

Фінанси, банківська справа та страхування

УДК 336.743:336.748

Сілова Яна Володимирівна

аспірант кафедри міжнародного бізнесу та фінансів

Національного технічного університету

"Харківський політехнічний інститут"

Силова Яна Владимировна

аспирант кафедры международного бизнеса и финансов

Национального технического университета

"Харьковский политехнический институт"

Silova Yana

Graduate Student of the

Department of International Business and Finance of the

National Technical University "Kharkov Polytechnic Institute"

ORCID:0000-0002-7387-3246

**ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ПІДХОДІВ ДО ВИЗНАЧЕННЯ
ОЦІНОЧНОЇ ВАРТОСТІ АКЦІЙ
СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПОДХОДОВ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ
ОЦЕНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ
COMPARATIVE ANALYSIS OF APPROACHES TO DETERMINING
THE VALUATION OF SHARES**

***Анотація.** У статті розкривається, що фінансовий ринок є невід'ємною частиною світової економіки в цілому і економіки кожної країни. Основними завданнями такого сегменту фінансового ринку, як фондовий ринок є перерозподіл коштів з одного боку - між компаніями, яким необхідно фінансування та з іншого - між інвесторами. Обґрунтовується, що фундаментальний підхід є одним з найбільш широко використовуваних*

методів вартісного аналізу і прогнозування ринкових змін цінних паперів на фондовому ринку. У статті вказується, що на даному етапі розвитку фондового ринку, з метою всебічного аналізу використовуються різні методи, як ринку в цілому, так і окремих інструментів. На основі цього в статті аналізуються методи фундаментального аналізу з урахуванням кон'юнктури ринку. Підкреслюється, що основна мета фундаментального аналізу - визначити «справедливу» вартість цінного паперу, використовуючи методи оцінки, як фондового інструменту так і його емітента. У статті розкривається фундаментальний метод оцінки, який є результатом визначення внутрішньої справедливої вартості акцій компанії на основі аналізу фінансових та управлінських результатів діяльності компанії. Також обґрунтовується, що торгова стратегія заснована на фундаментальному аналізі, повинна обґрунтовано рекомендувати купівлю недооцінених фінансових інструментів та продаж переоцінених цінних паперів. У статті аналізуються сучасні методи оцінки справедливої вартості акцій і виявляються їх основні недоліки. Робиться висновок, що необхідно постійно адаптувати методи фундаментального аналізу до змінних ринкових умов і розробити репрезентативні наукові дослідження з цих проблем.

Ключові слова: акції, фондовий ринок, справедлива вартість, інвестиції.

Аннотация. В статье раскрывается, что финансовый рынок является неотъемлемой частью мировой экономики в целом и экономики каждой страны. Основными задачами такого сегмента рынка, как фондовый рынок является перераспределение средств с одной стороны - между компаниями, которым необходимо финансирование и с другой - между инвесторами. Обосновывается, что фундаментальный подход является одним из наиболее широко используемых методов стоимостного

анализа и прогнозирования рыночных изменений ценных бумаг на фондовом рынке. В статье указывается, что на данном этапе развития фондового рынка, с целью всестороннего анализа используются различные методы, как рынка в целом, так и отдельных инструментов. На основе этого в статье анализируются методы фундаментального анализа с учетом конъюнктуры рынка. Подчеркивается, что основная цель фундаментального анализа - определить «справедливую» стоимость ценной бумаги, используя методы оценки, как фондового инструмента, так и его эмитента. В статье раскрывается фундаментальный метод оценки, который является результатом определения внутренней справедливой стоимости акций компании на основе анализа финансовых и управленческих результатов деятельности компании. Также обосновывается, что торговая стратегия основана на фундаментальном анализе, должна обоснованно рекомендовать покупку недооцененных финансовых инструментов и продажа переоцененных ценных бумаг. В статье анализируются современные методы оценки справедливой стоимости акций и выявляются их основные недостатки. Делается вывод, что необходимо постоянно адаптировать методы фундаментального анализа к изменяющимся рыночным условиям и разработать репрезентативные научные исследования по этим проблемам.

