

ПРОБЛЕМИ ОЦІНЮВАННЯ РИЗИКОВОСТІ ЕМІТЕНТІВ, ПРЕДСТАВЛЕНИХ НА РІЗНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

Статтю присвячено проблемам визначення коефіцієнта ризиковості емітентів, які представлені на різнорозвинених фінансових ринках. Оскільки коефіцієнт ризиковості (бета-коефіцієнт) разом з іншими компонентами моделі В. Шарпа використовується для обчислення ринкової вартості корпоративних фінансових джерел, тоді проблеми розробки рекомендацій з найбільш точного визначення коефіцієнта ризиковості підприємств характеризуються значною актуальністю. Ці проблеми дедалі загострюються з причини нерозвиненості вітчизняного фондового ринку й тотальної збитковості господарюючих суб'єктів, адже подібні умови унеможливають застосування класичних методик оцінки бета-коефіцієнта.

Актуальність проблематики визначає основну мету представленого дослідження - розробку методичних рекомендацій зі застосування нестандартних підходів з оцінки бета-коефіцієнтів вітчизняних підприємств, а також вибору хронологічного періоду формування вихідних даних при обчисленні бета-показника.

Автором досліджено особливості нормалізації прибутку перманентно збиткових підприємств. Зокрема, у роботі обґрунтовується доцільність вибору динаміки чистого доходу порівняно до динаміки чистого прибутку підприємства у процесі визначення динаміки господарського зростання, що застосовується при нормалізації фінансових результатів та оцінки бета-коефіцієнта.

Автором пропонується правило вибору хронологічного періоду для визначення коефіцієнта ризиковості у процесі стратегічного корпоративного фінансового управління та дається пояснення суттєвій розбіжності значень бета-коефіцієнтів одного підприємства в різних часових інтервалах. Також в статті розглядаються розбіжності значень коефіцієнтів ризиковості підприємств однієї сфери економічної діяльності, проте представлених на ринках різних країн.

На основі зроблених узагальнень наводяться пропозиції з найбільш ефективного корпоративного моніторингу динаміки бета-коефіцієнта підприємства.

Ключові слова: бета-коефіцієнт, волатильність, ексцес функції, регресія функції, акціонерна доходність, стратегічне корпоративне фінансове управління

Заворотний Роман Игоревич

к. э. н., докторант кафедры корпоративных финансов и контроллинга

ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана»,

Институт финансово-инновационных исследований (ГВУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана»)

ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ РИСКОВОСТИ ЭМИТЕНТОВ, ПРЕДСТАВЛЕННЫХ НА РАЗНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Статья посвящена проблемам определения коэффициента рисковости эмитентов, которые представлены на финансовых рынках разной степени развития. Поскольку коэффициент рисковости (бета-коэффициент) вместе с другими компонентами модели У. Шарпа используется для вычисления рыночной стоимости корпоративных финансовых ресурсов, тогда проблемы разработки рекомендаций по наиболее точному определению коэффициента рисковости предприятий характеризуются значительной актуальностью. Эти проблемы обостряются по причине неразвитости отечественного фондового рынка и тотальной убыточности хозяйствующих субъектов, поскольку такие условия делают невозможным применение классических методик оценки бета-коэффициента.

Актуальность проблематики определяет основную цель представленного исследования – разработку методических рекомендаций по использованию нестандартных подходов к оценке бета-коэффициентов отечественных предприятий, а также выбора хронологического периода формирования исходных данных при вычислении бета-показателя.

Автором исследуются особенности нормализации прибыли перманентно убыточных предприятий. В частности, в работе обосновывается целесообразность выбора динамики чистого дохода по сравнению с динамикой чистой прибыли предприятия в процессе определения динамики хозяйственного роста, которая используется при нормализации финансовых результатов и оценки бета-коэффициента.

Автором предлагается правило выбора хронологического периода для определения коэффициента рисковости в процессе стратегического корпоративного финансового управления и объясняется существенное расхождение значений бета-коэффициентов одного предприятия в разных временных интервалах. Также в статье рассматриваются расхождения значений коэффициентов рисковости предприятий одной сферы экономической деятельности, при этом представленных на рынках разных стран.

На основе произведенных обобщений даются предложения по наиболее эффективному корпоративному мониторингу динамики бета-коэффициента предприятия.

Ключевые слова: бета-коэффициент, волатильность, эксцесс функции, регрессия функции, акционерная доходность, стратегическое корпоративное финансовое управление

Zavorotniy Roman Igorevich

PhD. (Econ. Sci.), doctoral student of department of corporate finance and controlling,

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman,

Financial Innovation Research Institute of KNEU named after Vadym Hetman

PROBLEMS OF VALUATION OF THE BETA-RATIOS OF THE ENTERPRISES, WHICH ARE ON DIFFERENT FINANCIAL MARKETS

Article is devoted to problems of correct calculation of beta-ratios of issuers which function in the different financial markets. As the beta-ratio together with other components of the model by W. Sharp is used for calculation of market value of corporate financial resources, then the development of recommendations for the most exact beta-ratio valuation is characterized by the great urgency. These problems become greater because of backwardness of domestic stock market and total unprofitability of economic subjects because use of classical techniques of the beta-ratio valuation at such conditions becomes impossible.

