

країни. Понад 60 % коштів Фонду витрачається на оплату листків непрацездатності у випадку захворювання або травми застрахованої особи.

- узгодження стандартів медичного обслуговування згідно з досвідом Польщі, де обов'язкове медичне страхування вже запроваджено, у контексті проведення фінальної частини чемпіонату Європи з футболу "Євро-2012".

Отже, на основі аналізу літературних джерел із проблематики запровадження обов'язкового медичного страхування, варто відзначити, що цей вид страхування потребує чіткого визначення правових, організаційних та фінансових засад запровадження такої системи. Ефективне забезпечення прав громадян на охорону здоров'я є першочерговим соціальним пріоритетом. Дуже важливо, щоб особа, котра стає учасником такої системи, почувалася захищеною.

### Література

1. Конституція України від 28.06.1996 р. № 254 к/96-ВР.
2. Закон України "Про страхування" від 07.03.1996 р. № 85/96-ВР.
3. Проекти Законів України "Про загальнообов'язкове державне соціальне медичне страхування" № 1040, № 1040-1, № 1040-2 відповідно від 27.11.2007 р., 18.12.2007 р., 25.01.2008 р.
4. Карпишин Н.І. Обов'язкове медичне страхування в Україні: проблеми та перспективи // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – у 4-х томах. – Дніпропетровськ : Вид-во ДНУ. – 2004. – Т. 1, вип. 190. – 302 с.
5. Концепція загальнообов'язкового державного соціального медичного страхування // Страхова справа. – 2008. – № 2(30). – С. 60-70.
6. Стецюк Т. Фінансові основи побудови системи охорони здоров'я на засадах страхової медицини // Страхова справа. – 2008. – № 2 (30). – С. 72-73.
7. Базилевич В.Д., Базилевич К.С. Страхова справа : монографія. – 5-те вид. [стереотип.]. – К. : Вид-во "Знання", 2006. – 651 с.
8. Макарова О.В. Державні соціальні програми: теоретичні аспекти, методика розробки та оцінки : монографія. – К. : Ліра-К, 2004. – 328 с.

УДК 658.012:657.411

Доц. І.В. Борщук, канд. екон. наук –  
НУ "Львівська політехніка"

### РИНКОВА ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ КОМПАНІЇ ТА ЇЇ АКЦІЙ

Розглянуто критерії і підходи до оцінювання ринкової вартості капіталу компанії і її акцій. Проаналізовано вплив прибуткової і дивідендної доходності акцій на ринкову капіталізацію компанії. Запропоновано інтерпретацію інвестиційних фінансових показників для оцінки справедливої вартості власного капіталу вітчизняних підприємств.

**Ключові слова:** ринкова вартість, капітал, компанія, акція

*Assoc. prof. I.V. Borschuk – NU "L'vivs'ka Politekhnika"*

### The Market value of owner's equity and it's actions

Criteria and approaches are examined to the evaluation of market value of own (equity). Influence of profitable and dividend income of actions is analysed on market capitalization of company. Interpretation of investment financial indexes is offered for the estimation of fair value of property asset of domestic enterprises.

**Keywords:** market value, capital, company, action.

**Постановка питання.** В умовах стагнації економічного середовища та флуктації ринків капіталів визначення ринкової вартості компанії і рівень її капіталізації у сучасній економіці дедалі більше визнається одним із проб-

лемних аспектів сучасної економічної науки. Вартісна оцінка капіталу компанії впливає на ціну акцій, збільшення яких впливає з постулату максимізації добробуту акціонерів. Для акціонерів ефективно використання їх інвестицій може отримувати прояв у формі поточного доходу (дивідендів) або зростання ринкової вартості їхніх акцій. З таких диспозицій показники зростання ринкової вартості компанії і прибутковості власного (акціонерного) капіталу виступають критеріями, які характеризують ефективність управління капіталом акціонерів: "Саме здатність на підставі ринкової ціни акцій визначити ефективність діяльності підприємства є однією з найголовніших рис ринку інструментів власності" [1, с. 47].

