

ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ПІДХОДИ ДО ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ  
АКЦІЙ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ

*Анотація*

*Розглядаються основні теоретико-правові підходи до оцінки ринкової вартості акцій вітчизняних підприємств.*

*Annotation*

*The main theoretically-legal approaches to assessing the market value of shares of domestic enterprises are examined.*

**Постановка проблеми.** Розвиток ринкових відносин в Україні обумовлює необхідність формування відповідного механізму зміни форм власності та забезпечення захисту кожної з них. Одним з елементів цього механізму є оцінка майна та майнових прав, у тому числі цінних паперів (акцій), як об'єкта права власності. Також необхідною умовою здійснення раціональної інвестиційної діяльності є оцінка корпоративних цінних паперів, зокрема акцій. При цьому виникає потреба оцінки якості акцій як з боку емітента, так і з боку інвестора. Ключовим параметром якості корпоративних акцій є їх ринкова вартість.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** У вітчизняній і зарубіжній літературі висвітлюються питання оцінки майна, майнових прав та бізнесу суб'єктів господарювання [1-3]. Однак методологія вартісної оцінки цінних паперів, зокрема акцій вітчизняних корпоративних підприємств, потребує удосконалення.

**Мета статті.** Метою статті є визначення основних теоретико-правових підходів, які лежать в основі оцінки ринкової вартості акцій вітчизняних підприємств.

**Виклад основного матеріалу.** Правові засади оцінки ринкової вартості цінних паперів визначають такі законодавчі та нормативні акти:

- Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» № 2658 від 12.07.2001 р. [4];

- Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затверджений постановою КМУ № 1440 від 10.09.2003 р. [5];

- Методика оцінки майна, затверджена постановою КМУ № 1891 від 10.12.2003 р. [6];

- Порядок визначення початкової вартості акцій ВАТ, що підлягають продажу на конкурсах, затверджений наказом ФДМУ № 105 від 23.01.2004 р. [7].

Згідно зі ст. 3 Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [див. 4] оцінка майна і майнових прав – це процес визначення їх вартості на дату оцінки за процедурою, встановленою

нормативно-правовими актами, та є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності.

Ширше поняття «оцінка» трактується Національним стандартом № 1 [див. 5]: оцінка – наука про вартість майна, частина економічного аналізу, що здійснюється на визначених наукових принципах та методологічній базі і є сполученням математичних методів та суб'єктивних міркувань оцінювача, що базуються на його професійному досвіді, мета якого полягає у виявленні найбільш ефективного, з економічного погляду, використання об'єкта через дослідження попиту і пропозиції на відповідному ринку, а також розробці економічної моделі оцінки об'єкта, яка б прогнозувала найбільш вірогідну ціну його продажу.

Ринкова вартість пакета акцій трактується як вид його оціночної вартості; вірогідна ціна пакета акцій, визначена шляхом оціночних процедур на дату оцінку, за яку він може бути проданий за відсутності додаткових умов продажу [8].

З'ясуємо також сутність акцій як цінних паперів корпоративних підприємств. Акція (share, stock, equity – англ.; action – франц.; actie – гол.; aktie – нім.) – емісійний цінний папір, випущений акціонерним товариством без встановленого строку обігу. Акція засвідчує внесення її власником частки в акціонерний капітал (статутний фонд) товариства [9].

У вітчизняній економічній науці є більш загальні визначення цього поняття. На наш погляд, можна погодитися з визначенням суті акцій Ю. Петрунею, згідно з яким акція – це особлива форма паю в капіталі господарського товариства певного типу, який виступає масштабом виміру часток пайового капіталу товариства взагалі, може мати власний ринковий обіг та фіксується як власність певної особи шляхом оформлення спеціального документа або/та складання спеціального реєстру [10].

