

ТЕРМІНАЛЬНА ВАРТІСТЬ: ЗВ'ЯЗОК З ПРУДЕНЦІЙНОЮ ВАРТІСТЮ

В методі дисконтованих грошових потоків термінальна вартість є критичною величиною, що істотно впливає на вартість майна, яка визначається за цим методом.

У зв'язку з цим гостро стоїть проблема визначення величини термінальної вартості, яку ще називають і реверсією, в кінці прогнозного терміну надходження доходів.

Суть методу дисконтованих грошових потоків полягає у сумуванні перерахованих (дисконтованих) майбутніх, так званих «чистих» доходів. Такими чистими доходами можуть бути чисті операційні доходи, грошові потоки на власний чи на весь інвестований капітал і т.і. Вартість майна визначається як сума теперішніх, тобто поточних (на дату оцінки) їх величин впродовж всіх прогнозних періодів разом з продисконтованою термінальною вартістю.

Загальна формула обчислення величини вартості має вигляд:

$$C = \frac{\Delta_1}{1+i} + \frac{\Delta_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\Delta_N}{(1+i)^N} + \frac{TV}{(1+i)^N}$$

де Δ_k – «чистий» дохід в k -ому періоді (році), $k=1,2,\dots,N$;

i – ставка дисконту;

TV – термінальна вартість в кінці N -го періоду.

Слід відзначити, що дисконтування в кожному періоді не обов'язково проводиться на кінець періоду, а може проводитись і на середину року (на кінець першого чи третього кварталу) в залежності від часу надходження основної суми доходу. Однак термінальна вартість дисконтується на кінець останнього прогнозного періоду тому, що вона є постпрогносною вартістю, тобто вартістю оцінюваного майна в кінці останнього прогнозного періоду.

Крім того, не розглядається більш загальний випадок змінних ставок дисконту в кожному періоді, а вважається, що ставка дисконтування одна і та ж в усіх періодах.

Стандартний і найбільш поширений спосіб обчислення величини термінальної вартості полягає в наступному. Допускається, що по закінченню N -го прогнозного періоду в кожному з наступних за ним періодах доходи Δ_{N+1} , Δ_{N+2} і т.д. змінюються з певним темпом g відносно доходу Δ_N . Тобто:

$$\Delta_{N+1} = \Delta_N (1 + g),$$

$$\Delta_{N+2} = \Delta_{N+1} (1 + g) = \Delta_N (1 + g)^2$$

$$i.m.\partial., \Delta_{N+K} = \Delta_N (1 + g)^K, \text{де } -1 < g < i.$$

В цьому випадку:

$$TV = \frac{\Delta_N(1+g)}{1+i} + \frac{\Delta_N(1+g)^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\Delta_N(1+g)^K}{(1+i)^K} + \dots + \frac{\Delta_N(1+g)^{N+K}}{(1+i)^{N+K}} = \frac{\Delta_N(1+g)}{i-g},$$

де $K = 1, 2, 3, \dots$,

тобто по формулі Гордона.

Застосування формули Гордона для визначення величини термінальної вартості з економічної точки зору не витримує критики з наступних причин:

1. Нескінченність потоків доходів після N -го прогнозного періоду можливе тільки для невичерпних активів, коли потік доходів триває впродовж нескінченного часу.
2. Важко допустити узгодженість потоків доходів впродовж нескінченного періоду, так щоб кожен наступний дохід з однаковим темпом змінювався відносно попереднього.
3. Малоімовірно також, що ставка дисконту буде незмінною впродовж безмежної кількості періодів.

Отже, розрахунок термінальної вартості за формулою Гордона є звичайнісінький математичний трюк і позбавлений економічного змісту. Саме через це гостро стоїть проблема вірогідного розрахунку термінальної вартості.

Міжнародні стандарти оцінки в редакції 2025 року (МСО 103 Підходи і методи оцінки) вказують, що оцінювачі можуть застосовувати для розрахунку термінальної вартості будь-який метод, в тому числі і модель Гордона для активів з необмеженим терміном служби. Для інших активів (активів з обмеженим терміном життя чи таких, стан яких погіршується з часом) рекомендується використовувати ринкову вартість активу в кінці прогнозного періоду, зокрема, і вартість ліквідації для активів з обмеженим терміном життя.

Взявши ці рекомендації до уваги, в загальному випадку можна покласти термінальну вартість в кінці N -го періоду рівною $K_N C$, де K_N – деяка константа, яка показує як зміниться величина термінальної вартості в порівнянні з вартістю на дату оцінки. Тобто завжди можна покласти:

$$TV = K_N C$$

Коефіцієнт K_N показує, в яку сторону зміниться термінальна вартість (в більшу, якщо $K_N > 1$ і в меншу, якщо $0 < K_N < 1$) в порівнянні з шуканою вартістю C на дату оцінки.

В цьому випадку отримуємо, що в рамках методу дисконтованих грошових потоків вартість визначається зі співвідношення:

$$C = \frac{\left(\frac{\Delta_1}{1+i} + \frac{\Delta_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\Delta_N}{(1+i)^N} \right)}{\left(1 - \frac{K_N}{(1+i)^N} \right)}$$

З цього співвідношення як наслідок отримуємо, що константа K_N завжди менша ніж $(1+i)^N$. Тобто термінальна вартість в жодному випадку не може бути більшою в $(1+i)^N$ раз ніж поточна (на дату оцінки) вартість.