Фондовий ринок забезпечує механізми для створення та обміну фінансових активів. Український ринок прагне до інтеграції у світовий фінансово-економічний простір і претендує на статус ринку що розвивається. Сьогодні його віднесено до групи граничних (незначних) ринків (Frontier markets). Саме тому вітчизняний ринок не спроможний дати достовірну оцінку власному капіталу українських компаній.

З цієї причини оцінювання ефективності функціонування компанії здійснюється за декількома показниками (наприклад, зростання ринкової капіталізації), проте й надалі фінансовим критерієм такої оцінки вважається доходність (рентабельність) власного капіталу (return on equity-ROE). У вітчизняній практиці цьому показнику надається важливе значення, тому що він, як це вважається, демонструє рівень доданої вартості, тобто наскільки ефективно менеджмент суб'єкта діяльності використовує власний капітал. За економічним змістом – це міра прибутку на одну грошову одиницю інвестованого капіталу, – відсотковий вираз доходу, який акціонери можуть отримати від своїх інвестицій. Саме тому вважається, що "рентабельність вкладеного капіталу представляє найважливіший показник доходності компанії" [2, с.319].

У світовій практиці та міжнародних ринках капіталу, розглядаючи ефективність діяльності будь-якої компанії, зіставно з курсом її акцій, оперують різними показниками, найбільш важливим з яких є прибуток на одну акцію. Цей показник у сучасній ринковій економіці можна розглядати визначальним, Але, водночас він досить дискусійний, оскільки акціонерам (насамперед міноритарним) прибуток розподіляється за залишковим принципом. Тому й надалі не з'ясовано питання, наскільки показник рентабельності власного капіталу є надійним фінансовим критерієм оцінки ефективності підприємства з позицій акціонерної власності а також дилема прямої взаємообумовленості курсу акцій і дивідендних виплат.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** З метою адаптації вітчизняної економіки у світовий простір, розпорядженням Кабінету Міністрів України № 976 від 8 листопада 2007 р. затверджено Концепцію Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні. За цією Концепцією передбачено: істотно реформувати фінансові інструменти. Цей процес для вітчизняної економіки знаходиться на стадії пошуку: на сторінках спеціальної літератури диспонується питання адекватності механізмів умовам перехідної економіки. У сучасній економічній літературі диспутують

деякі аспекти щодо якості та достатності показника рентабельності власного капіталу як надійного фінансового критерію ефективності компанії – проблеми своєчасності, ризику та вартості [2-4, 8]. Фінансові рішення про інвестування пов'язані не тільки з прибутком, але й з ризиком, а тому вартість капіталу зростає в міру збільшення ступеня ризику. Чим вищий ризик, тим вищою повинна бути винагорода для залучення інвестицій (курс акцій). У літературних джерелах наведено теоретичні і практичні факти, які обґрунтовують, що показник рентабельності власного капіталу відособлено не можна однозначно трактувати як вірогідний критерій ефективності. Хоча переважно відзначається, що ROE корисний і важливий індикатор, але його потрібно інтерпретувати з огляду на його обмеження і розглядати у взаємозв'язку з іншими показниками [5, 9-11].

**Невирішена частина загальної проблеми.** Однією з проблем для вітчизняної практики є відсутність вертикальної централізації системи регулювання і нагляду за фінансовим сектором економіки, який нині компенсується горизонтальними зв'язками. Ці зв'язки та оцінка капіталу вітчизняних підприємств будуються на традиційно узвичаєних показниках. Розглядаючи питання прямої взаємозалежності ринкової вартості підприємства з коефіцієнтами рентабельності власного капіталу, прибутку на одну акцію (earnings per share – EPS), дивідендів на одну акцію (dividends per share – DPS), можна відзначити, що не існує достатньої емпіричної бази, яка би могла підтвердити тверду кореляцію між ними. Так само не має достатньої доказовості про пряму спорідненість показників співвідношення ринкової і балансової ціни акцій (market to book ratio – M/B) і ціни акцій до прибутку, який на неї припадає (price to earnings ratio – P/E) з іншими індикаторами (ринкова капіталізація, покриття дивідендів і коефіцієнт їхньої виплати, дивідендна доходність акції). Саме відсутність доказової бази у практичній площині є проблемним питанням теоретичної економіки, що дає змогу окремим дослідникам відзначити: "Напевно, цей інформаційний дефіцит не проявляється так явно, як у сфері оцінки вартості капіталу" [3, с. 11].

