

Теоретичні аспекти формування ринкової вартості акцій українських підприємств

Запропоновано теоретико-методологічний підхід до управління ринковою вартістю неліквідних та низьколіквідних акцій вітчизняних підприємств на основі якісної та кількісної оцінки чинників мікрорівня, які впливають на її формування.

Ключові слова: ринок акцій, корпоративні цінні папери, низьколіквідні та неліквідні акції, корпоративне управління, ринкова вартість акцій, інвестиційна привабливість акцій.

Світовою практикою доведено, що в умовах ринкової економіки одним з основних джерел інвестиційних ресурсів для виробничого розвитку суб'єктів господарювання є фондовий ринок, на якому підприємства-емітенти розміщують свої цінні папери з метою залучення додаткових інвестиційних ресурсів. Так, наприклад, випуск акцій корпорацій дозволяє отримувати додаткові кошти безстроково, а випуск облігацій може забезпечувати залучення позикових ресурсів на вигідніших, ніж у банку, умовах.

У зв'язку з тим, що основними об'єктами операцій на фондовому ринку є цінні папери, зокрема корпоративні, обов'язковою умовою здійснення раціональної інвестиційної діяльності є необхідність оцінки їх якості – як з боку емітента, так і з боку інвестора. При цьому емітент повинен володіти прийомами управління інвестиційною привабливістю власних цінних паперів, а інвестор – мати можливість у кожному конкретному випадку виробити стратегію управління ефективністю своїх капіталовкладень.

Одним з основних параметрів якості корпоративних акцій є їх ринкова вартість. Підвищений інтерес вітчизняних та іноземних інвесторів, а також акціонерів-власників до процесу формування та визначення ринкової вартості акцій корпорацій обумовлює актуальність теми статті.

Водночас низька капіталізація і недостатня ліквідність акцій більшості вітчизняних підприємств викликає необхідність детального вивчення цього питання, його теоретичної розробки та впровадження у практику корпоративного менеджменту.

Питанням корпоративного управління у вітчизняних публікаціях останнім часом приділяється багато уваги. Наукові праці В. Базилевича, В. Євтушевського, П. Єщенка, О. Кібенко, В. Мамутова, О. Мозгового, С. Правденка, Ю. Петруні, С. Румянцева, О. Сафронової, О. Устенка, В. Черняка, М. Чечетова, В. Шелудька, О. Щербини та інших охоплюють широке коло актуальних питань становлення корпоративних відносин в Україні та розвитку корпоративного управління на вітчизняних підприємствах. Однак такому елементу корпоративного управління, як управління цінними паперами акціонерних товариств, зокрема обґрунтованій оцінці їх ринкової вартості, наразі не приділено належної уваги. На жаль, цей процес не знайшов також широкого застосування у практичній діяльності компаній-емітентів. Це, в свою чергу, призводить до викривлення вартості акцій, що створює можливість зловживань при переході власності на них, до порушення законних прав та інтересів акціонерів та інвесторів.

В цих умовах управління ринковою вартістю корпоративних акцій та виявлення чинників, що впливають на її формування, є, на наш погляд, основним

завданням ефективного корпоративного менеджменту вітчизняних підприємств, розв'язання якого сприятиме розвитку фондового ринку в Україні та активнішому залученню інвестиційних ресурсів у реальний сектор економіки.

Метою статті є висвітлення теоретико-методологічного підходу щодо управління ринковою вартістю неліквідних та низьколіквідних акцій вітчизняних корпорацій та визначення чинників, що впливають на її формування.

Акціонерний капітал має свою соціально-економічну природу. Як зазначає автор [1], акціонерний капітал – це складна форма об'єднання індивідуальних капіталів, які, створюючи його, втрачають свою індивідуальність у виробничо-майновому аспекті і зберігають її у вигляді цінних паперів – акцій. Йдеться про те, що існує відрив реального капіталу товариства від капіталу акціонерного, який представлений у вигляді його цінних паперів. Адже стан реального капіталу залежить від виробничої діяльності підприємства, кон'юнктури товарного ринку, кваліфікації та бажання менеджерів підвищувати показники фінансово-господарської діяльності товариства. Стан цінних паперів, їх вартість, ціна та умови обігу залежать не лише від рівня соціально-економічного розвитку суб'єкта господарювання, але й від стану фондового ринку, на якому відбуваються циклічні падіння і піднесення, не завжди пов'язані з реальними змінами в економіці. Тому й існує поняття курсової (ринкової) вартості корпоративних цінних паперів, яка відображає не лише вартість реального капіталу акціонерного товариства, але й ситуацію на фондовому ринку.