Urgency of such problems defines the main goals of the presented research: creating of methodical recommendations for use of non-standard approaches to valuation of the beta-ratios of the domestic enterprises, and also creating of rules of an effective choice of the time-period of analytical data in the course of the beta-ratio calculation.

The author researches some problems of normalization of profit of permanently unprofitable enterprises. In particular, the author proves an expediency of a choice of dynamics of net income in comparison with dynamics of net profit of the enterprise in the course of definition of dynamics of economic growth which is used at normalization of financial results and the beta-ratio valuation. He also offers the rule of an effective choice of the time period for calculation the beta-ratio in the course of strategic corporate financial management; also the author explains an essential divergence of the beta-ratios values of the same enterprise for the different time intervals. Also the author describes some divergences of values of the beta-ratios of the enterprises of the same economic activity from the different countries.

On the basis of made research he makes some offers on the most effective corporate monitoring of dynamics of the beta-ratio of the enterprise.

Keywords: beta-ratio, volatility, function excess, function regression, shareholders' return, strategic corporate financial management.

Питання забезпечення точного оцінювання ринкової вартості формування капіталу підприємств займають чільне місце в системі фінансового менеджменту. У попередньому дослідженні [1] нами було доведено, що за певних умов функціонування підприємства (його належності до фінансово-промислової групи, знаходження у державній власності та ін.) рин-

кова вартість формування його капіталу може визначатися бухгалтерською вартістю наявних фінансових ресурсів або виключно вартістю фінансових надходжень від визначеного вузького кола потенційних інвесторів (кредиторів). Разом з тим, основним методом оцінювання ринкової вартості фінансових ресурсів залишається модель В. Шарпа. Проблеми розробки рекомендацій з точного обчислення складових моделі характеризуються значною **актуальністю** і дедалі загострюються у вітчизняних умовах нерозвинутого фондового ринку й тотальної (понад 55% [2]) збитковості господарюючих суб'єктів.

З-поміж усіх елементів моделі найбільш складним за економічним змістом і процедурою визначення виступає бета-коефіцієнт. Оскільки навіть на найбільшій вітчизняній фондовій біржі – «Першій фондовій торговельній системі» (далі - ПФТС) активні торгові операції відбуваються за акціями лише 20-ох емітентів [3], визначення β -коефіцієнтів решти акціонерних товариств є проблематичним. Саме тому **метою** представленого дослідження виступатиме розробка методичних рекомендацій зі застосування нестандартних підходів з оцінки β -коефіцієнтів вітчизняних підприємств, а також вибору хронологічного періоду формування вихідних даних при обчисленні β -показника.

Дослідженість проблеми. Як зазначалося, основне підґрунтя оцінки ринкової вартості фінансових ресурсів підприємств розроблене В. Шарпом і, зокрема, охоплює оцінювання ефективності інвестиції на основі коваріації акціонерної доходності підприємства та варіації доходу за інвестиційним портфелем (напр., індексним кошиком), тобто на основі ризиковості інвестиції, узагальненої в β -коефіцієнті [4]. Не можна також обійти увагою напрацювання Г.М.Марковіца з дослідження ефектів ризику розподілу інвестицій, кореляції та диверсифікації очікуваних інвестиційних доходів [5]. На жаль, вітчизняних фундаментальних праць з вивчення представленої проблематики на даний момент немає, що можна пояснити недостатньою розбудовою фінансового ринку України.

Результати дослідження. Згідно з моделлю оцінки капітальних активів (далі - CAPM) В. Шарпа, β -коефіцієнт зазвичай визначається побудовою лінійної регресії акціонерної доходності підприємства (TSR) і загальної доходності фондового ринку (т. зв. індексного кошику) в тому ж часовому інтервалі [1, с. 206-210]. Однак, якщо підприємство має неакціонерну форму або по акціях емітента не проводяться торгові операції, застосовуються інші методи оцінки: 1) співвіднесення β -коефіцієнта іншого подібного підприємства до оцінюваного суб'єкта господарювання з одночасним коригуванням на поточний розмір його фінансового важеля, або 2) побудови регресії динаміки фінансових результатів (зокрема, чистого прибутку) підприємства і доходності фондового ринку.

У процесі застосування перших двох методів оцінки формуються аналітичні вибірки з виключно позитивних вихідних даних (ринкових котирувань оцінюваних акцій та коефіцієн-

тів фінансового важеля). Натомість, третій метод виступає єдине можливим для оцінювання переважної більшості вітчизняних підприємств. Нинішня тотальна збитковість таких підприємств, або перманентні виробничі простоя й окремі господарські заходи несистемного характеру (напр., стрімке нарощення витрат у зв'язку з технічним переозброєнням виробництва) обумовлюють тимчасові фінансові збитки. Останні відображаються в аналітичній вибірці як від'ємні величини і, як наслідок, суттєво ускладнюють обчислення відносних показників динаміки доходності бізнесу.

