

## Розділ II

# Фінанси

УДК 330.142.211

**В.А. Андреева**  
кандидат економічних наук,  
доцент кафедри економіки та менеджменту підприємства,  
Університет економіки та права «КРОК»

### **Визначення ринкової вартості цінних паперів (корпоративних прав): коментарі та висновки**

*У статті визначено критерії, від яких залежить розмір часткових частей (пакетів акцій) підприємства, які фактично можуть вважатися в ньому контрольними; конкретизовано суть алгоритму переходу від попередньої отриманої оцінки компанії в цілому до оцінки участі в ній; проаналізовано принципи оцінки корпоративних прав; обґрунтовано підходи, які найбільше відповідають проблемі визначення вартості об'єкта в межах оцінки корпоративних прав.*

**Ключові слова:** експертна оцінка майна та майнових прав; оцінка пакета акцій; оціночна вартість підприємства; ліквідність (неліквідність) акцій; метод ринку капіталу, метод дисконтованого грошового потоку (непряма капіталізація), метод чистих активів (витратний метод).

**В.А. Андреева**  
кандидат экономических наук,  
доцент кафедры экономики и менеджмента предприятия,  
Университет экономики и права «КРОК»

### **Определение рыночной стоимости ценных бумаг (корпоративных прав): комментарии и выводы**

*В статье определены критерии, от которых зависит размер долевых частей (пакетов акций) предприятия, которые фактически могут считаться в нем контрольными; конкретизирована суть алгоритма перехода от предыдущей полученной оценки компании в целом к оценке участия в ней; проанализированы принципы оценки корпоративных прав; обоснованы подходы, которые больше всего соответствуют проблеме определения стоимости объекта в рамках оценки корпоративных прав.*

**Ключевые слова:** экспертная оценка имущества и имущественных прав; оценка пакета акций; оценочная стоимость предприятия; ликвидность (неликвидность) акций; метод рынка капитала; метод дисконтированного денежного потока (непрямая капитализация); метод чистых активов (затратный метод).

*V.A. Andriieva*  
*PhD in Economics, Associate Professor,*  
*Economics and Enterprise Management Department*  
*“KROK” University*

## **The market value determining of securities (corporate rights): Comments and conclusions**

*The article defines the criteria on which the size of the participating shares (blocks of shares) of the enterprise depends, which in fact can be considered as control ones. The essence of the algorithm of transition from the previous received evaluation of the company as a whole to an estimation of participation in it was specified. The principles of corporate rights assessment were analyzed. The approaches that most correspond to the problem of determining the value of an object within the framework of the evaluation of corporate rights were substantiated.*

**Keywords:** *expert evaluation of property and property rights; evaluation of the block of shares; estimated value of the enterprise; liquidity (illiquidity) of shares; the capital market method; discounted cash flow method (indirect capitalization); net asset method (cost method).*

### **Постановка проблеми**

Експертна оцінка майна та майнових прав в Україні, яка базується на Міжнародних Стандартах Оцінки майна та Європейських Стандартах Оцінки майна є системним фактором у побудові ринкових відносин.

Від суб'єктів оціночної діяльності Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність» вимагає певної доведеності результатів оцінки [1].

Коректне впровадження формалізованого підходу до оцінки ринкової вартості цінних паперів (корпоративних прав) призводить до більш переконливих результатів, ніж результати, отримані на основі неформалізованого підходу, що формуються на суб'єктно-інтуїтивному підході.

### **Аналіз останніх досліджень і публікацій**

Як свідчать міжнародні та вітчизняні наукові, навчально-методичні джерела, оцінка майна та майнових прав (ринкової вартості цінних паперів зокрема) містить певні суперечності [2, 3, 4, 10], які потребують урахування всього комплексу методик при визначенні вартості цінних паперів (корпоративних прав).

У роботах [5, 6] приділено увагу загальним принципам та методам оцінки, але зазначені методи потребують конкретизації в межах існуючих підходів.

### **Не вирішені раніше частини загальної проблеми**

Цінний папір – спеціальна форма існування капіталу та товар водночас. У зв'язку з цим оцінка цінних паперів потребує повного та точного аналізу сукупності прав власника цінного паперу та визначення вартості цих прав.

Оцінка цінних паперів проводиться при здійсненні операцій купівлі-продажу, внесення цінних паперів до статутного капіталу підприємств, оформлення застави для отримання кредиту, визначення потокової ринкової вартості компанії та її активів.

У сучасних умовах особливо гостро постає питання вибору методу оцінки при визначенні ринкової вартості цінних паперів (корпоративних прав).