Отже, дослідження питань формування ринкової вартості акцій необхідно здійснювати, на наш погляд, з урахуванням особливостей розвитку українського фондового ринку, зокрема ринку корпоративних акцій.

Як відомо, в країнах з розвинутою економікою вторинний ринок цінних паперів представлений фондовими біржами, яким належить провідна роль у торгівлі цінними паперами та позабіржовою торгівлею. Натомість на сучасному фондовому ринку України безумовний пріоритет належить позабіржовій торгівлі, а роль організованого ринку загалом в економіці країни залишається ще незначною. Основна причина цього явища полягає у недостатній розвинутості вітчизняного фондового ринку та його організованого сегмента, серйозні недоліки якого аналізувалися у багатьох фахових публікаціях, зокрема [2; 3].

Особливо негативний вплив на стан організованого ринку цінних паперів має безпрецедентне у світовій практиці домінування над ним непрозорого для інвесторів неорганізованого фондового ринку, торговельний оборот якого більш ніж у 10 разів перевищує обсяги операцій на організованому ринку [4].

Позабіржовий ринок цінних паперів представлений в Україні двома позабіржовими торговельно-інформаційними системами, найвідомішою з яких є Позабіржова фондова торговельна система (ПФТС), створена у 1996 р. Сьогодні ПФТС є абсолютним лідером серед вітчизняних організаторів торгівлі цінними паперами, а її роль продовжує зростати. Так, якщо частка ПФТС у загальному обсязі операцій на організованому ринку у 2000 р. складала 51,9%, то у 2003 р. уже 91%, а у 2006 р. досягла максимуму – 96,4 % [5].

Найбільш важливим показником, що характеризує розвиток фондового ринку та його сегментів, є обсяг операцій з цінними паперами, зокрема акціями корпоративних підприємств. Зауважимо при цьому, що частка акцій поміж інших видів фінансових інструментів на фондовому ринку України поступово збільшується (з 29,4% у 2000 р. до 44,5% у 2005 р.).

Організований ринок акцій після тривалого падіння протягом 2001-2003 рр., починаючи з 2004 р., демонструє зростання, однак його роль і місце на фондовому ринку України загалом залишаються незначними (рис. 1).

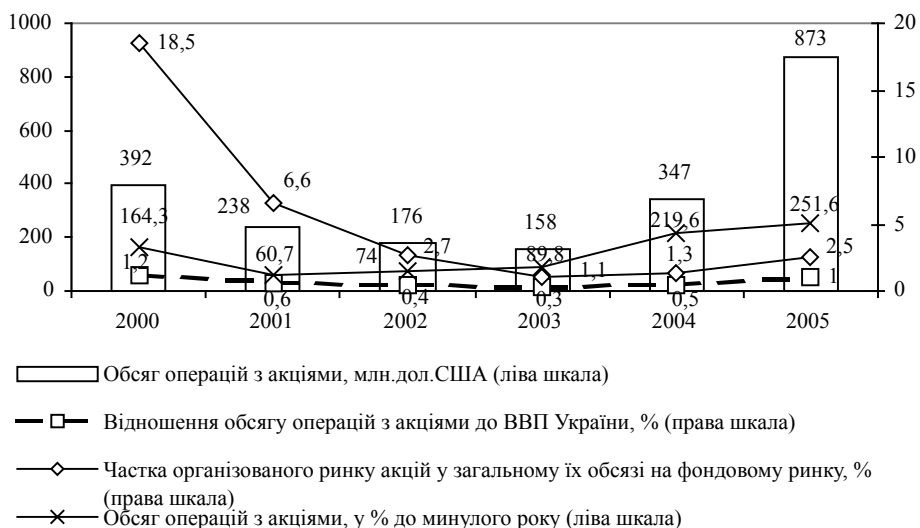


Рис. 1. Динаміка показників організованого ринку акцій України у 2000 -2005 рр.[4]

Аналогічна тенденція спостерігається і на ринку акцій у ПФТС – починаючи з 2004 р., відбувається різке зростання обсягів операцій, фондового індексу та ринкової капіталізації акцій (рис. 2).

Незважаючи на це, з впевненістю можна стверджувати, що позабіржовий ринок цінних паперів в Україні залишається достатньо закритим і недоступним для дрібних продавців і покупців акцій. Розвиток вторинного ринку акцій у формі біржової торгівлі є тим більше проблемним, оскільки реально його учасниками стають лише професійні торговці цінними паперами, а вихід на нього акціонерних товариств (АТ) є вкрай ускладненим або навіть неможливим.