Таблиця 1

Динаміка фінансових результатів ПАТ «Нафтопереробний комплекс - Галичина» (далі - ПАТ «НПЗ – Галичина») у 2004-2010 рр., тис. грн.

<i>Показники</i>	<i>Роки</i>						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Чистий дохід	1646930	3149520	1894156	2785825	1786073	4667453	3666988
Чистий прибуток (збиток)	2329,1	8111,6	2700	-67436,8	-17214,7	77376	6008
Приріст чистого прибутку	-	2,483	-0,667	-25,977	-0,745	-5,495	-0,922

Від'ємні фінансові результати підприємства у 2011-2012 рр. свідчать про поглиблення кризи його господарського розвитку та унеможливають оцінку β на основі бухгалтерських показників. При цьому стрімке нарощення збитковості у 2011-2012 рр. (відповідно 27768 тис. грн. і 96609 тис. грн. чистого збитку) має супроводжуватися зниженням β ПАТ «НПЗ - Галичина», що буде перевірено далі через використання порівняльного методу.

У наведеному прикладі приріст чистого прибутку подібний до динаміки загальної акціонерної доходності (TSR) підприємства. Однак, табл. 1 свідчить, що річні значення приросту прибутку за 2008 і 2009 рр. порівняно до відповідно 2007 і 2008 рр. є некоректними за змістом, а отже, не дають змоги сформуванню аналітичної бази для подальшого визначення β підприємства. Разом з тим, оцінювання динаміки прибутку в 2008-2009 рр. на основі іншого дробу: $\frac{x_n - x_{n-1}}{|x_{n-1}|}$ - також має певні вади. Найбільшою з них є нехтування динамікою прибутку

як основною тенденцією господарського розвитку (яку й характеризує β -коефіцієнт) часто на користь несистемних факторів внутрішнього розвитку, як, напр., стрімке нарощення інвестиційних витрат з матеріально-технічного переозброєння. Реалізація інвестиційних програм й інших заходів, як правило, спричиняє виробничі простоя й нарощення збитків.

Основною ознакою подібних явищ несистемного характеру при зовнішньому аналізі слід вважати суттєве відхилення динаміки прибутку від динаміки чистого доходу підприємства за той же період. При цьому динаміка саме чистого доходу виступає основною порівня-

льною ознакою, адже темпи зростання виручки більш постійні й прогнозовані за динаміку прибутку [1, с. 187; 6, с. 367]. Дамодаран А. це пов'язує лише з меншим впливом певних управлінських рішень (впливом внутрішнього середовища) з особливостей ведення фінансового обліку на виручку підприємства, аніж на його прибуток [6, с. 367]; зі свого боку, також зауважимо на суттєво меншому впливі обставин внутрішнього і зовнішнього господарського середовища на виручку підприємства, аніж на обсяги його чистого прибутку (напр., амортизаційна політика й соціальна відповідальність як внутрішні обставини зазвичай не справляють впливу на обсяги виручки).

У дослідженні [1] нами показано, що оцінка β -коефіцієнта на основі бухгалтерських даних має метою побудову регресії акціонерної (інвестиційної) доходності від динаміки фондового ринку, проте часто не виявляє подібного зв'язку і призводить до некоректних висновків (зокрема, від'ємного результату β). Водночас слід зауважити на неможливості застосування інших методів оцінки β вітчизняних підприємств на фоні їх тотальної збитковості й нерозвиненості фондового ринку.

Таблиця 2

Аналіз динаміки й нормалізація прибутку ПАТ «НПЗ – Галичина»

<i>Показники</i>	<i>Роки</i>						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	2	3	4	5	6	7	8
Чистий дохід	1646930	3149520	1894156	2785825	1786073	4667453	3666988
Чистий прибуток (збиток)	2329,1	8111,6	2700	-67436,8	-17214,7	77376	6008
Нормалізований чистий прибуток	2329,1	8111,6	2700	1695	6325	77376	6008
Приріст нормалізованого чистого прибутку	-	2,483	-0,667	-0,372	2,732	11,233	-0,922

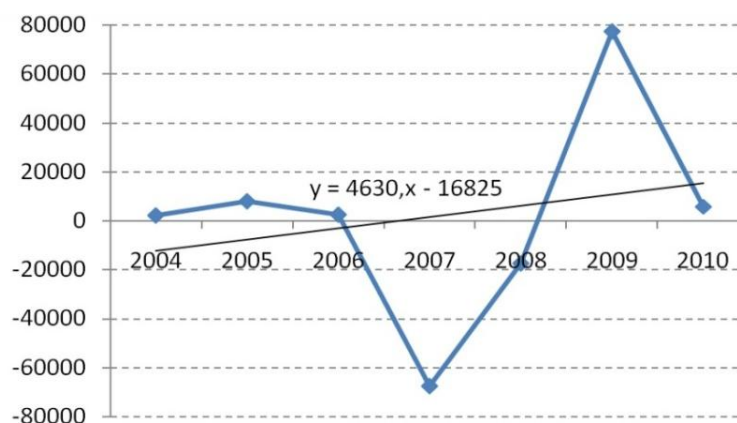


Рис. 1. Динаміка нормалізованого прибутку ПАТ «НПЗ - Галичина» у 2004-2010

рр., тис. грн.

