

(рис.1): Последовательность этапов является определяющей, и ее изменение негативно отражается на работоспособности системы анализа конкурентоспособности в интеграции с «Balanced Scorecard Method of Analysis» (рис. 1).

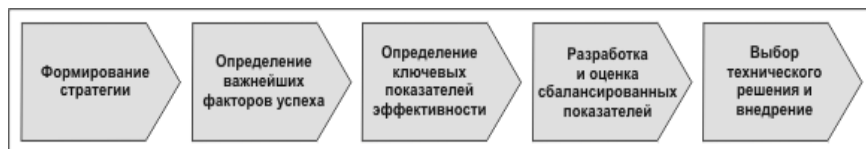


Рис. 1.

Литература

1. Г. В. Савицкая. Методика комплексного анализа хозяйственной деятельности. — М.: Инфра — М, 2007.
2. Р. Каплан, Д. Нортън. Стратегически карти — да презърнем реалните активи в осезаеми резултати. — С.: Класика-Стил, 2006.
3. Шеремет, Ан., Р. Сайфуллин, Бутник-Сиверский, А.Б. и др. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности. — М.: Финансы и статистика, 1982.
4. Р. Каплан, Д. Нортън. Балансирана система от показатели за анализ на ефективността. — С.: Класика-Стил, 2008.
5. Г. Младенова, Маркетингово планиране. — 2007.

Харченко Н. В., канд. екон. наук, доц.,
Полтавська державна аграрна академія

ТРИФАЗНА МОДЕЛЬ ДИСКОНТУВАННЯ ДИВІДЕНДІВ

Трифазна модель дисконтування дивідендів поєднує особливості двофазної моделі і моделі «Н». У ній передбачається наявність початкового періоду високого зростання, перехідного періоду, коли зростання падає, а також заключної фази стабільного зростання. Це найзагальніша модель, оскільки вона не накладає ніяких обмежень на коефіцієнт виплат.

У цьому випадку цінність акції являє собою наведену вартість очікуваних дивідендів у період швидкого зростання і перехідної

фази, а також цінність заключної ціни на початку завершальної фази стабільного зростання.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_t \times (1 + g_a)^t \times \Pi_a}{(1 + k_{e,hg})} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,st})} + \frac{EPS_t \times (1 + g_n) \times \Pi_n}{(k_{e,st} - g_n) \times (1 + r)^n} \quad (1),$$

де EPS_t — прибуток на акцію в рік t ;

DPS_t — дивіденди на акцію в рік t ;

g_a — темпи зростання у фазі швидкого зростання;

g_n — темпи зростання в стабільній фазі;

Π_a — коефіцієнт виплат у фазі швидкого зростання;

Π_n — коефіцієнт виплат у фазі стабільного зростання;

k_e — вартість капіталу у фазі: швидкого зростання (hg); перехідною (t); стабільного зростання (st).

Гнучкість моделі робить її корисним інструментом для аналізу будь-якої фірми, яка буде зазнавати зміни не тільки в частині зростання, але й в інших відношеннях. Дана модель найкращим чином підходить для тих фірм, які відрізняються винятковими темпами зростання часу зараз і будуть зберігати їх протягом початкового періоду, після чого диференціююча перевага фірми буде вичерпуватися, що поступово приведе до зниження темпів та до стабільного рівня.

Згідно даних ВАТ «Укртелеком» прибуток на акцію в 2008 році становив 0,026 грн; дивіденди на акцію — 0,014 грн; коефіцієнт виплати дивідендів у 2008 року — 0,5; дохід на власний капітал — 5,8 %.

Ми почнемо з оцінки очікуваної вартості власного капіталу у фазі високих темпів зростання. Ми використовуємо висхідні коефіцієнти бета з урахуванням боргу у розмірі 0,8 і безризикову ставку, що становить 3,40 %. Ми використовуємо премію за ризик 3,6 %, що істотно перевищує премію зрілого ринку, що дорівнює 2 %, яку ми раніше використовували в оцінках, щоб врахувати ризик компанії. Вартість власного капіталу можна оцінити для періоду високих темпів зростання.

$$\text{Вартість власного капіталу}_{\text{високі темпів росту}} = 3,4\% + 0,8(3,6\%) = 6,28\%.$$

У період стабільного зростання пропонуємо, що коефіцієнт бета буде залишатися на рівні 0,8, проте для того, щоб врахувати

досягнення зрілості багатьма ринками, що формуються, скоротимо премію за ризик до 3 %.

$$\text{Вартість власного капіталу}_{\text{стабільний ріст}} = 3,4\% + 0,8(3,0\%) = 5,8\%.$$

У перехідний період вартість власного капіталу буде лінійно падати з 6,28 % у 5-й рік до 5,8 % у 10-й рік.