Рис. 2. Динаміка основних показників ринку акцій в ПФТС у 2000-2006 рр.

Так, у 2005 р. на фондових біржах України і в ПФТС для продажу за грошові кошти пропонувалося лише 204 пакети акцій 140 відкритих акціонерних товариств загальною номінальною вартістю 506,92 млн. грн. Як видно з даних табл. 1, було продано 28 пакетів акцій, з яких 4 пакети акцій групи В були продані з перевищенням ринкової ціни над їх номінальною вартістю, що свідчить про їх привабливість для інвесторів [6].

Однак такий рівень активності емітентів акцій та інвесторів не може бути визнаний задовільним і вимагає додаткового аналізу різноманітних чинників, які впливають як на формування ринкової вартості цінних паперів, так і на загальний стан вітчизняного фондового ринку.

Наприклад, негативними чинниками слід вважати, на нашу думку, переважання кількості закритих акціонерних товариств (ЗАТ) над кількістю відкритих (ВАТ), а також суттєву їх збитковість, що спостерігалася в останні роки. Так, у 2005 р. функціонувало 22167 ЗАТ і 11730 ВАТ, що відповідно складає 64,1% і 33,9% в загальній кількості зареєстрованих акціонерних товариств. При цьому за період 2002-2005 рр. сума збитків, отриманих акціонерними товариствами в Україні, зросла з 21062,8 млн. грн. до 29116,3 млн. грн. [8].

Таким чином, можна стверджувати, що на фондовому ринку України лише незначна частина акцій визнається ліквідними, на ньому діє обмежена кількість інституціональних інвесторів, а інвестиційний попит формується виключно крупними гравцями. Акції ж більшості українських емітентів практично не обертаються на фондовому ринку, як правило, розподілені між менеджерами та членами трудового колективу АТ або перебувають у власності великих і стратегічних акціонерів. У зв'язку з відсутністю активного ринку акцій вони є низьколіквідним активом АТ, не мають ринкової вартості і є недостатньо інвестиційно привабливими.

З огляду на це слід 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

Таблиця 1

Структура торгів за групами об'єктів на фондових біржах України та в ПФТС у 2005 р. [7]

Група об'єктів	Кількість ВАТ, акції яких пропонувалися до продажу, од.	Кількість запропонованих пакетів акцій, шт.	Кількість пакетів акцій, за якими відбувся продаж, шт.	Вартість проданих акцій			Кількість угод, за якими ціна продажу перевищувала номінальну вартість, од.	Відношення ринкової ціни акцій до їх номінальної вартості
				За укладеними контрактами, тис. грн.	За номіналом, тис. грн.	% до загального обсягу		
В	122	184	27	528115,71	502171,31	98,6	4	1,05
Г	17	18	1	7591,09	4744,43	1,4	1	1,60
Е	1	2	0	0	0,00	0,0	0	0,00
Разом	140	204	28	535706,80	506915,74	100	5	1,06

акцій) і формується на організованому та відкритому фондовому ринку в умовах конкуренції під впливом множини чинників макро – та 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 даного 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.

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

- акції, що активно обертаються на фондовому ринку і мають ринкові котирування професійних учасників 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 суспільству, тому не можуть використовуватися для прикладу;
- акції, вартість яких визначається на основі інших підходів, ніж ринкові котирування або реальні операції.

Виходячи з викладеного, розглянемо процес формування ринкової вартості акцій підприємств, зауваживши при цьому, що він відбувається протягом всього життєвого циклу акціонерного товариства, в результаті 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. В підсумку це знаходить відображення у 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. У цю ціну учасники ринку включають всю інформацію про події, що вже відбулися на ринку, а також інформацію про майбутні події, оголошені публічно або відомі їм завдяки можливості доступу до інсайдерської інформації.

Множина оцінок учасників ринку акцій про вартість акцій конкретного товариства забезпечує виникнення коридору цін, що формується з цін попиту та цін пропозиції на ринку, який відображає справедливую ринкову вартість акцій. Для формування такої ціни необхідно дотримання низки умов:

- 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; стратегічним акціонерам, що володіють контрольними пакетами акцій; державним органам, які здійснюють контроль та нагляд за діяльністю підприємств; спеціалізованим організаціям, наприклад, банкам, в яких відкриті рахунки АТ; аудиторам та консультантам. 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 справедливую вартість акцій залежно від подій, що відбуваються на підприємстві.

