

О. Nehrych

## CLASSIFICATION CRITERIA OF FORMS FOR FOREIGN DIRECT INVESTMENT

The main forms of foreign direct investment realization are described and analyzed in the article. The fundamental classification criteria of forms are: forms, based on contracts; with the aim of enterprise expansion; based on forms of participation and others.

*Key words:* foreign direct investment, forms of investing, investor's motivations.

© О. Негрич

Надійшла до редакції 16.07.2012

УДК 330.133:336.763

## ОЦІНКА ВАРТОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

МИХАЙЛО НІКІТІН,

*аспірант кафедри фінансів Донецького університету економіки та права*

У статті досліджені особливості проведення оцінки вартості корпоративних цінних паперів, визначено оптимальний підхід для оцінки справедливої вартості емітента відповідно до особливостей обігу корпоративних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку. Розроблені рекомендації щодо вдосконалення оцінки корпоративних цінних паперів.

*Ключові слова:* корпоративні цінні папери, вартість цінних паперів, ринкова вартість, справедлива вартість, фінансові ризики, дохідність, вартість капіталу, фондовий ринок.

**Постановка проблеми.** Сьогодні на внутрішніх ринках більшості країн із розвинутою економікою склалася ситуація, за якої, попри сприятливі зовнішні умови, спостерігається дефіцит інвестиційних ресурсів у промисловому секторі економіки та їх надлишок на фондовому ринку. Визначення рівня ризиків та ступеня дохідності корпоративних цінних паперів є необхідним для прийняття рішень, пов'язаних з управлінням компанією, інвестуванням і наданням кредитних коштів.

**Аналіз досліджень та публікацій.** Проблему оцінки вартості корпоративних цінних паперів розглянуто в працях вітчизняних та зарубіжних науковців І. Бланка, Б. Данилишина, Л. Долінського, А. Скрипника, Д. Коробко, І. Лютого, О. Мозгового, М. Назарчука, В. Нікіфорової, Т. Берднікової, Р. Тьюлза, Р. Брейлі, С. Майерса, Д. Маршала та інших. Усе ж залишаються недостатньо систематизованими й науково обґрунтованими особливості оцінки вартості цінних паперів в аспекті залучення інвестицій до корпоративного сектора економіки. Вартість цінних паперів, як правило, відрізняється від ціни й визначається в процесі експертної оцінки, що не завжди є об'єктивною. Таким чином, однією з актуальних проблем сьогодення є пошук шляхів об'єк-

тивної оцінки вартості корпоративних цінних паперів та емітента в цілому.

**Метою** дослідження є розгляд особливостей проведення оцінки корпоративних цінних паперів, визначення оптимального підходу до оцінки справедливої вартості емітента відповідно до особливостей обігу корпоративних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку.

Для досягнення поставленої мети виконані такі основні **завдання** дослідження:

- дослідити загальноприйняті підходи до оцінки вартості корпоративних цінних паперів;
- визначити переваги та недоліки оцінки вартості цінних паперів в умовах функціонування вітчизняного фондового ринку;
- розробити конкретні рекомендації щодо вдосконалення оцінки корпоративних цінних паперів.

**Виклад основного матеріалу.** У практиці світових фондових ринків розрізняють дві основні категорії вартості цінних паперів - ринкову вартість (*market value - MV*) і справедливу ринкову вартість (*fair market value - FMV*). Ринкова вартість при цьому виступає в якості нижнього рівня, а справедлива ціна віддзеркалює верхній максимально можливий рівень вартості. Справедлива ціна визначається як ціна, за якою активи компанії можуть бути про-

дані в результаті добровільної угоди між продавцем та покупцем за умови, що обидві сторони угоди купівлі-продажу володіють достатньою інформацією, не знаходяться під впливом та не мають обмежень у часі [1, с. 94].

Сьогодні існує декілька підходів до оцінки вартості цінних паперів, які ґрунтуються на різних методах, що залежать від цілей оцінки. Усе частіше застосовуються міжнародні стандарти та підходи до оцінки цінних паперів. Одним з таких прикладів є застосування міжнародних стандартів оцінки в загальноприйнятих положеннях Національного стандарту № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав", у якому для проведення оцінки майна застосовуються такі основні методичні підходи: витратний (майновий - для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів), дохідний, порівняльний [2]. При визначенні справедливої вартості корпоративних цінних паперів, на нашу думку, найбільш об'єктивним є дохідний підхід до оцінки, що базується на методах прямої капіталізації доходу та методі непрямої капіталізації доходу (дисконтуванні грошового потоку). При використанні цього підходу застосовують ставку капіталізації та ставку доходу для певного виду цінних паперів.