### **Формулювання цілей статті**

Метою статті є обґрунтування вибору методу оцінки ринкової вартості цінних паперів (корпоративних прав).

### **Виклад основного матеріалу дослідження**

Інвестор підприємства зовсім не обов'язково, як передбачалося при оцінці бізнесу, буде зацікавлений в оцінці потокової або прогнозованої ринкової вартості [1]. Адже він може придбати не всі 100% акцій підприємства, а лише окремих пакет його акцій, розраховуючи на можливість перепродажу цього пакета за прогнозованою ринковою вартістю. В останньому випадку інвестор, який здійснює прямі чи портфельні інвестиції, намагатиметься визначити чисту потокову вартість своєї інвестиції за купівлею пакета акцій компанії, базуючись на обґрунтованій ринковій вартості пакета акцій на момент його придбання.

Якщо приведена величина, за розрахунками потенційного акціонера (в тому числі покупця знову випущених спеціально для нього акцій, співзасновника підприємства на момент його заснування), буде позитивною (хоча б не менше 0), то потенційний акціонер дійсно придбає даний пакет акцій (частку в підприємстві). Імовірно, цифра буде залежати і від того, коли намічається перепродавати пакет акцій (частку): тоді, коли підприємство ще не встигне завершити освоєння чи коли почне заробляти прибутки, що збільшуються.

Основним принципом оцінки пакетів акцій є необхідність оцінити попередньо, якщо для цього є можливість, ринкову вартість всієї компанії в цілому – 100% її звичайних акцій.

На нашу думку, оцінка конкретного пакета акцій компанії, за якою попередньо визначена обґрунтована ринкова вартість, має здійснюватися за наступним алгоритмом:

1. Оцінка вартості підприємства в цілому зменшується пропорційно частки пакета акцій, що розглядається, у 100% звичайних акцій фірми.
2. Внесення поправки з урахуванням ступеня контролю над компанією, яку здатне дати інвестору придбання пакета її акцій.
3. Корегування вартості пакета акцій (частки) підприємства в залежності від факту ліквідності або неліквідності акцій (часток) оцінюваної компанії.
4. Якщо акції оцінюваної фірми неліквідні, здійснюються знижки з результату попередніх корегувань.

Важливим етапом проведення наступного етапу алгоритму оцінки є питання про те, як впливає на вартість однієї акції підприємства (однієї відсоткової одиниці уставного капіталу) у складі пакета (частки) – контрольним або неконтрольним – є участь, що пропонується інвестору в капіталі підприємства.

Доцільно розглядати знижки (премії) в залежності від ступеня контролю, який забезпечується пакетом акцій, адже інвестор може не тільки отримувати дивіденди, а також:

- використовувати свій вплив для трансфертних угод підприємства на користь третіх афілійованих з ним осіб;
- завищувати власну заробітну плату, яка отримується від підприємства, якщо мається на увазі приватний інвестор, який водночас виступає менеджером або іншим найманим робітником підприємства;
- вирішувати питання продажу в потрібний час або здачі в оренду нефункціональних активів підприємства.

При розрахунку обґрунтованої або інвестиційної ринкової вартості пакета акцій (пая) досить важливим є вибір методу оцінки бізнесу [7]. Зазначимо, що ме-

тод ринку капіталу зорієнтований на оцінку всього підприємства або однієї його акції. Оціночні ринкові мультиплікатори, які використовуються в цьому методі, розраховуються за котируванням ринкової ціни ліквідних акцій компанії-аналога з урахуванням премії за контроль.

Метод угод зорієнтований на отримання оцінки ринкової вартості підприємства в розрахунку на інвестора, який здобуває контроль над підприємством.

Ринкова вартість – це вартість, за яку можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку відповідного майна на дату оцінки внаслідок угоди, укладеної між покупцем та продавцем, після відповідного маркетингу за умови, що кожна із сторін діяла зі знанням справи, розсудливо і без примусу.

Теоретичним фундаментом процесу визначення ринкової вартості є єдиний набір оціночних принципів, в основу яких покладені моделі економічної поведінки людей, що мали справу з нерухомістю. До загальних принципів оцінки майна відносяться такі принципи: корисності, попиту і пропозиції, заміщення, очікування, внеску (граничної продуктивності), найбільш ефективного використання [8].

При визначенні ринкової вартості корпоративних прав вступає в силу принцип найбільш ефективного використання, який полягає в урахуванні залежності ринкової вартості об'єкта оцінки від його найбільш ефективного використання. Під найбільш ефективним використанням розуміється використання майна, в результаті якого вартість об'єкта оцінки є максимальною. При цьому розглядаються тільки ті варіанти використання майна, які є технічно можливими, дозволені та економічно доцільними.