Отже, необхідною стає допомога спеціалізованих оціночних організацій, які отримали ліцензії на здійснення відповідної діяльності, володіють власними методиками оцінки і на основі внутрішньої вартості акцій, а також з урахуванням певних чинників (зміни капіталу АТ, перспектив економічного розвитку країни, галузі, самого підприємства) визначають вартість акцій конкретного товариства, найбільш наближену до ринкової.

Весь спектр чинників, що впливають на формування ринкової вартості акцій, умовно поділимо на три рівні:

- чинники макrorівня, що охоплюють політичні, економічні, правові, інфраструктурні, соціокультурні та морально-етичні особливості країни розташування товариства-емітента;
- чинники «середнього» рівня, що охоплюють стан та перспективи розвитку галузі, в межах якої функціонує товариство-емітент;
- чинники мікрорівня, що охоплюють фінансово-економічний стан бізнесу товариства, його виробничий потенціал, конкурентне середовище, його корпоративну й організаційну структуру управління, а також особливості обігу та характеристики акцій (пакетів акцій): умови розподілу акціонерного капіталу, розмір пакету акцій і рівень його контрольності; вплив держави у випадку наявності в акціонерному капіталі частки державних корпоративних прав; дотримання (порушення) законних прав та інтересів акціонерів-інвесторів; тип акцій, що входять у пакет (звичайні, привілейовані) тощо.

Слід також зауважити, що формування вартості акцій відбувається не лише під впливом згаданих чинників, але й з урахуванням здатності акцій надавати акціонерам-інвесторам певні права, щодо участі в управлінні діяльністю товариства – емітента та отримувати частини його прибутків 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 цього товариства та прийняття рішень про їх придбання.

Таким чином, ринкова вартість акцій, які вільно обертаються на фондовому ринку, формується під впливом попиту та пропозиції учасників ринку на акції конкретного акціонерного товариства. При цьому учасники ринку, виставляючи ціну попиту / пропозиції, беруть до уваги велику кількість чинників, що впливають на неї. Ринкова вартість акцій, які не обертаються або обмежено обертаються на фондовому ринку, визначається фахівцями на основі внутрішньої вартості акцій з врахуванням чинників макро – і мікрорівня. Внутрішня вартість акцій як найближча до ринкової вартості формується під впливом фактичного стану бізнесу товариства та очікувань щодо його розвитку.

Список використаних джерел

1. Рубан О.І. Акції підприємств як особлива форма прояву акціонерного капіталу / О.І. Рубан // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – №3(70). – С. 74-78.
2. Долішній М. Проблеми розвитку ринку цінних паперів в Україні / М. Долішній // Регіональна економіка. – 2006. – №4. – С. 180-185.
3. Міньков В.І. Деякі особливості розвитку фондового ринку України / В.І. Міньков // Фінанси України. – 2005. – №12. – С. 104-114.
4. Червова Л.Г. Аналіз особливостей і прогноз розвитку фондового ринку на період з 2007 по 2011 р. / Л.Г. Червова, М.І. Назарчук // Економіка промисловості. – 2007. – №2(37). – С. 3.
5. Звіт ПФТС за 2006 р. – [Цит. 2008, 26 червня] // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/ukr/news/>.
6. Гелюх Л.І. Чинники оцінки вартості підприємства / Л.І. Гелюх // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2006. – №1. – С. 132-133.
7. Інформація про хід приватизації державного майна в Україні за 2005 р. // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2006. – №3. – С. 4-5.
8. Єгіазарова К.Ю. Деякі аспекти фінансової діяльності акціонерних товариств / К.Ю. Єгіазарова // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2006. – №1. – С. 142-144.

Алешина Л.Е. Теоретические аспекты формирования рыночной стоимости акций украинских предприятий.

Предложен теоретическо-методологический подход к управлению рыночной стоимостью неликвидных и низколиквидных акций отечественных предприятий на основе качественной и количественной оценки факторов микроуровня, влияющих на ее формирование.

Ключевые слова: рынок акций, корпоративные ценные бумаги, низколиквидные и неликвидные акции, корпоративное управление, рыночная стоимость акций, инвестиционная привлекательность акций.

Alyoshyna L.Ye. Theoretical Aspects of the Forming of Market Value of Shares of the Ukrainian Enterprises.

Theoretical and methodological approach to the managing market value of non-liquid and low liquid shares of domestic enterprises on the basis of qualitative and quantitative estimation of microlevel factors affecting its formation has been offered.

Key words: market of shares, corporate securities, low liquid and non-liquid shares, corporate management, market value of shares, investment attractiveness of shares.

Надійшло 14.07.2009 р.