Ключевые слова: *акции, фондовый рынок, справедливая стоимость, инвестиции.*

Summary. *The article reveals that the financial market is an integral part of the world economy as a whole and the economy of each country. The main tasks of such a segment of the financial market as the stock market is the redistribution of funds on the one hand between companies that need financing and on the other between investors. It is substantiated that the fundamental approach is one of the most widely used methods of value analysis and forecasting of market changes in securities on the stock market. The article indicates that at this stage of stock*

market development, for the purpose of comprehensive analysis, different methods are used, both in the market as a whole and in individual instruments. On this basis, the article analyzes the methods of fundamental analysis taking into account market conditions. It is emphasized that the basic purpose of fundamental analysis is to determine the "fair" value of a security using the valuation methods of both the stock instrument and its issuer. The article reveals the fundamental valuation method that results from determining the intrinsic fair value of a company's stock based on an analysis of the financial and management performance of the company. It is also justified that a trading strategy based on fundamental analysis should reasonably recommend the purchase of undervalued financial instruments and the sale of revalued securities. The article analyzes the current methods of valuation of the fair value of shares and reveals their main disadvantages. The conclusion is that it is necessary to constantly adapt the methods of fundamental analysis to the changing market conditions and to develop representative scientific researches on these problems.

Key words: *stock, stock market, fairness, investment.*

Постановка проблеми. В останні роки фінансовий ринок, в тому числі його фондовий сегмент, кардинально змінився. Характерними рисами поведінки ринку, стали глобалізація, посилення між ринкової залежності і підвищення інформаційної насиченості. Результат таких змін - зростання цінової нестабільності, непередбачуваності, загострення реакції ринку на різні економічні та позаекономічні чинники і події. Крім того, з'явилися нетрадиційні фінансові інструменти (в тому числі похідні і структуровані), фінансові операції і стратегії інвестиційної поведінки на фінансових ринках. У зв'язку з цим відбувалося різке підвищення активності інвестування на фінансових ринках, і як наслідок, прискорене збільшення кількості професійних інвесторів, зростання обсягу активів, а також залучення в спекулятивні операції великого числа непрофесійних інвесторів. Саме з цієї

причини актуальним є дослідження процесів формування та використання методики оцінки справедливої вартості акцій, що дасть змогу визначити ефективні механізми залучення інвестицій.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Іноземний досвід аналізу привабливості цінних паперів підприємств-емітентів набуває особливу значимість, з причин тривалого періоду функціонування фондового ринку за кордоном і наявності успішного досвіду використання портфельних інвестицій. Тому сам термін «фундаментальний аналіз» запозичений із зарубіжних джерел, а при написанні роботи широко використовувалися наукові праці таких авторів, як М. Кейнс [5], Ш. Доу [6], Б. Грехем [1], У. Баффетт [7], Д. Браун [9], Э. Фаербер [13], А. Дамодаран [2], Р. Брейли [10].

Формулювання цілей статті. Мета і завдання дослідження полягає в розробці методів аналізу інвестиційної привабливості на ринку цінних паперів, і на цій основі формування системи фундаментального аналізу різних компаній.

Для досягнення поставленої мети були сформульовані наступні завдання, вирішення яких склало зміст цієї роботи:

- уточнення системи інструментів інвестиційної привабливості, платоспроможності, ліквідності, кредитоспроможності, економічної привабливості;
- обґрунтування функціональних можливостей вибору коефіцієнтів, показників, індикаторів і методів аналізу інвестиційної привабливості підприємств на ринку цінних паперів.

Виклад основного матеріалу дослідження. Фундаментальний аналіз бізнесу включає аналіз фінансових звітів, менеджменту, конкурентних переваг, ринків і конкурентів.

Коли фундаментальний аналіз застосовується до ринку ф'ючерсів і валютного ринку, він зосереджується на загальному стані економіки, процентних ставок, виробництві. Фундаментальний аналіз виконується на

історичних даних, з метою створення фінансових прогнозів. Фундаментальний аналіз стверджує, що ринки можуть невірно оцінювати акції в короткостроковому періоді, але в кінцевому рахунку «справедлива ціна» буде досягнута [2].

Слід зазначити, що фундаментальний аналіз включає в себе аналіз економіки, галузі та самої компанії.