Джерело: складено автором

Оцінювання β перманентно збиткового бізнесу на основі бухгалтерського методу передбачає виділення основного тренду динаміки прибутку. Подібну сукупність аналітичних

дій Дамодаран А. іменує оцінкою зростання, а відповідний метод згладжування динаміки – нормалізацією прибутку [6, с. 358-365, 820]. Зокрема, виділення лінійного тренду чистого прибутку ПАТ «НПЗ - Галичина» засобами MsExcel на основі методу найменших квадратів та подальшу нормалізацію прибутку 2007-2008 рр. унаочнено в табл. 2 і рис. 1.

Згідно з рис. 1, екстремальні значення збитку 2007-2008 рр. згладжуються шляхом множення рівняння тренду відповідно на 4 і 5. Тоді на основі даних щодо динаміки індексу «ПФТС» й усереднених показників дивідендної доходності акцій підприємств з індексного кошику, а також динаміки нормалізованого чистого прибутку (див. табл. 3) визначимо рівняння регресії доходності підприємства відносно доходності фондового ринку (див. рис. 2).

Таблиця 3

Обчислення щорічної доходності фондового індексу «ПФТС» у 2004-2010 рр.

Показники	Роки							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Індекс «ПФТС» на кінець року	85	260	353	499	1174	302	573	975
Приріст індексу	-	2,06	0,358	0,414	1,353	-0,742	0,897	0,702
Усереднена дивідендна доходність	-	н/д	н/д	0,01	0,013	0,012	0,056	0,002
Загальна доходність індексу	-	2,06*	0,358*	0,424	1,368	-0,73	0,953	0,704

* зазвичай мізерний річний рівень дивідендної доходності суттєво не впливає на доходність індексу

Усереднена дивідендна доходність у табл. 2 визначається за формулою:

$$y = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{x_{ij}}{z_{ij}}}{n},$$

де x_{ij} – сума дивідендів, затверджених до розподілу на одну акцію емітента з індексу «ПФТС» протягом року; z_{ij} – ринкова вартість акції відповідного емітента на початок року; n – кількість емітентів з індексного кошика на початок року (зазвичай 20 щороку).

При визначенні дивідендної доходності слід корегувати щорічну вибірку за даними емітентів, що періодично додаються або віднімаються з індексного кошика згідно з рішеннями біржового комітету «ПФТС». Тоді шляхом побудови регресії бухгалтерської доходності підприємства відносно доходності фондового ринку визначимо β для ПАТ «НПЗ – Галичина» (див. рис. 2).

Згідно з рис. 2, нахил регресії, тобто β підприємства у досліджуваному періоді, становив 0,29. Подібне значення свідчить про порівняно низький рівень доходності й систематичного ризику підприємства (при зростанні загальної доходності фондового індексу на 1% доходність акцій підприємства зросте лише на 0,29%). Це підтверджує майже нульовий розрахунковий рівень R^2 : лише 0,2% усіх акціонерних ризиків підприємства складають ринкові ризики, тобто майже всі ризики формуються на рівні самого ПАТ «НПЗ – Галичина» і є не-систематичними.

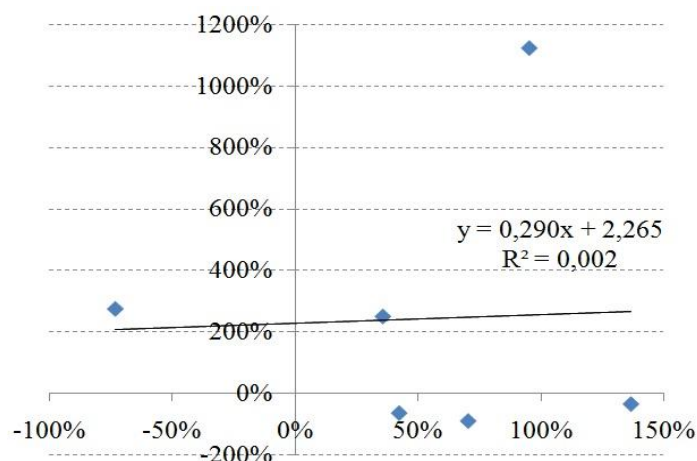


Рис. 2. Регресія доходності ПАТ «НПЗ - Галичина» у 2004-2010 роках

Джерело: складено автором

Перевірка вищезазначеного узагальнення щодо низької доходності підприємства відносно фондового ринку, за використання актуальної безризикової ставки (у 2010 р. на рівні 9,72% [1, с. 121]), призведе до протилежних висновків:

$$R_f * (1 - \beta) = 9,72\% * (1 - 0,29) = 6,9\% ,$$

$$a - R_f * (1 - \beta) = 226,5\% - 6,9\% = 219,6\%.$$

Згідно з обчисленнями, порівняна з ринком надприбутковість підприємства мала б становити 219,6 %. Однак, цей висновок не може бути підтверджений з урахуванням фактичної низької прибутковості підприємства (див. табл. 1) і низького розрахункового значення β , тому в умовах високої волатильності вітчизняного фондового ринку і, відповідно, рівня безризикової ставки для винесення коректних висновків не слід ураховувати лише узагальнене значення безризикової ставки. У підтвердження тези щодо високої волатильності вітчизняного ринку й відповідно динаміки безризикової ставки, у табл. 4 визначимо й зіставимо характер змінюваності безризикових ставок ринків України й США.