В. Шелудько характеризує акцію як безстроковий цінний папір, емітентом якого може бути винятково акціонерне товариство. Власник акції є співвласником акціонерного товариства. Він приймає на себе і поділяє з іншими акціонерами всі підприємницькі ризики цього товариства. У разі погіршення фінансового становища товариства акціонер не має права вимагати повернення коштів, вкладених в акції. Він може лише запропонувати свої акції іншим учасникам ринку (якщо такі акції перебувають в обігу на ринку). Акціонерне товариство може викупити свої акції, однак не несе зобов'язань щодо їх викупу. Акціонер також не зобов'язаний повертати акції акціонерному товариству [11].

Згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» акція – це іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені відповідними

нормативно-правовими актами [12].

Розгляд питання формування ринкової вартості акцій необхідно здійснювати з врахуванням особливостей українського ринку акцій, який відноситься до ринків, що розвиваються. Як зазначають автори [13], саме такі ринки виявилися найбільш вразливими до сучасних процесів інтеграції фінансових ринків; існує певна загроза, що основний тягар нинішніх і майбутніх фінансових криз впаде на них.

Початок 2008 р. був відзначений глобальною фінансовою кризою, яка негативно вплинула на розвиток українського фондового ринку. Свій вплив на його падіння в цей період чинили також і внутрішні проблеми: висока інфляція, нестабільна політична ситуація, невизначеність у приватизаційній політиці, зростання цін на енергоносії тощо. У підсумку за перші 7 місяців 2008 р. індекс ПФТС впав на 44% – до 649,4 пункти, наблизившись таким чином до рівня початку 2007 р., а згодом це падіння стало ще більш суттєвим.

Отже, сьогодні основними чинниками, що впливають на формування цін на вітчизняному фондовому ринку, є зацікавленість іноземних інвесторів в українській економіці та відповідні обсяги вкладених ними коштів. У найближчій перспективі вони і надалі будуть залежати від ситуації на світовому фінансовому ринку. Однак з впевненістю можна стверджувати, що після закінчення фінансової кризи на перший план вийде конкурентоспроможність вітчизняного ринку цінних паперів [14].

Нині більшість акцій українських підприємств корпоративного сектору економіки або не беруть участі в обігу на фондовому ринку, або мають обмежений обіг і практично невідомі інвесторам. Ринкова вартість більшості акцій, як правило, недооцінена і є заниженою, а деякі акції взагалі не мають ринкової вартості, оскільки операції з ними не здійснювалися.

З огляду на це будемо розрізняти ті акції вітчизняних підприємств, що активно обертаються на ринку (в основі їх ринкової вартості лежить величина регулярних котирувань акцій, що виставляються учасниками фондового ринку), і ті, що не обертаються (або обмежено обертаються) на ринку, а відтак і не мають ринкової вартості (можемо визначати лише величину внутрішньої (фундаментальної) вартості, найбільш наближеної до ринкової).

Пропонований нами підхід передбачає, що *ринкова вартість акцій* – це така вартість, яка є задовільною для більшості учасників ринку (продавців і покупців акцій) і формується на організованому та відкритому фондовому ринку в умовах конкуренції під впливом множини чинників макро- і мікрорівня. Ринкова вартість акцій – це результат низки добровільних операцій з акціями, що здійснюються незалежними продавцями і покупцями, який відображається у грошовому еквіваленті і передбачає перехід майна від одного власника до іншого на певну дату, при цьому кожна із зацікавлених сторін діє свідомо та без примусу, маючи всю необхідну інформацію щодо цієї операції.

Внутрішня (фундаментальна) вартість акцій формується під впливом внутрішніх чинників компанії-емітента: вартості його активів, поточного фінансово-економічного та виробничого стану, перспектив розвитку бізнесу в майбутньому. Внутрішня вартість акцій визначається за допомогою експертного оцінювання незалежним аналітиком на основі його фахових знань та досвіду і стає підґрунтям для визначення так званої рекомендованої вартості (наближеної до ринкової) в результаті застосування додаткових премій та знижок, що характеризують особливості макро- і мікрооточення конкретного акціонерного товариства [15].

Отже, будемо виходити з того, що ринкову вартість мають:

- акції, що активно обертаються на фондовому ринку і щодо яких встановлені ринкові котирування професійними учасниками ринку;
- акції, з пакетами яких здійснювалися реальні операції між незалежними покупцями і продавцями в умовах конкуренції та відкритої інформації про торги.