Очікувані темпи на етапі швидкого зростання оцінюються через поточний дохід на власний капітал 5,8 % і коефіцієнт виплат 50 %.

Очікувані темпи зростання = коефіцієнт нерозподіленого прибутку = $(1 - 0,5)(0,058) = 1,25\%$.

У перехідний період очікувані темпи зростання лінійно знижуються з 1,25 % до стабільних у розмірі 0,6 %. Для оцінки коефіцієнта виплат у період стабільного зростання припустимо, що дохід на власний капітал для фірми дорівнює 5 %.

$$\text{Коефіцієнт виплат в стабільний період} = 1 - \frac{g}{\text{ROE}} = 1 - \frac{0,6\%}{5} = 88\%.$$

У перехідний період коефіцієнт виплат буде лінійно збільшуватися з 50 % до 88 %.

Оскільки вартість власного капіталу змінюється щороку, перші п'ять років вона складає 6,28 %, у шостий рік — 6,18 % і в сьомий рік — 6,08 %, наведена вартість повинна обчислюватися як кумулятивна вартість власного капіталу. В 7-й рік наведена вартість дивідендів дорівнює:

$$\begin{aligned} \text{Наведена вартість дивідендів 7-го року} &= \\ &= \frac{0,014}{(1,0628)^5 (1,0618)(1,0608)} = 0,009 \text{ грн.} \end{aligned}$$

Заключна ціна до моменту завершення 10-го року може бути обчислена, виходячи з: прибутку на акцію в 11-й рік, стабільних темпів зростання 0,6 %, вартості власного капіталу 5 % і коефіцієнта виплат 88 %:

$$\text{Заклучна ціна} = \frac{0,026(1,006)(0,88)}{0,05 - 0,006} = 0,523.$$

Представляємо компоненти цінності:

Наведена вартість дивідендів у фазу швидкого зростання: $0,15(0,03 \times 5)$.

$$\text{Наведена вартість дивідендів 5-го року} = \frac{0,041}{(1,0628)^5} = 0,03.$$

Наведена вартість дивідендів в перехідну фазу: $0,04 (0,008 \times 5)$

$$\begin{aligned} \text{Наведена вартість дивідендів 10-го року} &= \\ &= \frac{0,014}{(1,0628)^5 (1,0618)(1,0608)^4} = 0,008 \text{ грн.} \end{aligned}$$

Наведена вартість заключної ціни в кінці перехідної фази:

$$\text{Наведена вартість заключної ціни} = \frac{0,523}{(1,0628)^5 (1,0618)(1,0608)^4} = 0,287.$$

Цінність акції компанії: $0,15 + 0,04 + 0,287 = 0,477$.

Припустимо, акції ВАТ «Укртелеком» торгували за ціною 1 грн за штуку.

Це означає, що акції торгували за завищеною ціною.

Якщо скоректувати коефіцієнт виплати дивідендів з урахуванням змін в очікуваних темпах зростання, то можна отримати прийнятну оцінку цінності навіть для фірм, що не виплачують дивіденди. Таким чином, швидкоросла фірма, що зараз не виплачує дивіденди, може бути все ж таки оцінена на основі дивідендів, які, ймовірно, почнуть виплачуватися після зниження темпів зростання. Проте, якщо коефіцієнт виплат не відкоректований з урахуванням змін темпів зростання, то модель дисконтування дивідендів здатна занижити цінність фірм, що не виплачують дивіденди або виплачують їх у невеликому розмірі.

На закінчення можна відзначити, що в разі купівлі акції публічної компанії, єдиний вид грошових потоків, який очікується в отриманні безпосередньо від цієї інвестиції, — це дивіденди. На цій простій передумові будується модель дисконтування дивідендів. При цьому доводиться, що цінність акцій, в цьому випадку, є наведена вартість очікуваних у майбутньому дивідендів.

Література

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 428—464.