Наведена невизначеність останнім часом спричинилася до загрозливих масштабів в оцінюванні ринкового курсу акцій рейтинговими агенціями – різкий перегляд рейтингів стає нормою, що впливає на обґрунтованість інвестиційних рішень, збільшуючи рівень їх ризику та додатково викреслюють проблемні аспекти методик оцінювання ринкової вартості капіталу. У засобах масової інформації наведено цілу низку прикладів із практики, коли рейтингові агентства цінним паперам певної компанії присвоюють високі рейтинги, які через декілька місяців істотно знецінюються, а інколи стають неліквідними. Тому ми акцентуємо увагу на потребі побудови вітчизняної системи, яка дає змогу на основі певної групи показників, встановлювати взаємозалежність величини власного капіталу підприємства і вартості його акцій.

**Метою статті** є дослідження співвідношення величини власного (акціонерного) капіталу та ринкових цін підприємства.

**Виклад основного матеріалу.** У світовій практиці, на фондових ринках між вартістю капіталу компанії і ринковим курсом її акцій встанов-

люється прямий зв'язок. На фондовій біржі курси акцій компаній змінюються, відображаючи фактичні або очікувані результати її діяльності, а також загальні або галузеві зміни в економіці. В узагальненому сприйнятті, ринкова вартість власного (акціонерного) капіталу компанії – це курс, за яким акції відкритої компанії котируються на фондовій біржі, або ж очікуваний курс компаній, які на фондовій біржі не котируються. Такий підхід визначення ринкової вартості власного капіталу компанії є загальноприйнятим у сучасній економіці: "У світі існують загальноприйняті принципи, стандарти, які лежать в основі ефективного корпоративного управління. Такі стандарти викликані до життя глобалізацією фінансових та господарських ринків, лібералізацією руху капіталів, інтернаціоналізацією економіки загалом" [4, с. 5].

Склад власного капіталу акціонерних товариств зазвичай розглядається у формі авансованого акціонерами капіталу та нерозподіленого прибутку. Тобто виділяється власний капітал як постійна частина, яка є власністю акціонерного товариства і перемінна частина, яка виступає джерелом для нарахування дивідендів, утворення резервів і покриття витрат та обслуговування авансованого акціонерами капіталу: "Операції з випуску власних акцій торкаються, передусім, початково авансованого акціонерами капіталу" [5, с. 123].

Власний капітал (owners' funds) за своєю структурою складається із звичайних акцій в обігу (issued common stock), резервного капіталу (capital reserves) та нерозподіленого прибутку (revenue reserves) і в цій сукупності його інколи називають чистим багатством власників (net worth). Номінальна вартість акцій (nominal or par value) зазвичай визначається сумою, вказаною на цьому цінному папері. Балансова (книжкова) вартість акцій (book value, asset value, asset backing) визначається діленням величини власного капіталу компаній на кількість звичних акцій.

Наведена вартість акціонерного капіталу – це бухгалтерська оцінка вартості інвестицій акціонерів у компанію (товариство). Капітал акціонерів називають також капіталом власників, чистою вартістю компанії, власним капіталом або, просто акціонерним капіталом. Власників компанії (акціонерів) звичайно інтересує, як діяльність компанії вплинула на вартість їхніх інвестицій. Тому, розкриваючи поняття вартості компанії мають на увазі не балансову вартість, а її ринкову капіталізацію, тобто сукупний курс її звичайних акцій за ринковими оцінками: "Особливістю ринку акцій є участь у розподілі і перерозподілі власності на економічні активи акціонерних товариств. Проте першопричина існування фондового ринку полягає саме в необхідності забезпечення умов для мобілізації та руху капіталів" [6, с. 45].

Отримуваний акціонерами доход від кожної акції складається із суми отриманих ним дивідендів за час володіння цією акцією плюс приріст ринкового курсу акції за цей період. Одні інвестори вважають більш важливою другу складову, інші – до них належать не тільки фізичні, а й юридичні особи – на перше місце висувають обсяг дивідендів, тобто періодично виплачувати грошові кошти. Відповідно до цього, фінансові аналітики, залежно від їхньої точки зору на наведені вище пріоритети, розглядають важливість того чи іншого показника. Визначена позиція зазвичай передуює основу методики

(дивідендна доходність чи прибутковість акцій) обчислення вартості акціонерного капіталу.