Внутрішню (фундаментальну) вартість мають:

- низьколіквідні та неліквідні акції;
- акції, з пакетами яких не здійснювалися реальні операції між покупцями і продавцями або здійснювалися, але результати торгів недоступні широкому загалу, тому не можуть використовуватися для прикладу;
- акції, вартість яких визначається на основі інших підходів, ніж ринкові котирування або реальні операції.

Виходячи з викладеного вище, розглянемо процес формування ринкової вартості акцій вітчизняних підприємств, зауваживши при цьому, що він відбувається протягом всього життєвого циклу акціонерного товариства, внаслідок чого його капітал змінюється: зростає або зменшується під впливом різноманітних чинників макро- та мікрорівня. Акціонери (власники акцій) та інвестори (потенційні акціонери) постійно відслідковують зміни стану, структури та величини капіталу товариства. Виявлені учасниками фондового ринку (акціонерами, інвесторами, представниками інфраструктури ринку та іншими зацікавленими особами) зміни (позитивні й негативні) чинників макро- та мікрорівнів формують у кожний момент часу їх уявлення про справедливую ринкову вартість акцій АТ, за якими вони здійснюють спостереження. У підсумку це знаходить відображення в зміні учасниками фондового ринку котирувальних цін на акції. Учасники ринку акцій купують і продають акції підприємств лише за тією ціною, яка, на їх погляд, відображає найбільш точну вартість у кожний конкретний момент часу. У вказану ціну акцій учасники ринку включають всю інформацію про події, що вже відбулися на ринку, а також інформацію про майбутні події, оголошені публічно або відомі їм завдяки доступу до інсайдерської інформації.

Множина оцінок учасників ринку акцій щодо вартості акцій конкретного товариства забезпечує виникнення коридору цін, що формується з цін попиту та цін

пропозиції на ринку, який відображає справедливу ринкову вартість акцій. Для формування такої ціни необхідно дотримання низки умов [16]:

- ринок акцій має бути організованим, а інформація про котирування та події, що відбуваються на ринку, доступною для всіх зацікавлених осіб;

- на ринку акцій повинна бути представлена певна множина незалежних його учасників, оскільки в іншому випадку існує ризик встановлення маніпулятивних цін, які формуватимуться під впливом обмеженої кількості учасників;

- учасники ринку повинні діяти без примусу, враховуючи вплив різноманітних чинників макро- і мікрорівнів;

- інфраструктура ринку повинна забезпечувати всім учасникам ринку дотримання законності та встановлених норм ділового обігу.

Для товариств, акції яких не обертаються або обмежено обертаються на ринку, процес формування їх вартості суттєво відрізняється від процесу формування вартості акцій, що вільно обертаються на ринку. Це пов'язано з тим, що інформація про стан капіталу та фінансово-господарської діяльності таких АТ, як правило, є закритою для масового інвестора і доступною лише для обмеженого кола осіб: менеджменту компаній; стратегічних акціонерів, що володіють контрольними пакетами акцій; державних органів, які здійснюють контроль та нагляд за діяльністю підприємств; спеціалізованих організацій (наприклад, банків, в яких відкриті рахунки АТ); аудиторів та консультантів. Хоча вартість акцій таких товариств також формується під впливом чинників макро- та мікрорівня, однак акціонери та інвестори не враховують значну їх частину з огляду на недоступність інформації про товариство. Відповідно це не дозволяє їм оперативно отримувати інформацію про справедливу вартість акцій залежно від подій, що відбуваються на підприємстві.

Отже, необхідною стає допомога спеціалізованих оціночних організацій, які відповідно до Закону України « Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [див. 4] отримали ліцензії на здійснення відповідної діяльності, володіють власними методиками оцінки та на основі внутрішньої вартості акцій, а також з врахуванням певних чинників (зміни капіталу АТ, перспектив економічного розвитку країни, галузі, самого підприємства) визначають вартість акцій конкретного товариства, найбільш наближену до ринкової. Незалежні оцінювачі здійснюють оцінку пакетів акцій (міноритарних та мажоритарних пакетів), корпоративних часток у статутних фондах підприємств тощо. Оцінка здійснюється відповідно до Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна та майнових прав» [див. 5], а також, у разі наявності частки державного або комунальної власності, відповідно до Методики оцінки майна [див. 6].