Таблиця 4

Оцінювання динаміки безризикових ставок ринків США й України

Рік	Доходність трирічних урядових облігацій, %		Суверенний кредитний рейтинг Moody's		Спред дефолту		Безризикова ставка	
	США	Україна	США	Україна	США	Україна	США	Україна
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	3,93%	7,25%	Aaa/+	B1/+	0%	4,50%	3,93%	2,75%
2006	4,77%	9,26%	Aaa/+	Ba3/+	0%	3,50%	4,77%	5,76%
2007	4,35%	6,71%	Aaa/+	Ba3/+	0%	3,50%	4,35%	3,21%
2008	2,24%	11,86%	Aaa/-	B1/+	0,3%	4,50%	1,94%	7,36%
2009	1,43%	12,21%	Aaa/-	Caal/+	0,3%	7,50%	1,13%	4,71%
2010	1,11%	10,39%	Aaa/-	B2/+	0,3%	5,50%	0,81%	4,89%
2011	0,75%	9,42%	Aaa/-	B2/-	0,3%	6,00%	0,45%	3,42%
2012	0,38%	10,47%	Aaa/-	B3/+	0,3%	6,50%	0,08%	3,97%
Коефіцієнт ексцесу функції							-1,936	0,421

Джерело: розраховано автором за даними [7; 8]

Визначений у табл. 4 ексцес функції характеризує волатильність або згладженість розподілу даних. Позитивне значення ексцесу вибірки з українського ринку відображає відносно гостроконечний розподіл, від'ємне ринку США – відносно згладжений розподіл. Подібна стійкість, згладженість розвитку американського фінансового ринку дає нам привід припустити, що саме вона уможливила А. Дамодарану узагальнити β -коефіцієнти підприємств різних секторів розвиненої економіки [9]. Нажаль, волатильність українського ринку обумовлює суттєві коливання значень β підприємств на різних етапах макроекономічного циклу. Зокрема, оцінка β ПАТ «Лукойл-Одеський нафтопереробний завод» (далі – ПАТ «Лукойл-Одеський НПЗ») фондовим методом визначила наступні функції регресії: $y = 0,657x - 0,23$ за 2007-2012 рр. і $y = 0,145x + 0,124$ за 2010-2012 рр. Отже, різниця в значеннях β підприємства на різних часових проміжках є суттєвою: якщо аналіз охоплює період передкризового зростання суверенного ринку (2007 р. - I пол. 2008 р.), тоді більший β на рівні 0,657 відповідатиме й порівняно вищій доходності підприємства.

На відміну від прикладу ПАТ «НПЗ – Галичина», оцінювання різниці в доходності ПАТ «Лукойл-Одеський НПЗ» порівняно з доходністю ринку у 2007-2012 рр. не призведе до очевидних суперечливих за економічним змістом висновків (напр., висока доходність при одночасно мізерному значенні β -коефіцієнта). Проте, як і в прикладі ПАТ «НПЗ – Галичина», подібна оцінка буде хибною, адже охоплюватиме різні рейтингові рівні суверенного ринку (діапазон від Ba3 до Aa1 у табл. 4). Єдиним виключенням можемо виділити оцінювання β будь-якого підприємства з розвиненого ринку, який зазвичай характеризується низькими щорічними коливаннями безризикової ставки (від'ємним коефіцієнтом ексцесу).

Брейлі Р. й Майерсом С. [10, с. 163-166], як і в іншій фаховій літературі, не досліджено проблеми вибору оптимального хронологічного інтервалу (за критеріями мінімального часового відрізка без втрати точності результативного β) аналітичної бази β -показника. На нашу думку, при оцінці β підприємства на ринку, що розвивається, найбільш оптимальним слід вважати часовий інтервал, який відповідає лише одному рівню міжнародного кредитного рейтингу країни. Це пояснюється тим, що саме суверенний рейтинг є основним визначальним фактором вартості державних облігаційних запозичень і, як наслідок, розміру безризикової ставки ринку.

В окремих випадках допускається застосування в аналізі періоду, якому відповідають суміжні рівні рейтингу суверенного ринку. Напр., доходність ПАТ «Лукойл-Одеський НПЗ» оцінювалася за період 2010-2012 рр., який відповідає суверенним рейтингам B2 і B3 у табл.4. Проте, основною причиною такої оцінки виступає наявність акцій підприємства лише на ринку заявок в «ПФТС» і нерегулярні торгові операції за ними (обмеженість даних щодо котирувань акцій підприємства). Слід підкреслити, що виведені в представленому дослідженні

правила охоплюють оцінку β підприємств з ринків, що розвиваються. Разом з тим, обчислення β підприємств з розвинених ринків у широкому хронологічному діапазоні може обмежуватися не стільки стадією макроекономічного циклу, скільки єдиним етапом життєвого циклу самого підприємства (адже більша зрілість бізнесу характеризується поступовим падінням його доходності, а отже й зміною розміру β -показника).