Принцип корисності ґрунтується на врахуванні того, що майно має вартість тільки у випадках, якщо воно корисне потенційному власнику або користувачу. Під корисністю розуміється здатність майна задовольняти потреби власника або користувача протягом певного часу.

Врахування принципу корисності під час оцінки полягає у такому:

- розглядається корисність окремого майна у складі об'єкта оцінки як складова частина корисності об'єкта оцінки в цілому та корисність майна як окремого об'єкта оцінки;
- враховується сучасне використання корпоративних прав, що може не відповідати найбільш ефективному використанню;
- прогнозується можливий вплив соціально-економічних та інших чинників на зміни в корисності об'єкта оцінки;
- оцінюються витрати на поліпшення об'єкта оцінки, враховуючи вплив цих витрат на збільшення його ринкової вартості.

Принцип попиту та пропозиції відображає співвідношення між пропозицією та попитом на подібні корпоративні права. Відповідно до принципу попиту та пропозиції під час оцінки враховуються ринкові коливання цін у часі та інші фактори, що можуть призвести до змін у співвідношенні попиту та пропозиції.

Принцип заміщення передбачає урахування поведінки покупців на ринку, яка полягає у тому, що за придбання майна не сплачується сума більша за мінімальну ціну майна подібної корисності, яке продається на ринку.

Принцип очікування передбачає, що вартість об'єкта оцінки визначається величиною економічних вигід, які очікуються від володіння, користування, розпорядження ним.

Принцип внеску (граничної продуктивності) передбачає урахування впливу на вартість корпоративних прав таких факторів, як труд, управління, капітал та земля, який є пропорційним їхньому внеску в загальний дохід. Розмір впливу

окремого фактора вимірюється як частка вартості об'єкта оцінки або як частка вартості, на яку загальна вартість об'єкта оцінки зменшиться у разі його відсутності.

Принцип найбільш ефективного використання полягає в урахуванні залежності ринкової вартості корпоративних прав від його найбільш ефективного використання.

Наведені принципи лежать в основі трьох традиційних підходів визначення вартості, які використовуються у процесі оцінки.

Традиційно при оцінці ринкової вартості будь-якого активу чи бізнесу використовують три підходи: витратний, порівняльний і дохідний [9]. Результати розрахунків, отримані різними методами, дають можливість одержати інтегральну оцінку вартості корпоративних прав.

Витратний підхід полягає в елементній оцінці ринкової вартості активів і зобов'язань підприємства та обумовлений розходженням результатів балансової і ринкової оцінок складових активів і пасивів. При оцінці діючого підприємства використовується метод чистих активів. При цьому можна виділити в межах витратного підходу і низку допоміжних, специфічних методів оцінки, що дають змогу визначити ринкову вартість усіх складових активів та зобов'язань адекватними методами.

Порівняльний підхід так само, як і витратний, не враховує перспектив розвитку підприємства. Його неможливо застосувати, якщо:

- відсутній активний ринок відповідного товару (акцій, активів);
- відсутня інформація, статистичні дані про котирування акцій підприємства, про угоди злиття і поглинання, про результати оцінки подібних підприємств.

Суть методів порівняльного підходу (методу угод, методу ринку капіталу, методу галузевих коефіцієнтів) полягає у виборі об'єкта-аналога, зборі даних про його вартість і коректуванні її за допомогою системи коефіцієнтів, що відбивають розходження між об'єктом оцінки і об'єктом-аналогом. У зв'язку з нерозвиненістю ринку акцій, відсутністю відкритих, прозорих даних про розрахункову чи фактичну (ринкову) вартість цей підхід рідко використовується при оцінці ринкової вартості.

Сутність загально визначених підходів визначення вартості з точки зору дохідності ґрунтується на тому, що потенційний інвестор не заплатить за об'єкт суму більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів від його володіння. Іншими словами, оцінка об'єкта за методом прибутковості базується на мотивах типового інвестора, який визначає цінність об'єкта на основі очікуваного прибутку, що він може одержати у майбутньому від його експлуатації у порівнянні з альтернативними вкладеннями капіталу.

Способи визначення вартості методом прибутковості умовно поділяються на два підходи: метод прямої капіталізації доходу та метод дисконтування грошового потоку.

Метод прямої капіталізації доходу заснований на перетворенні доходу, що отримується від експлуатації об'єкта протягом року, у вартість за допомогою коефіцієнта капіталізації. Даний метод доцільно застосовувати в тому випадку, коли передбачаються рівновеликі надходження доходів протягом усього прогнозного періоду. На практиці даний метод при оцінці застосовується досить нечасто. Це пов'язане зі значними коливаннями величини доходів або грошових потоків за роками, характерними для більшості підприємств.