Ставка капіталізації характеризує норму доходу на інвестований капітал (власний та/або позиковий) і норму його повернення.

Ставка дисконту характеризує норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в післяпрогнозний період, відповідно до якої на дату оцінки покупець може інвестувати кошти в придбання об'єкта оцінки з урахуванням компенсації всіх своїх ризиків, пов'язаних з інвестуванням. Недоліком дохідного підходу до оцінки корпоративних цінних паперів є те, що при його використанні не враховується рівень ризику щодо інвестування, що не дає повною мірою оцінити цей фінансовий інструмент.

Більш повно враховується рівень ризику при аналізі вартості цінних паперів при використанні методики оцінки, запропонованої Національним банком України в Положенні про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями [3]. Для визначення справедливої вартості банк користується даними котирувань цінних паперів, унесених до біржового реєстру, у разі відсутності даних, фінансової звітності. Таким чином, банк розраховує розмір резерву, забезпечуючи покриття ризиків за цінними паперами, на суму накопиченої уцінки за цими цінними паперами на дату розрахунку резерву із застосуванням формули:

$$P_{цп} = B_{Вцп} - T_{Вцп},$$

де  $P_{цп}$  - сума резерву за цінним папером;  $B_{Вцп}$  - балансова вартість цінного папера, визначена банком відповідно до нормативно-правових актів Національного банку України з бухгалтерського обліку, без урахування суми раніше сформованого резерву;  $T_{Вцп}$  - теперішня вартість попередньо оцінених майбутніх грошових потоків за цінним папером, визначена банком відповідно до нормативно-правових актів Національного банку України з бухгалтерського обліку.

Проаналізувавши методику оцінки цінних паперів, запропоновану Національним банком, слід відзначити, що банк оцінює фінансовий стан емітента щоразу під час укладання договору про придбання цінного папера (крім цінних паперів, унесених до біржового реєстру) розраховуючи показник ризику цінного папера з присвоєнням одного з п'яти класів ризику. Визначення показника ризику цінного папера здійснюється банком за результатами комплексного аналізу фінансового стану емітента, виду цінного папера та його поточної вартості, а також усієї наявної в банку достовірної інформації про обіг відповідних цінних паперів на фондовому ринку. При здійсненні оцінки емітента банк визначає справедливу вартість цінного папера і формує резерви, необхідні для покриття ризиків, пов'язаних із можливими збитками.

У бухгалтерському обліку оцінка вартості цінних паперів здійснюється відповідно до Положень (стандарту) бухгалтерського обліку 24 "Прибуток на акцію". Згідно з цим стандартом на підприємствах розраховуються лише показники прибутку на акцію. Так, чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію визначається діленням різниці між сумою чистого прибутку (збитку) і сумою дивідендів на привілейовані акції, на середньорічну кількість простих акцій в обігу. Скорегований чистий прибуток (збиток) - чистий прибуток (збиток) після вирахування дивідендів на привілейовані акції, скорегований на вплив розподілюючих простих акцій [4]. Для фінансових посередників розрахунок даного показника дохідності на акцію є необхідним, оскільки він віддзеркалює ефективність фінансових вкладень в разі інвестицій у цінні папери. Незважаючи на те, що порядок розрахунку, прийнятий в П(с)БУ 24 "Прибуток на акцію", уведений в дію в 2001 році, він не містить методичного обґрунтування визначення сукупної вартості емітента корпоративних цінних паперів.

На нашу думку, конкурентоспроможність галузі, а особливо самого підприємства значною мірою впливає на інвестиційну привабливість, яка залежить від рівня ризику ведення бізнесу, що пов'язано, у першу чергу, із рівнем рентабельності, структурою капіталу та попитом серед біржових спекулянтів та потенційних інвесторів на цінні папери корпоративних підприємств. Обґрунтування методики визначення величини субординованого капіталу підприємства та величини капіталізованого чистого прибутку зроблено Г. В. Астаповою, яка, зокрема, зазначає: "... результатом інвестиційної діяльності корпорації з одного боку виступає прибуток, отриманий у вигляді курсової різниці в разі передачі (продажу) корпоративних прав, а з другого - прибуток, отриманий у вигляді дивідендів або відсотків" [5, с. 33]. При оцінюванні цінних паперів, розміщених на вторинному ринку, відбувається визначення моделі оцінки капітальних активів, визначається рівноважна модель дохідності ризикових активів. Таким чином, усі агенти вторинного ринку поводяться у відповідності з теорією портфеля, яка визначає, що програма інвестицій у фінансові активи складається на один період, на початку якого відбуваються вкладення, а в кінці надходять доходи. Ризик доходів на цінні папери визначається варіацією або стандартним відхиленням, цінні папери безкінечно подільні й продаються на досконалому ринку, на якому відсутні тран-

закційні витрати, інформація розподіляється симетрично між учасниками угод [6, с. 167-168].