**Висновки.** Таким чином, ринкова вартість акцій, що вільно обертаються на ринку, формується під впливом попиту і пропозиції учасників ринку на конкретні акції. При цьому учасники ринку, виставляючи ціну попиту/пропозиції, враховують

різноманітні чинники.

Ринкова вартість акцій, які не обертаються на ринку або обіг яких є обмеженим, визначається фахівцями на основі внутрішньої вартості акцій з врахуванням мікро- та макроекономічних чинників. Внутрішня вартість акцій як найбільш наближена до їх ринкової вартості формується під впливом фактичного стану бізнесу підприємства та очікувань щодо перспектив його розвитку.

Слід також зауважити, що формування вартості акцій відбувається не лише під впливом чинників макро- та мікрорівня, але й з врахуванням здатності акцій надавати акціонерам-інвесторам певні права щодо участі в управлінні діяльністю товариства-емітента та отримувати частину його прибутку у вигляді дивідендів. Таким чином, акції, як титул колективної власності на капітал акціонерного товариства, виступають не лише інвестиційним активом для акціонерів-інвесторів, а й надають їм певні права з управління, що, безумовно, впливає на оцінку ними вартості цінних паперів товариства та прийняття рішень про їх придбання.

#### Література

1. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия / Валдайцев С. В. – М. : ЮНИТИ, 2001. – 720 с.
2. Оцінка майна в Україні / за ред. Воротиної Л. І. – К. : Видавництво Європейського університету, 2005. – 216 с.
3. Круш П. В. Оцінка бізнесу / Круш П. В., Поліщук С. В. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 264 с.
4. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні. – Закон України № 2658-III від 12.07.2001 р. (із змінами і доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2658-14>.
5. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». Затв. постановою Кабінету Міністрів України № 1440 від 10.09.2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1440-2003-%EF>.
6. Методика оцінки майна. Затв. постановою Кабінету Міністрів України № 1891 від 10.12.2003 р. (із змінами і доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1891-2003-%EF>.
7. Порядок визначення початкової вартості пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що підлягають продажу на конкурсах. Затв. наказом ФДМУ № 105 від 23.01.2004 р. (із змінами і доповненнями) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0135-04>.
8. Положення про порядок експертної оцінки пакетів акцій, що належать державі, відкритих акціонерних товариств. Затв. наказом ФДМУ № 1524 від 11.12.1996 р.

- [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0746-96>.
9. Рубан О. І. Акції підприємств як особлива форма прояву акціонерного капіталу / Рубан О. І. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 3(70). – С. 74–78.
  10. Петруня Ю. Є. Акціонерні товариства в Україні: проблеми емітентів та інвесторів / Петруня Ю. Є. – Дніпропетровськ, 2000. – 100 с.
  11. Шелудько В. М. Фінансовий ринок / Шелудько В. М. – К. : Знання, 2006. – 535 с.
  12. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
  13. Міщенко В. І. Основні напрями забезпечення стабільності фінансового сектору України в контексті глобалізаційних процесів / Міщенко В. І., Міщенко С. В. // Фінанси України. – 2008. – № 5. – С. 56–69.
  14. Буряк П. Ю. Перспективні напрями підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України / Буряк П. Ю., Альошина Л. Є. // Вісник Львівської державної фінансової академії. – 2008. – № 15. – С. 44–49.
  15. Альошина Л. Є. Теоретико-методологічні аспекти формування ринкової вартості акцій українських підприємств / Альошина Л. Є. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 11(90). – С. 19–23.
  16. Альошина Л. Є. Теоретичні аспекти формування ринкової вартості акцій українських підприємств / Альошина Л. Є. // Регіональна економіка. – 2009. – № 2. – С. 81–87.