Звідси можемо вивести основне правило вибору хронологічного інтервалу вихідних даних β -показника підприємства: *розмір систематичного ризику підприємства (а отже, й β -коефіцієнта) суттєво змінюється при переході на іншу стадію його життєвого циклу й залежить від стану локального фінансового ринку (його волатильності, поточного рівня розвитку, імовірності суверенного дефолту та інших факторів ринкового ризику, що в сукупності відображаються у суверенному кредитному рейтингу й розмірі безризикової ставки).* Моніторинг цих двох визначальних факторів β пропонуємо проводити на основі ексцесу динаміки чистого доходу оцінюваного підприємства та безризикової ставки суверенного фінансового ринку. Як зазначалося вище, саме динаміка чистого доходу є постійнішою за динаміку прибутку й виступає зручним в аналізі показником господарського зростання (зокрема, щоквартальна динаміка продажів підприємства визначає ринковий курс його акцій і впливає на показник TSR як складову β), що й обумовило наш вибір її як аналітичної бази ексцесу відповідної функції.

Перевіримо розрахунками виведене вище правило й твердження щодо процедури визначення β -коефіцієнта ПАТ «Österreichische Mineralölverwaltung» (далі – ПАТ «OMV»), що зайняте в нафтопереробці (активами концерну є Інгольштадський та Бургхаузенський нафтопереробні заводи) і представлене на розвиненому фінансовому ринку Німеччини, див. табл.5.

Таблиця 5

Аналітична база оцінювання β -показника ПАТ “OMV”

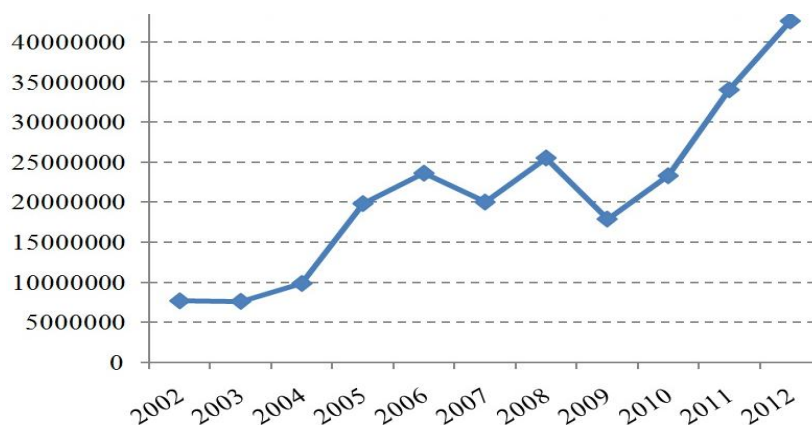
Роки	Ринковий курс акцій, євро	Річний приріст курсу	Біржовий індекс DAX	Річний приріст DAX	Валовий дохід, тис. євро	Чистий прибуток, тис. євро	Середня доходність дворічних урядових облігацій, %	Рейтинг «Moody's»	Спред дефолту, %	Безризикова ставка, % річних
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	н/д	н/д	н/д	н/д	7704230	322185	н/д	н/д	н/д	н/д
2003	12,11	н/д	3965	н/д	7644000	393000	2,81	Aaa	0	2,81
2004	22,45	0,85	3979	0,004	9880000	642000	2,448	Aaa	0	2,448
2005	51,78	1,31	5439	0,367	19849438	1495872	2,401	Aaa	0	2,401
2006	42,78	-0,17	6660	0,224	23642528	1658241	3,498	Aaa	0	3,498
2007	56,1	0,31	7888	0,184	20042036	1842796	4,089	Aaa	0	4,089
2008	19,02	-0,66	4922	-0,376	25542598	1528950	3,41	Aaa	0	3,41
2009	30,73	0,62	5990	0,217	17917267	716931	1,333	Aaa	0	1,333
2010	31,37	0,02	6966	0,163	23323439	1214119	0,822	Aaa	0	0,822
2011	24,2	-0,23	6130	-0,120	34053193	1587898	1,097	Aaa	0	1,097

2012	27,51	0,14	7770	0,268	42649231	1790464	0,058	Aaa	0	0,058
Ексцес за даними 2002-2007 рр.					-2,73	-2,8	Ексцес за даними 2002-2007 рр.			-2,803
Ексцес за даними 2008-2012 рр.					-0,575	0,762	Ексцес за даними 2009-2012 рр.			-2,679
Ексцес за даними 2002-2012 рр.					0,24	-1,54	Ексцес за даними 2002-2012 рр.			-1,389