Очікуваний дохід за цінними паперами визначається за формулою:

$$R_s = \left( \frac{d + V_1}{V_0} - 1 \right) * 100\%,$$

де  $R_s$  - дохідність корпоративних цінних паперів, %;  $d$  - очікуваний в кінці періоду дивіденд, процент;  $V_1$  - очікувана в кінці періоду ціна, грн;  $V_0$  - ціна цінного папера на початку періоду, грн.

Недоліком теорії портфеля в умовах функціонування корпоративного сектора України є те, що виплату дивідендів здійснюють лише поодинокі підприємства. Слід також зазначити, що застосування дивідендної політики корпораціями при відсутності допуску до організованого ринку не сприяє збільшенню поточної капіталізації активів компанії, а також активному залученню додаткового капіталу. Проведення різного роду дивідендної політики публічними акціонерними компаніями, що перебувають на позабіржовому ринку, у першу чергу спрямоване на створення однорідного складу акціонерів шляхом виключення міноритарних власників, які мають здебільшого спекулятивний інтерес, та подальшого перетворення публічних акціонерних компаній на приватні. Застосування агресивної та помірної дивідендної політики як серед новостворених компаній, так і серед компаній, які існують тривалий час, виправдане, можливе лише при розміщенні корпоративних цінних паперів на організованих торговельних майданчиках, а також при підтримці їх лістингу.

У практиці інвестиційного аналізу, яка активно використовується при оцінюванні компанії в цілому або її частини, як зазначає Д. В. Коробков, найбільш поширеним підходом є метод мультиплікатора (порівняння з аналогами), заснований на визначенні спеціальних ринкових коефіцієнтів відношення ринкової ціни однієї акції або загальної вартості компанії до певних економічних показників, які характеризують її діяльність, із подальшим порівнянням отриманих значень із середньогалузевими даними. На основі добутку відносних відхилень знайдених мультиплікаторів від аналогічних середньогалузевих показників робиться висновок про рівень недооцінки або переоцінки досліджуваного об'єкта [7, с. 94-101].

При оцінці вартості корпоративних підприємств, що розміщені на провідних торговельних майданчиках, застосування методу мультиплікатора є найбільш доцільним, оскільки відображає загальні тенденції розвитку підприємства в порівнянні з даними по певній галузі.

Для оцінки вартості цінних паперів та самого емітента ми пропонуємо звертати увагу на аналіз динамічних показників, таких як співвідношення капіталізації суб'єкта та його балансової вартості.

$$K_c = \frac{P_v}{B_v},$$

де  $K_c$  - коефіцієнт капітаоемності корпоративного підприємства;  $P_v$  - капіталізація корпоративного

підприємства, грн;  $B_v$  - балансова вартість корпоративного підприємства, грн.

Капіталізацію корпоративного підприємства слід розраховувати шляхом множення загальної кількості пайових цінних паперів відповідного емітента на середню ціну котировок акцій у досліджуваному періоді:

$$P_v = \sum q \times \Delta k,$$

де  $P_v$  - капіталізація корпоративного підприємства, грн;  $\sum q$  - загальна сума пайових цінних паперів, грн;  $\Delta k$  - середня ціна котировки пайових цінних паперів у досліджуваній період.

Також важливим показником є відношення номінальної (балансової вартості) цінного папера до середньозваженої ринкової ціни, що характеризується коефіцієнтом інвестиційної привабливості цінного папера.

$$K_i = \frac{V_m}{V_n},$$

де  $K_i$  - коефіцієнт інвестиційної привабливості цінного папера;  $V_n$  - номінальна вартість цінного папера, грн;  $V_m$  - середньозважений показник ринкової вартості цінного папера, грн;

$$V_m = \frac{\sum P_m}{\sum q},$$

де  $\sum P_m$  - загальна вартість виконаних угод за цінними паперами емітента в досліджуваній період, грн;

$\sum q$  - загальна кількість цінних паперів емітента за укладеними угодами в досліджуваній період, шт.

Можна говорити про недооціненість емітента в разі, якщо  $K_i < 1$ , що слід пов'язувати з низькою ліквідністю цінних паперів на фондовому ринку або навіть повною відсутністю пропозицій щодо купівлі-продажу серед учасників фондового ринку. Слід також відзначити, що при значенні коефіцієнта  $K_i > 1$  ринкова вартість цінних паперів перевищує номінальну вартість, що свідчить про значний попит на фінансовий інструмент серед фінансових посередників та інвесторів. У разі перевищення значення  $K_i > 2$  або  $K_i < 0,5$  емітенту слід проаналізувати ключові фінансові показники і при їх значних розбіжностях у порівнянні із середньогалузевими показниками слід зробити переоцінку активів підприємства.