На основі цих трьох видів аналізу розраховується внутрішня вартість акцій. Внутрішня вартість акції розглядається як її справжня справедлива вартість. Якщо внутрішня вартість вище ніж ринкова ціна, то рекомендується купити акцію. Якщо вона дорівнює ринковій ціні, то потрібно тримати акцію, і якщо вона менше за ринкову ціну, то потрібно продавати акції.

Інвестори можуть використовувати спадний підхід «зверху вниз» або висхідний підхід «знизу вгору».

Спадний підхід передбачає, що інвестор починає свій аналіз з глобальної економіки, включаючи міжнародні та національні економічні показники, такі як темпи зростання ВВП, інфляція, процентні ставки, обмінні курси валют, продуктивність праці і вартості енергії та ін. Потім він звужує свій пошук до регіонального і галузевого аналізу загального обсягу продажів, рівня цін, конкуруючих продуктів, іноземної конкуренції і умов входу і виходу в галузі. Тільки після цього інвестор звужує своє дослідження пошуком кращого бізнесу в цьому регіоні і галузі [1].

Висхідний інвестор починає аналіз з певних фірм, незалежно від їх галузі та географічного розташування. Процедура фундаментального аналізу починається з аналізу фінансових звітів, який включає розрахунок коефіцієнтів. Інвестор розглядає виплачені дивіденди, операційний потік готівки, випуск нових акцій і фінансування та ін. Оцінки доходу і прогнози темпів зростання компанії можуть публікуватися аналітичними компаніями, тобто бути доступними. Розраховані темпи зростання доходів, потоків готівки і рівень ризику (необхідний для визначення ставки дисконтування)

використовуються в різних моделях оцінки. Самою передовою є модель дисконтованого грошового потоку, яка обчислює поточну вартість майбутніх показників доходів компанії. Залежно від обраних показників розрізняють кілька моделей:

Сукупний дохід від інвестицій в цінні папери складається з поточного доходу, який отримує інвестор у вигляді відсотків за облігаціями, векселями, дивідендів по акціях, і зміни ціни зобов'язань (спрощена назва - курсовий дохід) [4].

Підсумкова оцінка доцільності фінансових інвестицій, як і інвестицій в реальні активи, повинна проводитися з використанням методу дисконтування грошових потоків. Сукупний ефект від вкладень в цінні папери та інші фінансові активи буде відповідати величині чистої сучасної вартості такого інвестиційного проекту.

Показник чистої теперішньої вартості в оцінках привабливості цінних паперів, крім обґрунтованих висновків про доцільність вкладень в них, - універсальний і досить об'єктивний показник для зіставлень різних інвестиційних проектів, різних схем розрахунків.

Показники фундаментального аналізу допомагають оцінити справедливу вартість акції і загальний напрямок розвитку компанії. Але найчастіше, для вірного розуміння тенденції необхідно порівнювати компанії між собою всередині галузі. Для зручності цих порівнянь і більш вірного розуміння напрямки розвитку компанії розроблені спеціальні коефіцієнти - фінансові мультиплікатори [5].

Мультиплікатори - це різні відносини, що дозволяють порівнювати компанії між собою не тільки кількісно, але і якісно. Мультиплікатори обчислюються на основі показників звітності компанії і характеризують її прибутковість, рентабельність, фінансову стабільність і платоспроможність.

Наприклад, мультиплікатор Р/Е показує, за скільки років прибуток компанії покрий витрати на покупку її акцій. Прийнято порівнювати Р/Е

компаній однієї галузі між собою. Підхід до аналізу Р/Е в цьому випадку неоднозначний - чим вище Р/Е, тим менше приваблива акція з точки зору її поточної прибутковості; з іншого боку, велике (на тлі інших) Р/Е показує, що інвестори пророкують компанії велике майбутнє. Навпаки, дуже низька Р/Е може вказувати на приховані (або явні) загрози для компанії, неясність перспектив її розвитку або яку-небудь невизначеність. При прийнятті інвестиційних рішень, використовуючи коефіцієнт Р/Е, слід пам'ятати, що його точність залежить від точності обчислення прибутку на акцію, яка є бухгалтерської величиною і схильна до маніпуляцій. Істотним недоліком Р/Е є те, що він не може застосовуватися для компанії, яка показала в звітності збитки, так як вартість компанії при такому підході буде негативною [6].