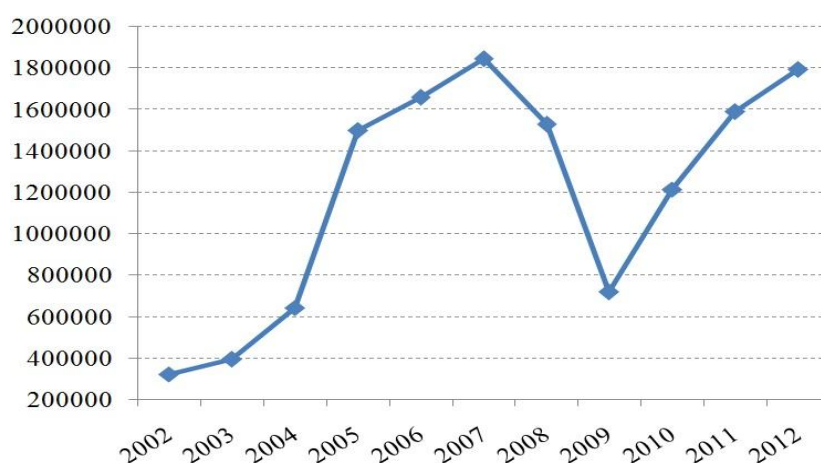
Джерело: складено автором за даними [1, с. 255-259; 11; 12; 13; 14]

Зважаючи на світову фінансову кризу 2008 р., у табл. 5 було визначено ексцеси динаміки безризикової ставки (як узагальнюючого показника стану ринкового розвитку) за перед- і післякризовий періоди функціонування німецького фінансового ринку, а також протягом усього хронологічного інтервалу. Усі результати є від'ємними, а отже, свідчать про стійкий помірний розвиток фінансового ринку, що як перша ознака виведеного правила відповідає можливості визначення β для ПАТ «OMV» за весь період 2002-2012 років.

Наступним необхідно визначити поточний етап життєвого циклу підприємства. Для цього дослідимо й зіставимо динаміку фінансових результатів підприємства з позиції її оціночної ефективності (див. рис. 3).



а)



б)

Рис. 3. Динаміка: а) валового доходу і б) чистого прибутку, - ПАТ «OMV» у 2002-2012 рр., тис. євро

Джерело: складено автором за даними [13]

Рис. 3 свідчить про відчутне падіння фінансових результатів ПАТ «ОМВ» унаслідок глобальної фінансової кризи 2008 р., проте порівняно помірніша динаміка доходів підприємства (див. рис. 3, а) підтверджує наведену вище тезу щодо кращої її здатності ігнорувати тимчасові фактори внутрішнього середовища бізнесу і виступати ефективнішим індикатором характеру господарського зростання. Це також доводить здатність характеру динаміки саме доходів підприємства визначати межі стадій життєвого циклу (у табл. 4 ексцеси до- і післякризового періодів розвитку підприємства є від'ємними, при цьому ігнорування фінансової кризи 2008 р. призведе до позитивного значення ексцесу за даними всього періоду 2002-2012 років).

Оскільки досліджуваний фінансовий ринок є розвиненим, маємо змогу визначити β -коефіцієнт підприємства за три періоди шляхом застосування моделі В. Шарпа (при цьому, враховуючи потенційно незначне відхилення, що справили розподілені у період 2002-2012 рр. дивіденди емітентами з індексного «кошику» DAX на результативний приріст ринкової доходності, обсяги таких дивідендів у табл. 4 не додано).

Аналіз дав наступні результати: $y = 0,789x + 0,42$ за 2003-2007 рр., $y = 1,528x - 0,069$ за 2008-2012 рр. і $y = 1,663x + 0,051$ за 2003-2012 рр. Наведене засвідчує коливання значень β -показника у перед- і післякризовий період - відповідно, 0,789 і 1,528. На нашу думку, ці результати є цілком коректними, адже свідчать про порівняно нижчу акціонерну доходність підприємства на фоні передкризового динамічного «роздування» фондового «пузиря», проте стійке внутрішнє середовище оцінюваного підприємства забезпечило йому порівняно вищу доходність у період посткризового відновлення. У свою чергу, β -показник 2003-2012 рр., за своїм економічним змістом, відповідає узагальненим А. Дамодараном показникам ризиковості підприємств з різних секторів розвинених економік [9], проте різні значення показника – 0,789 і 1,528 - доводять факт періодичних коливань β унаслідок кардинальних змін внутрішнього і зовнішнього середовища бізнесу й підкреслюють необхідність його моніторингу.

На нашу думку, недоцільно переглядати розмір β -показника підприємства у коротші (напр., щорічні) періоди, адже регулярне суттєве коливання коефіцієнта ризиковості не є об'єктивним індикатором системних змін розвитку підприємства – воно виражатиме лише динаміку порівняної до ринку акціонерної доходності підприємства унаслідок тактичних господарських заходів. Крім того, практичні розрахунки доводять перманентну неможливість визначення β -показника за допомогою класичного фондового методу (аналіз даних 2013 р. визначив від'ємне значення β : $y = -0,301x + 0,023$, що означає некоректність економічного змісту результату). У такому разі допускається застосування інших методів оцінки (порівняльного, бухгалтерського), проте вдавання до різних методів при визначенні щорічної динаміки β одного підприємства неодмінно обумовить певну оціночну похибку. Також щорічний

перегляд β недоцільний з позиції стратегічного фінансового управління підприємством, адже відображатиме лише короткострокові наслідки оперативного управління.