Якщо до складу акціонерного капіталу входять запозичені кошти, визначаючи ризики при оцінці вартості цінних паперів, слід використовувати значення фінансового левіриджу. Показники фінансового левіриджу визначаються як співвідношення позикового капіталу до загальної суми власного капіталу суб'єкта господарювання.

$$l = B / S,$$

де  $l$  - фінансовий леверидж;  $B$  - частка позикового капіталу, грн;  $S$  - частка власного капіталу, грн.

Чим вищим є показник фінансового левериджу, тим вища дохідність акціонерів, але при цьому зростає ризик виникнення фінансової залежності від кредитних коштів, що може привести до виникнення кризових явищ, пов'язаних із платоспроможністю.

Фінансовий леверидж впливає також і на рівень вартості капіталу підприємства. Вартість змішаного капіталу складається з двох складових: вартості акціонерного та запозиченого капіталу. Так, у розрахунку на одну грошову одиницю загальна вартість капіталу підприємства розраховується в такий спосіб:

$$c = P_v \frac{S}{S+B} + i \frac{B}{S+B} = \frac{P_v + il}{1+l},$$

де  $c$  - середньозважена вартість капіталу, грн;  $P_v$  - капіталізація суб'єкта господарської діяльності;  $i$  - гарантована кредитна відсоткова ставка.

Оскільки дохід власника судного капіталу закріплений відсотковою ставкою, усі ризики, пов'язані з діяльністю підприємства, покладають на безпосередніх власників - акціонерів компанії. Підвищення ризику акціонерів у зв'язку зі зниженням частки власного капіталу в загальному складі капіталу підприємства компенсується підвищенням дохідності цінних паперів за рахунок зниження ринкової вартості цінних паперів, не зважаючи на збільшення балансової вартості капіталу.

### Висновки

Оцінка цінних паперів забезпечує визначення ринкової вартості цінних паперів, яке нерозривно пов'язане із завданнями діяльності різних учасників ринку цінних паперів: емітентів, інвесторів, професійних учасників, державних органів, органів місцевого самоврядування та інших учасників. Визначення актуальної вартості цінного папера, як із точки зору інвестора, так і емітента, має впливати з оптимальної організаційно-економічної моделі проведено-

ня оцінки якості цінного папера. Найбільш справедливою є колективна оцінка вартості корпорації, що здійснюється шляхом визначення ринкової вартості цінних паперів на організованому фондовому ринку. Одним зі шляхів удосконалення методології оцінки вартості емітента є розробка фінансово-організаційного механізму лістингу корпоративних цінних паперів, що надасть можливість визначати справедливу ринкову вартість цінних паперів при дотриманні фінансових норм діяльності керівництвом компаній, забезпечить захист прав власників і підвищить надійність підприємства.

### ЛІТЕРАТУРА:

1. Бондар М. І. Інвестиційна діяльність: методика та організація обліку і контролю : [монографія] / М. І. Бондар. К. : КНЕУ, 2008. - 256 с.
2. Про затвердження Національного стандарту № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав" Кабінет Міністрів України ; Постанова, Стандарт від 10.09.2003 № 1440 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п>.
3. Про затвердження Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями. Національний банк; Постанова, Перелік, Положення від 25.01.2012 № 23 [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0231-12>.
4. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 24 "Прибуток на акцію" Мінфін України; Наказ, Положення від 16.07.2001 № 344 (редакція від 10.01.2012) [Електронний ресурс]. - Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0647-01>.
5. Астапова Г. В. Корпоративное управление и корпоративные финансы в условиях трансформационной экономики : [монографія] / Г. В. Астапова. - Донецк : Издательство Сталкер, 2004. - 183 с.
6. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. - [2-е русс. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.)]. - М. : Олимп-Бизнес, 2008. - 1008 с.
7. Коробков Д. В. Мультипликатори оцінки акцій, які враховують рентабельність структури капіталу і ризик компанії / Д. В. Коробков // Фінанси України. - 2011. - № 1. - С. 94-101.

M. Nikitin

## ASSESSMENTS CORPORATE SECURITIES

The present work studies the peculiarities of corporate securities assessment and defines the best technique of calculation of eminent cost in respect to the peculiarities of corporate securities circulation at the domestic securities market. Besides, some recommendations for improving the corporate securities assessment are suggested.

**Key words:** corporate securities, the value of securities, market value, fair value, financial risks, profitability, cost of capital, the stock market.

© М. Нікітін

Надійшла до редакції 13.06.2012