Існують також і інші важливі фінансові мультиплікатори (P/S, P/BV, EV/S, EV/EBITDA), які здатні всебічно оцінювати та проводити аналіз компанії [2].

В даний час комп'ютерне моделювання курсів акцій замінило більшу частину суб'єктивної інтерпретації фундаментальних даних. У деяких фінансових компаніях аналітичні рішення приймаються виключно математичними моделями і комп'ютерними програмами. Якщо розглядати фундаментальний аналіз критично, то потрібно виявити проблеми, властиві методам оцінки акцій. Основними підходами, що використовуються при оцінці акцій є:

1. Прибутковий підхід (метод дисконтування грошових потоків).
2. Витратний підхід (метод чистих активів, метод ліквідаційної вартості).
3. Ринковий підхід (метод мультиплікаторів).

У кожного з цих підходів існують недоліки як в теоретичному обґрунтуванні, так і в практичному застосуванні. У практичному використанні методу дисконтування грошових потоків не зовсім зрозуміло, як розраховувати грошові потоки, і за якою ставкою дисконтувати. Якщо

довільно вибирати значення грошових потоків і ставку дисконтування, можна отримати абсолютно будь-яке значення справедливої вартості акції [7].

Перша проблема методу - при розрахунку грошових потоків теоретично передбачається, що корпорація «буде жити вічно», тобто її грошові потоки розраховуються для нескінченного періоду. Практично ж, навряд чи обґрунтовано вважати, що корпорації живуть вічно.

Другою проблемою дохідного підходу є неможливість точного прогнозування грошових потоків корпорації навіть на кілька найближчих років, не кажучи вже про декілька десятиліттях. Навколишні умови існування компанії постійно змінюються в зв'язку з діями конкурентів, зміною законодавства, подіями в світовому економічному і політичному господарстві. В останні роки спостерігається дуже сильний вплив глобалізації економіки, що виявляється перш за все в тому, що окремої корпорації все більше і більше доводиться конкурувати з усіма корпораціями світу, що працюють в даній економічній сфері. Ці чинники все більше і більше збільшують мінливість грошових потоків компанії і їх стає неможливо прогнозувати.

Також початкові припущення про розвиток компанії (темпи зростання прибутку, розмір дивідендів, розміри інвестицій) навряд чи можна вважати незмінними в довгостроковому періоді. Невизначеність ставки дисконтування є третьою проблемою. Якщо для розвинених країн, наприклад США, визначення ставки дисконтування є цілком стандартною процедурою, то визначення ставки дисконтування для України є абсолютно нетривіальним завданням. Існує кілька методів визначення ставки дисконтування, головним чином build-up, CAPM (Capital Asset Pricing Model), фактичної історичної прибутковості, теорії арбітражного ціноутворення [8].

У моделі build-up ставка дисконтування «будується» з компонентів прибутковості і ризику – безризикової ставки R_f , премії за ризик вкладень в

акції EPR, і премії за специфічні ризики вкладення в дану компанію SRP. Перші два компонента в сумі - це прибутковість вкладення в диверсифікований портфель акцій. Оцінити суму $R_f + EPR$ можна по середньої прибутковості фондового індексу.

Говорячи про інші методи визначення ставки дисконтування, то якщо акції не торгуються на біржі і їх котирувань немає (а таких акцій більшість), використання методу CAPM і методу фактичної прибутковості не представляється можливим. Фактичні значення прибутковості українських акцій не піддається поясненню з точки здорового глузду. практично, різні фінансові компанії, публікуючи звіти про оцінку компаній, зовсім по-різному визначають рівні ставок дисконтування [9].

Тому зазначені проблеми прогнозування грошових потоків та визначення ставки дисконтування ставлять під сумнів достовірність оцінок «справедливу» вартість акцій дохідним підходом. При оцінці акцій методом чистих активів головною проблемою є неможливість точної оцінки ринкової вартості активів великій компанії. Нагадаємо, що в методі чистих активів, ми оцінюємо активи компанії, кожен окремо, за ринковою вартістю. Потім з ринкової вартості активів віднімаємо борг компанії і отримуємо оцінку власного капіталу. Розділивши цю оцінку на кількість акцій в обігу, ми отримуємо оцінку вартості однієї акції.