Крім того, з останнього співвідношення автоматично отримуємо, що якщо допустити, що:

$$\Delta_2 = \Delta_1 (1+g), \dots, \Delta_{k+1} = \Delta_k (1+g)^k, \\ \text{а } K_N = (1+g)^N,$$

то

$$C = \frac{\Delta_1}{i-g}, \quad -1 < g < i$$

Іншими словами, формула Гордона справедлива і для скінчених періодів прогнозування, якщо у всіх прогнозних періодах чистий грошовий потік змінюється з постійним темпом $-1 < g < i$, а термінальна вартість:

$$TV = (1+g)^N C,$$

де C – шукана вартість на дату оцінки.

Іншими словами, якщо прогнозується, що в кінці N -го періоду термінальна вартість зміниться в $(1+g)^N$ раз по відношенню до шуканої вартості на дату оцінки, то справедлива формула Гордона.

В останній час дуже актуальною стала проблема визначення пруденційної вартості майна, зокрема, нерухомості.

Нагадаємо, що Базельський комітет з банківського нагляду запропонував нову систему оцінки. Він поставив за мету створити банківську систему, яка буде «стійкою та здатною підтримувати реальну економіку і зробити позитивний внесок у стале економічне зростання протягом середньострокової перспективи». (BCBS, 2017, с. 1). У рамках цього прагнення було запропоновано нову оцінювання.

Визначення Базеля III таке:

«Вартість майна: оцінка повинна бути проведена незалежним оцінювачем з використанням розумно консервативних критеріїв оцінки. Для того, щоб гарантувати, що вартість майна оцінюється розумно консервативно, оцінка повинна виключати очікування зростання цін і повинна бути скоригована з урахуванням потенційної можливості того, що поточна ринкова ціна буде значно вищою за вартість, яка буде стійкою протягом строку дії кредиту. Національні наглядові органи повинні надавати рекомендації, встановлюючи розумні критерії оцінки, якщо таких рекомендацій ще не існує в національному законодавстві. Якщо можна визначити ринкову вартість, оцінка не повинна бути вищою за ринкову вартість...». (BCBS, 2017)

Основне, що явно відрізняє нову, так звану пруденційну вартість, від ринкової вартості, полягає у тому, що «оцінка повинна виключати очікування зростання цін» і «повинна бути скоригована з урахуванням потенційної можливості того, що поточна ринкова ціна буде значно вищою за вартість, яка буде стійкою протягом терміну кредиту». Пруденційна вартість також відрізняється і від вартості іпотечного кредитування (MLV), але очевидно, що існує певна синергія між двома вищезазначеними критеріями та «довгостроковими стійкими аспектами майна» в рамках MLV.

За своєю концепцією пруденційна вартість суттєво відрізняється від ринкової вартості, оскільки ринкова вартість – це єдиний знімок очікуваної ціни обміну на дату оцінки (наприклад, на дату видачі кредиту), вона залишається постійною впродовж кредиту і не претендує на те, щоб передбачити, що може статися з вартістю протягом терміну дії кредиту. Вона відрізняється від вартості іпотечного кредитування, оскільки не враховує «довгострокові стійкі аспекти нерухомості, звичайні та місцеві ринкові умови, поточне використання та альтернативні відповідні види використання нерухомості». Однак концептуально система пруденційної вартості, яка включає в себе посилення на питання, що тривають протягом усього терміну кредиту, і спроби врахувати коливання ринкових цін, здається ближчою до вартості іпотечного кредитування, ніж до ринкової вартості.

Водночас наразі немає узгодженої концепції визначення та запропонованої методології оцінки для визначення пруденційної вартості в контексті нерухомості. В основному поява концепції та проблема визначення пруденційної вартості пов'язана з коливаннями вартості нерухомості в часі. Оскільки найбільш поширена концепція ринкової вартості передбачає оцінку відповідної вартості на фіксований період часу, то в будь-який інший момент часу протягом терміну дії кредиту або будь-якого іншого виду фінансового проекту вартість майна може бути нижчою або вищою від такого оціночного рівня на дату її визначення.

Для цілей кредитування в цілому прийнятий консервативний підхід для забезпечення необхідних коригувань ринкової вартості активів, як це передбачено зміненням Європейським Регламентом 575/2013.

Для подальшого підвищення стійкості фінансової системи в усьому світі визнано, що лише ринкової вартості недостатньо і необхідні консервативні коригування, щоб виключити будь-яке можливе надмірне кредитування в банківських операціях. Ця базова концепція тепер відображена в оновлених пруденційних вимогах ЄС, які все ще ґрунтуються на ринковій вартості, але яка має бути відповідним чином скоригована. Це означає, що ринкова вартість активів як концепція і ключова основа вартості все ще повинна відігравати ключову роль у парадигмі пруденційної оцінки. Це видається цілком обґрунтованим, оскільки для оцінки необхідних коригувань ми повинні відображати очікувані зміни ринкової вартості активів у часі, зафіксовані на певний момент часу.

Як випливає з вищевикладеного, вартість буде завжди пруденційною, якщо термінальна вартість в кінці кожного періоду буде меншою ніж поточна (на дату оцінки) ринкова вартість, тобто коли

$$TV=KNC, \text{ де } 0 < KN < 1.$$

Висновок: Пруденційна вартість майна в рамках доходного підходу обраховується зі співвідношення:

$$C = \frac{\left(\frac{\Delta_1}{1+i} + \frac{\Delta_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\Delta_N}{(1+i)^N} \right)}{\left(1 - \frac{KN}{(1+i)^N} \right)}$$

де $0 < KN < 1$.

Конкретний вибір величини KN визначається замовником оцінки, зокрема, банком, виходячи з ризиків, що притаманні оцінюваному майну. Величини $\Delta_1, \Delta_2, \dots, \Delta_N$ визначаються як «чисті» грошові потоки в кожному періоді.

В той же час при визначенні ринкової вартості KN може бути і більшим від одиниці, але не більшим ніж $(1+i)^N$.

Степан МАКСИМОВ