Теорія вартості фірми (Welfare of the Firm Theory) передбачає побудову інтегральних моделей господарської діяльності, де будь-яке управлінське рішення розглянуто в контексті впливу на величину ринкової вартості (в акціонерному товаристві – на суму поточної ринкової вартості акцій). При цьому теорія оцінки звичайних акцій ґрунтується на очікуваних грошових надходженнях. Відправна база аналізу може бути зосереджена на початковій або поточній вартості цінних паперів, а майбутній курс акцій зазвичай ґрунтується на методиці дисконтування грошових потоків: "Для того, щоб визначити приріст (зниження) доданої акціонерної вартості порівняно з попереднім роком, потрібно щорічно оцінювати власний капітал методом дисконтування грошових потоків і порівнювати отримані результати" [7, с. 131]. Проте, такі методи базуються на багатьох допущеннях, що становлять ризик, який кількісно визначається рівнем ідентифікації прибутку, як чистого майбутнього грошового потоку.

Майбутні доходи – це чистий грошовий потік від інвестицій (net cash flow from an investment). Акціонери (інвестори) зосереджуються тільки на майбутніх чистих грошових потоках, оскільки в них і полягає фінансова вигода. Інвестиція (investment) розраховується як поточна вартість (present value) очікуваних майбутніх чистих грошових потоків (anticipated future net cash flow), дисконтована ні на норму прибутку (rate of return) з відображенням рівня ризику.

Аналіз містить показники минулих прибутків компанії – коефіцієнт ціна/прибуток (price – to – earnings multiple – P/E), за яким порівнюють поточну ціну акції з прибутком минулих періодів: "Потенційного інвестора цікавить насамперед ефективність використання власного капіталу, що може бути вкладений у проекти підприємств, тому визначаючи показники NPV (чиста теперішня вартість) та PI (індекс доходності), доцільно застосовувати відповідну методику розрахунку величини грошового потоку" [8, с. 119].

Як інструмент для оцінки інвестиційних рішень в економічній літературі наводиться декілька підходів: вартість акціонерного капіталу визначається за підходом на основі "доданої вартості акціонерного капіталу" (shareholder value added – SVA) або використовуваних підходів на основі "економічної доданої вартості" (market value added – MVA). Економічна додана вартість або економічний прибуток використовується багатьма провідними компаніями як показник ефективності їх діяльності: "Економічна додана вартість являє собою відомий з економічної теорії показник економічного прибутку (economic profit), який відрізняється від бухгалтерського прибутку тим, що для його визначення враховуються не лише явні бухгалтерські витрати, а й неявні витрати щодо використання капіталу (втрачені вигоди за найдохіднішим альтернативним варіантом інвестицій)" [9, с. 70].

Показник ROE характеризує капіталовіддачу акціонерного капіталу.

Проблема з ROE полягає в тому, що цей показник ніяким чином не показує ризику, який компанія прийняла для поточного підвищення рентабельності власного капіталу через збільшення фінансового важеля (питомої

ваги залученого капіталу). Для попередження можливого руйнівного впливу фінансового важеля на рентабельність власного капіталу, можна підрахувати доходність (рентабельність) інвестованого капіталу (return on invest capital – ROIC). По суті цей показник відображує норму доходності всього інвестованого капіталу, незалежно від того є він власним, або залученим:

$$ROIC = \frac{EBIT(1 - \text{ставка оподаткування})}{\text{процентні зобов'язання} + \text{власний капітал}}$$

У чисельнику дробу відображено прибуток після сплати всіх податків, у знаменнику – сума всіх джерел грошових коштів, на основі яких підприємство може генерувати дохід. Показник ROIC не залежить від способу фінансування діяльності підприємства, відображаючи фундаментальний потенціал цього підприємства з погляду отримання прибутку, а не відмінності у фінансовій стратегії: "Підприємницька реакція, на нашу думку, так чи інакше повинна бути спрямована на формування довготермінового потенціалу корпорації. Основним мотивом цієї реакції є прагнення створити умови для стійкого довготермінового росту прибутковості у діяльності корпорації" [10, с. 158].