Метод ліквідаційної вартості має ту ж проблему, що і метод чистих активів. За методом ліквідаційної вартості ми робимо припущення, що компанія перестав працювати і ми розпродуємо її майно за ринковими цінами. Сума всій виручки і буде оцінкою вартості компанії, а значить і акцій. Однак у методу оцінки за ліквідаційною вартістю є ще додаткова проблема в самому припущенні про припинення діяльності. Багато видів бізнесу мають вартість тільки завдяки продовженню їх діяльності, тому що не мають майна [10].

Наприклад компанія Amazon, яка надає послуги населенню приміщення в оренді, комп'ютери та інше обладнання куплено в кредит. При ліквідації цієї компанії виявиться, що у неї просто немає ніякого свого майна, значить вартість цього бізнесу дорівнює нулю, що навряд чи піддається здоровому глузду. Другий приклад - комерційний банк. Активи банку, які можна реалізувати при ліквідації - це основні засоби та нематеріальні активи (з великою втратою вартості), цінні папери (якщо вони неліквідні – то з великою втратою вартості), позичковий портфель (з втратою вартості). втрата вартості відбудеться в силу специфічності активів (банківське устаткування, позичковий портфель), в силу юридичних, брокерських, адміністративних та інших витрат. Втрати вартості можуть скласти 5-10% в кращому випадку, а взяті банком депозити і кредити все одно потрібно повертати. Власний капітал банку по балансу складає 5-10% від активів, тому його може не вистачити навіть на покриття витрат при продажу активів. Виходить що оцінка власного капіталу за методом ліквідаційної вартості дорівнює нулю або нижче нуля, що теж суперечить здоровому глузду.

Заключний висновок - оцінка акцій по методам чистих активів і ліквідаційної вартості не може використовуватися приватним інвестором практично для переважної більшості компаній.

Ринковий підхід оцінки акцій передбачає порівняння даної компанії з іншими компаніями цієї галузі, для яких ціна акцій відома. Відштовхуючись від інших цін, інвестор намагається знайти вартість акції, коректуючи ціну в плюс або в мінус в залежності від порівняльних особливостей даної компанії. На ринковому підході засновані два методи оцінки акцій - метод прецедентних угод і метод ринкових мультиплікаторів [11].

Метод прецедентних угод полягає в тому, щоб знайти інформацію про недавні продажі аналогічних компаній і використовувати цю цінову інформацію як початкову оцінку. Потім, в залежності від відмінностей

компанії яка цікавить, від проданих компаній аналогів, початкова оцінка коригується.

Розглядаючи метод критично, можна сказати, що він має дві великі проблеми. Перша проблема полягає в тому, що не існує двох однакових компаній, і дуже складно підібрати компанії-аналоги для порівняння, тим більше що потрібні не всі аналоги, а тільки ті, які були недавно продані. На невеликому ринку, де продається і купується небагато компаній, як наприклад в Україні, ця задача представляє велику трудність. Другою проблемою є те, що інформація про угодах повністю не розкривається. більшою частини повідомляється факт продажу великого пакета акцій, але ціни і умови угоди є комерційною таємницею. Ці проблеми ставлять під сумнів використання методу приватним інвестором [3].

Метод мультиплікаторів є іншим методом, заснованим на ринковому підході. Він передбачає вибір компаній-аналогів і розрахунок для них коефіцієнтів, які висловлюють залежність ринкової ціни акції від будь-якого фактора А. факторами можуть бути прибуток, обсяг продажів, кількість клієнтів та ін., для кожної галузі можуть бути окремі специфічні фактори. Розрахувавши такі коефіцієнти для компаній-аналогів, і знайшовши середнє значення, інвестор може оцінити вартість що цікавить його компанії шляхом множення середнього значення коефіцієнта на значення фактора у даній компанії.

Метод мультиплікаторів простий у використанні і в теоретично обґрунтований. Але якщо розглядати його критично, то і у нього теж є кілька проблем. Першою проблемою є те, що розрахунок коефіцієнтів для компаній-аналогів можливий на даних зі звітності компаній, яка публікується 4 рази на рік з затримкою не менше місяць. Розширена річна звітність публікується раз на рік, а квартальна звітність може не розкривати потрібну інформацію. Затримка публікації звітності ставить під сумнів значення коефіцієнтів, адже

за час затримки ситуація могла змінитися. Виходить, що історичні значення коефіцієнтів не надійні для прийняття рішень про вартість компанії [12].