Висновки. Проведене дослідження обумовило наступні узагальнення:

1. В умовах нерозвиненості локального фінансового ринку й збитковості оцінюваних підприємств допускається застосування порівняльного або бухгалтерського методів оцінки замість стандартного фондового методу.

2. У разі перманентної збитковості оцінюваного підприємства для забезпечення повноцінної аналітичної бази бухгалтерського методу необхідно нормалізувати фінансові результати. Нормалізацію пропонується здійснювати на основі рівняння загального тренду динаміки прибутку, або моделей авторегресійної інтегрованої середньозваженої руху (з англ. autoregressive integrated moving average, ARIMA) й сезонної авторегресійної інтегрованої середньозваженої руху (з англ. seasonal autoregressive integrated moving average, SARIMA).

3. Вибір оптимального хронологічного періоду вихідних даних оцінки β підприємства має визначатися двома критеріями: межами одного етапу життєвого циклу підприємства та стадією розвитку відповідного фінансового ринку. Етап життєвого циклу підприємства пропонується визначати на основі ексцесу динаміки його доходів, натомість стадію розвитку фінансового ринку – через обчислення ексцесу динаміки відповідної безризикової ставки як узагальненої характеристики ринкового стану (проте, ексцес частіше доцільно визначати для розвиненого ринку, для нерозвиненого допускається в оцінці β обмежитися періодом одного суверенного рейтингу, або рідше - двох суміжних). Від'ємні значення ексцесу визначають стабільність розвитку внутрішнього й зовнішнього середовища оцінюваного підприємства й доцільність розрахунку його β у відповідному хронологічному періоді.

4. Щорічний моніторинг β недоцільний з позиції стратегічного фінансового управління підприємством, адже більше направлений на визначення короткотермінової зміни акціонерної доходності унаслідок управлінських заходів тактичного характеру. Ознакою несистемних господарських змін виступає суттєве відхилення динаміки прибутку від приросту чистого доходу підприємства.

Літературні джерела

1. Заворотній Р. І. Особливості оцінки обсягів й вартості фінансових джерел вітчизняного бізнесу / Фінанси підприємств: проблеми та перспективи: В 3 т. // За ред. д. е. н., проф. М. Д. Білик: Монографія, Т. 2. – КНУТД. – Київ: ТОВ «ПанТот», 2012. – 276 с.
2. Соціально-економічний розвиток України за січень-червень 2013 року // Державна служба статистики України. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>

3. Складові індексу ПФТС // ПрАТ «Перша фондова торгівельна система». – 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://pfts.com/uk/shares-indexes/>
4. Sharpe W. Portfolio Theory and Capital Markets. – McGraw-Hill, Inc. – 1970.
5. Markowitz, Harry M. (1959). Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments; NY: John Wiley & Sons, Inc., USA. – 344 p. - 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m16/m16-all.pdf>
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – 2-е изд., исправл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.
7. Фінансові ринки: доходність державних цінних паперів на первинному ринку // Національний банк України. – 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: [http://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CC8QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bank.gov.ua%2Ffiles%2F4-Financial_markets\(4.3\).xls&ei=V0i3UvqWM-ao4AT31YCACw&usg=AFQjCNHJPDEaLidWfKrb02-kWpTV0ikjiw&bvm=bv.58187178,d.bGE](http://www.google.com.ua/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CC8QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bank.gov.ua%2Ffiles%2F4-Financial_markets(4.3).xls&ei=V0i3UvqWM-ao4AT31YCACw&usg=AFQjCNHJPDEaLidWfKrb02-kWpTV0ikjiw&bvm=bv.58187178,d.bGE)
8. Historical Data // Board of Governors of the Federal Reserve System. – 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>
9. Damodaran A. Investment Valuation, 2nd Edition / A. Damodaran. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
10. Брейли Ричард, Майэрс Стюарт. Принципы корпоративных финансов, 2-е изд. / Пер. с англ. И. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с.
11. Nestmann T. Rating of German Government History // Moody's Investors Service, Inc. – 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: <https://www.moody's.com/credit-ratings/Germany-Government-of-credit-rating-333700>
12. Germany 2-Year Bond Yield Historical Data // Investing.com. - 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://www.investing.com/rates-bonds/germany-2-year-bond-yield-historical-data>
13. Reports and Presentations // OMV Group. – 2013. – [Електронне джерело] Режим доступу: http://www.omv.com/portal/01/com/omv/OMVgroup/Investor_Relations/Reports_and_Presentations
14. OMV AG // Börse Frankfurt. – 2014. - [Електронне джерело] Режим доступу: <http://www.boerse-frankfurt.de/en/equities/omv+ag+ag+AT0000743059>