Методика визначення (рі) – рейтингу інвестиційної привабливості Рейтинговим агентством "Експерт-Рейтинг" з розвитку інфраструктури фондового ринку України побудована на базі удосконаленої моделі Дюпон, у якій виділяють чотири групи показників: загальна доходність – група показників, які вказують на спроможність компанії приносити прибуток, виходячи із наявних у її розпорядженні ресурсів (основним з-поміж показників цієї групи є рентабельність власного капіталу); фінансова незалежність (основний показник коефіцієнт автономії); якість корпоративного управління (індикатором виступає показник прибутку підприємства, який воно може теоретично розподілити серед своїх акціонерів). Модель доповнена коефіцієнтом рентабельності власного капіталу, який у поєднанні з коефіцієнтом капіталізації дає змогу розраховувати три індикатори: поточну і потенційну доходність акції, коефіцієнт незалежності і співвідношення ринкової і балансової вартості. У вітчизняній практиці показник співвідношення ринкової і балансової ціни акції (М/В) дає змогу подати, можливо, найобґрунтованішу оцінку загального стану компанії на фінансовому ринку. За допомогою цього коефіцієнта, який відображається співвідношенням ринкової і балансової вартості акцій, встановлюється залежність між вартістю компанії на фондовому та її балансовою вартістю.

Одним із найбільш розповсюджених відносних показників, застосовуваних для визначення вартості акцій є мультиплікатор курсу, тобто відношення курсу акцій до прибутку на одну акцію (Р/Е). Хоча під час обчислення коефіцієнта співвідношення ціни акції до прибутковості по ній у розрахунок беруть минулі показники, його величину визначають очікуваннями інвесторів у перспективах зростання прибутку в майбутньому. Цей показник доходності акцій розраховують на основі цілої низки доходів, але найчастіше обчислення проводять на базі певного виду прибутку (напр., прибутку після сплати податків і відсотків зі займів).

Метод оцінки з використанням коефіцієнтів доходності обмежений тим, що його базовою передумовою є постійна величина ризику, пов'язаного з доходами компанії, а також припущення, що доходність буде незмінною. Цей чинник формує доволі значні допущення за оцінкою майбутньої вартості власного капіталу. Інше обмеження методики пов'язано з тим, що звітний (балансовий) прибуток переважно не відображає значення довготермінових операційних грошових потоків компанії: "Найважливішою характеристикою акціонерного товариства є забезпеченість цінних паперів чистими активами" [11, с. 46].

Темпи зростання прибутку на одну акцію вважають більш інформативним показником, аніж показник абсолютної маси прибутку компанії, оскільки останній може залежати від цілої низки чинників. Поряд із цим, враховують не тільки темпи зростання прибутку на одну акцію, але й стабільність темпу, тобто аналізують "якість" прибутку на одну акцію. Акціонери під час виплати їм дивідендів отримують тільки частину належного їм прибутку, інша частина утримується компанією і спрямовується на її розвиток. Тому важливим є показник "дивіденди на одну акцію" (DPS).

Модель дисконтування дивідендів призначена для оцінювання вартості акціонерного капіталу на основі поточного курсу акцій у поєднанні з прогнозами майбутніх коливань дивідендів: "Завдання моделі дисконтування дивідендів (dividend discount model – DDM) – встановити курс акцій компанії шляхом дисконтування очікуваних майбутніх потоків дивідендних платежів на вартість акціонерного капіталу компанії" [3, с. 82].

