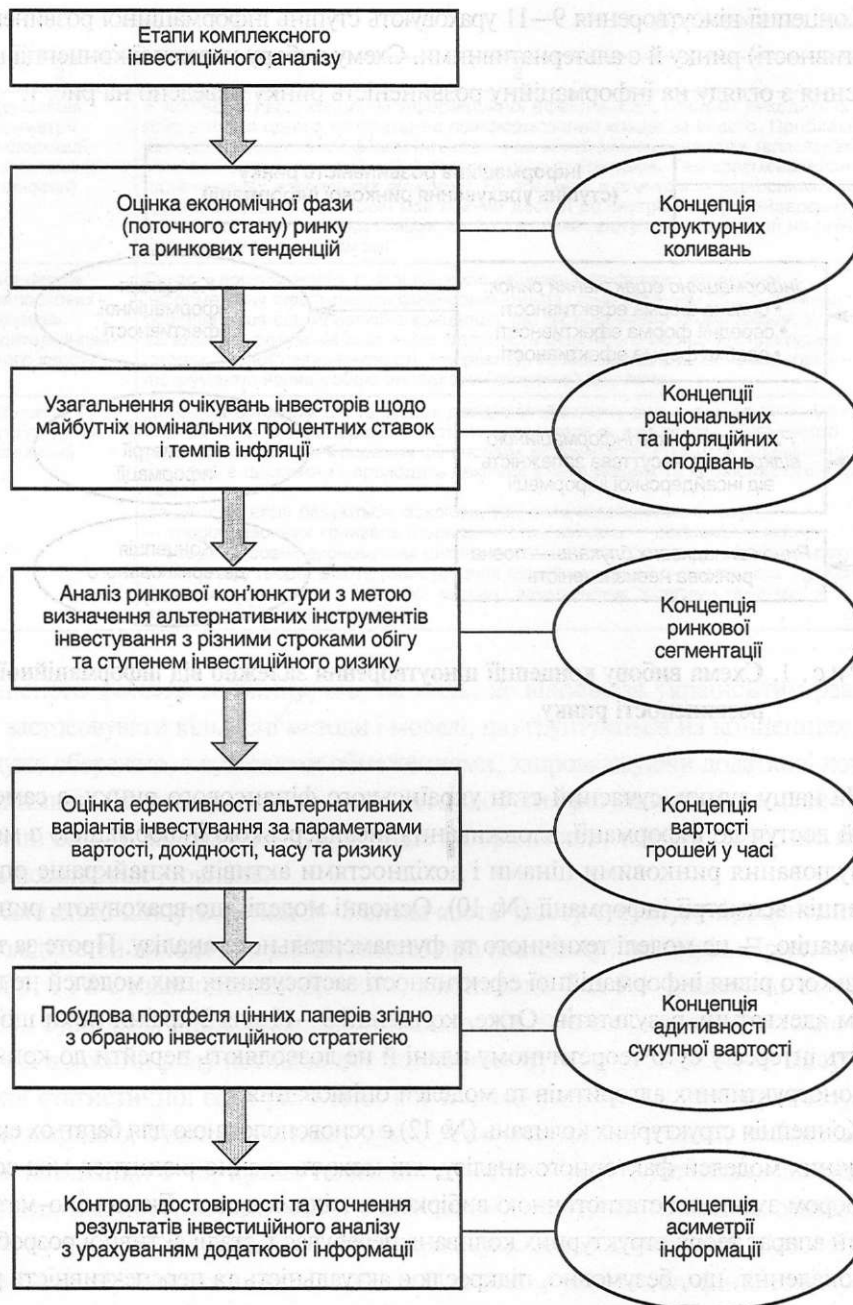


Рис. 2. Блок-схема узагальненого алгоритму комплексного інвестиційного аналізу

курсів переважної більшості ринкових активів, і навпаки — загальний ринковий спад виявляється у зменшенні ринкової вартості переважної більшості фінансових інструментів.

Таким чином, комплексний інвестиційний аналіз передбачає оцінювання як індивідуальних властивостей об'єкта інвестування, так і загальних властивостей економічного середовища (фінансового ринку). Умовно інвестиційний аналіз можна поділити на декілька етапів:

- оцінка інвестиційного клімату та інвестиційного потенціалу країни;
- розгляд макроекономічних чинників та загальний аналіз стану фондового ринку;
- аналіз сектору економіки, до якого належить емітент;
- аналіз галузевих і регіональних чинників;
- аналіз маркетингових чинників (конкурентні тенденції, положення на ринку тощо);
- аналіз інвестиційної привабливості об'єкта інвестування.

Виходячи з цього ми пропонуємо застосовувати відразу декілька взаємодоповнюючих концепцій ціноутворення. Авторський алгоритм комплексного інвестиційного аналізу з урахуванням основних концепцій ціноутворення наведено на рис. 2.

Наведений на рисунку алгоритм дає змогу проводити інвестиційну оцінку цінних паперів залежно від поточної кон'юнктури ринку й домінуючих ринкових тенденцій, враховуючи такі ринкові концепції ціноутворення, як вартості грошей у часі, адитивності сукупної вартості, раціональних та інфляційних сподівань, ринкової сегментації, асиметрії інформації, структурних коливань.

Ми вважаємо, що на сучасному етапі розвитку українського фондового ринку інші класичні концепції ціноутворення поки що є майже не застосовними. Подальше становлення в Україні цивілізованого, активного й ліквідного ринку цінних паперів дасть можливість повною мірою використовувати більш точні інструменти фінансового моделювання, зокрема фундаментальний та технічний аналіз (концепція інформаційної ефективності), моделі бета-коефіцієнтів (концепція систематичного ринкового ризику), моделі середньозваженої вартості капіталу (концепція структури капіталу) тощо.