Друга проблема - вибір компаній аналогів. Оцінювана компанія може відрізнятися від інших компаній галузі. Третя проблема - даний метод зовсім не враховує специфічний ризик компанії. Наприклад, якщо в середньому по галузі рівень боргу по відношенню до власного капіталу дорівнює 30%, а у оцінюваної компанії цей рівень дорівнює 90%, то в принципі, дана компанія сильно відрізняється від галузі і для її оцінки не годяться середньогалузеві показники.

Висновок - метод мультиплікаторів може використовуватися інвестором в силу його простоти, але отримана оцінка вартості акцій навряд чи може вважатися істинною і «справедливою» в силу перерахованих проблем.

Висновки з даного дослідження. Підводячи підсумок в питанні використання фундаментального аналізу можна зробити висновок, що всі його методи мають специфічні недоліки теоретичного або практичного характеру і в своїй більшості практично не можуть використовуватися приватними інвесторами. Єдиним простим і придатним методом є метод мультиплікаторів, хоча він може давати недостовірну оцінку без додаткового проведення фінансового аналізу емітента та розгляду загальної кон'юнктури фондового ринку.

Література

1. Грехем Б., Додд Д. Аналіз цінних паперів. 2016. С. 880.
2. Дамодаран А. Інвестиційна оцінка: інструменти й методи оцінки будь-яких активів. Бізнес Букс 2004. С. 1339.
3. Никифорова К.О., Яруллин Р.Р. Застосування фундаментального аналізу при прогнозуванні цін акцій компаній. Інноваційна наука. 2016. № 10. С. 91-93.

4. Когденко В.Г. Аналіз розподільної політики в рамках фундаментального аналізу компанії. Економічний аналіз: теорія і практика. 2016. № 2 (449). С. 4-12.
5. Кейнс Д.М. Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей. 2002. С. 352.
6. Доу Ш. Психологія фінансових ринків: Поведінкові фінанси. Питання економіки. 2010. С. 99-112.
7. Баффетт У. Есе про інвестиції, корпоративних фінансах та управлінні компаніями. Альпіна Бізнес Букс. 2009. С. 335.
8. Берзон Н.І., Буянова Е.А., Газман В.Д. Інновації на фінансових ринках. 2013. С. 420.
9. Браун Д., Бентлі К. Все про стратегії інвестування на фондовому ринку. 2013. С. 254.
10. Фаербер Е. Все про акції. Легкий спосіб почати свій шлях. 2013. С. 336.

References

1. Ghrekhem B., Dodd D. Analiz cinnykh paperiv. 2016. S. 880.
2. Damodaran A. Investycijna ocinka: instrumenty j metody ocinky budj-jakikh aktiviv. Biznes Buks 2004. S. 1339.
3. Nykyforova K.O., Jarullyn R.R. Zastosuvannja fundamentaljnogho analizu pry proghnozuvanni cin akcij kompanyj. Innovacijna nauka. 2016. 10. S. 91-93.
4. Koghdenko V.Gh. Analiz rozpodiljnoji polityky v ramkakh fundamentaljnogho analizu kompanyu. Ekonomichnyj analiz: teoriya i praktyka. 2016. 2 (449). S. 4-12.
5. Kejns D.M. Zaghaljna teoriya zajnjatosti, vidsotka i ghroshej. 2002. S. 352.
6. Dou Sh. Psykhologhija finansovykh rynkiv: Povedinkovi finansy. Pytannja ekonomiky. 2010. S. 99-112.
7. Baffett U. Ese pro investyciji, korporatyvnykh finansakh ta upravlinni kompanijamy. Aljpina Biznes Buks. 2009. S. 335.

8. Berzon N.I., Bujanova E.A., Ghazman V.D. Innovaciji na finansovykh rynkakh. 2013. S. 420.
9. Braun D., Bentli K. Vse pro strateghiji investuvannja na fondovomu rynku. 2013. S. 254.
10. Faerber E. Vse pro akciji. Leghkyj sposib pochaty svij shljakh. 2013. S. 336.