Основа методики складає приведення останніх даних про виплачені дивіденди до поточного рівня, помноживши їх на показник темпів щорічного зростання. Отримавши величину поточного рівня дивідендів, за формулою стандартної нескінченної обчислюють дисконтову вартість майбутніх грошових потоків – поточний рівень дивідендів ділиться на ставку дисконту (вартість акціонерного капіталу за вирахуванням показника темпу зростання):

$$\text{Курс акції} = \frac{\text{Дивіденти}(1+\% \text{росту})}{\text{Ка} + \% \text{росту}} \quad (1)$$

Перетворивши формулу (1), отримують рівняння вартості акціонерного капіталу:

$$\text{Ка} = \frac{\text{Дивіденти}(1+\% \text{росту})}{\text{Курс акції}} + \% \text{росту} \quad (2)$$

Ця модель, як і будь-який метод дисконтування, відштовхується від постійно зростаючого грошового потоку в нескінченності (вічного ануйтету). В удосконаленій формі використовується формула, у якій замість дивідендів використовуються чисті грошові притоки в акціонерний капітал з тим обґрунтуванням, що інвестори зрештою отримують від таких потоків вигоду чи у формі дивідендів, чи у вигляді курсу акцій. Проте, ця методика побудована на прогнозах дивідендів і темпах росту, а тому втілює у собі загрозу отримання викривлених даних про справедливую вартість капіталу.

## Висновки

Вартість акцій будь-якого підприємства у довготерміновому періоді пов'язана з ринковою оцінкою його власного капіталу. У короткотерміновому періоді може не існувати такої залежності, насамперед за рахунок різних управлінських підходів.

За дослідженнями літературних джерел можна визначити, що зараз не існує задовільних науково-обґрунтованих доказів, які б підтверджували, що підвищення курсу акцій (ринкової вартості власного капіталу) завжди прямо споріднене з ефективністю функціонування компанії або її економічним зростанням: курси акцій, крім іншого, залежать від багатьох зовнішніх чинників. Поряд із цим, на курси акцій впливають принципи формування ринкового механізму, за якими рейтинг оплачують самі емітенти цінних паперів.

За величиною показника рентабельності власного капіталу можна, із достатньо задовільним рівнем обґрунтованості, встановлювати ефективність компанії і майбутній ринковий курс її акцій. Враховуючи відсутність повноцінного вітчизняного фондового ринку, висновком виступає теза про доцільність на основі цього показника формування істотно нових методик оцінювання ефективності підприємства, на основі міждисциплінарного узгодження і практичної апробації.

## Література

1. **Леонов Д., Стеценко Б.** Факторний аналіз фінансового стану акціонерного товариства методом Дюпон (у контексті оцінки ефективності корпоративного управління) // Ринок цінних паперів України. – 2006. – № 1-2. – С. 47-55.
2. **МакКензі Венді.** Використання та інтерпретація фінансової звітності : пер. з англ. / за наук. ред. Г.В. Григораш. – Дніпропетровськ : Баланс Бізнес Букс, 2006. – 528 с.
3. **Огієр Тім, Рагман Джон, Спайсер Люсінда.** Справжня вартість капіталу : практич. посібник з прийняття фінансових рішень : пер. з англ. / за наук. ред. О.Б. Ватченко. – Дніпропетровськ : Баланс Бізнес Букс, 2007. – 288 с.
4. **Оскольський В.** Удосконалення корпоративного управління як засіб залучення інвестицій за допомогою механізмів фондового ринку // Економіка України. – 2006. – № 8. – С. 4-9.
5. **Тяжкова М.С.** Состав и структуризация собственного капитала акционерного общества // Российский научный журнал "Экономика и управление". – 2006. – № 2. – С. 119-125.
6. **Архієреєв С.І., Зінченко Я.В.** Пострансформаційна ринкова економіка: інституціоналізація фондового ринку // Економічна теорія. – 2006. – № 2 – С. 43-54.
7. **Тараш Л.И.** Модель стоимостной оценки эффективности управления акционерной собственностью // Економіка промисловості. – 2006. – № 1. – С. 125-136.
8. **Момот Т.В.** Інвестиційна привабливість акціонерного товариства: удосконалення методики оцінки // Менеджер. – 2005. – № 4 (34). – С. 117-122.
9. **Голубєва Т.С., Колос І.В.** Методологічні підходи до оцінки ефективності діяльності підприємства // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № – С. 66-71.
10. **Яковенко С.І.** Формування комплексного механізму управління діяльністю корпорацій // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 11 (53). – С. 149-163.
11. **Іонін Є.Є.** Аналітичне підґрунтя реалізації концепції збереження власного капіталу // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 1. – С. 43-53.