У формалізованому вигляді процес виконання оцінки з використанням методу прямої капіталізації доходу можна навести наступним чином [8]:

$$C = \frac{ЧОД}{k} \quad (1)$$

де С – вартість об'єкта оцінки;

ЧОД – чистий операційний дохід від експлуатації об'єкта (як правило, за рік);

k – коефіцієнт капіталізації, який дає можливість перевести щорічний майбутній чистий операційний дохід у поточну вартість (безризикова ставка та компенсаційні надбавки за ризики).

Метод дисконтування грошового потоку (непряма капіталізація) використовується для перетворення майбутніх нерівномірних доходів у поточну вартість шляхом дисконтування за відповідною ставкою прибутку кожного з майбутніх надходжень. Вартість майна в даному випадку є поточною вартістю періодичного грошового потоку з урахуванням поточної вартості майна, що повертається наприкінці прогнозного періоду після його умовної реалізації (тобто вартість підприємства в післяпрогнозний період).

В загальному вигляді зазначений метод формалізується у наступному вигляді:

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+d)^t} + R \quad (2)$$

де С – вартість об'єкта оцінки;

$D_t$  – дохід за кожен період експлуатації об'єкта;

d – коефіцієнт дисконтування, який дає можливість перевести щорічний майбутній чистий операційний дохід у поточну вартість (безризикова ставка та компенсаційні надбавки за ризики);

t – прогнозний період, за який планується отримувати доходи;

R – вартість реверсії, тобто вартість об'єкта в післяпрогнозний період, яка розраховується наступним чином:

$$R = \left[ \frac{D_n}{(1+d)^{n+1}} \right] / k \quad (3)$$

де  $D_n$  – дохід від експлуатації майнового комплексу в останній прогнозний період;

k – коефіцієнт капіталізації (в більшості випадків дорівнює ставці дисконтування).

Одержана таким чином вартість майбутніх доходів є вартістю об'єкта оцінки.

Отже підходами, що найбільше відповідають проблемі визначення вартості, є витратний метод (метод чистих активів) та метод дисконтування грошового потоку (дохідний підхід). Приведені вище принципи лежать в основі трьох традиційних підходів визначення вартості, які використовуються у процесі оцінки нерухомого майна, а саме:

- витратний;
- аналогів продажу;
- потенційної прибутковості.

Витратний підхід базується на припущенні, що типовий покупець не запропонує за об'єкт нерухомості коштів більше, ніж сума, яку треба затратити на купівлю земельної ділянки та будівництва на ній об'єкта, аналогічного за своїми споживчими характеристиками оцінюваній нерухомості.

Сутність загально визначених підходів визначення вартості з точки зору дохідності ґрунтується на тому, що потенційний інвестор не заплатить за об'єкт суму більшу, ніж поточна вартість майбутніх доходів від володіння бізнесом. Ін-

шими словами, оцінка об'єкта за методом прибутковості базується на мотивах типового інвестора, який визначає цінність об'єкта на основі очікуваного прибутку, якій він може одержати у майбутньому від його експлуатації у порівнянні з альтернативними вкладеннями капіталу.

Способи визначення вартості методом прибутковості умовно поділяються на два підходи: метод прямої капіталізації доходу та метод дисконтування грошового потоку.

Враховуючи те, що об'єктом оцінки є нежитлова нерухомість та потенційний дохід від володіння даним майном може бути отриманий від здачі його в оренду, експерт вважає, що доцільним у даному випадку є застосування методу прямої капіталізації доходу.

Цей метод заснований на перетворенні доходу, що отримується від здачі нерухомості в оренду протягом року, у вартість за допомогою коефіцієнта капіталізації. Даний метод доцільно застосовувати в тому випадку, коли передбачаються рівновеликі надходження доходів протягом усього прогнозного періоду.

Отже підходами, що найбільше відповідають проблемі визначення вартості об'єкта в межах оцінки корпоративних прав, є методи прямої капіталізації доходу (дохідний підхід), який оцінювач і повинен застосовувати для подальших розрахунків.

### **Висновки**

Якщо оцінювач має доступ до внутрішньої інформації компанії, то для того, щоб визначити ринкову вартість пакета її акцій, спочатку потрібно оцінити вартість всієї компанії.

Переходячи від оцінки всієї компанії до оцінки того або іншого пакета її акцій, додатково враховуються такі фактори:

1. Ступінь контролю над менеджментом, яка отримується разом з купівлею пакета акцій.

2. Ступінь ліквідності акцій.

3. Факт розміщення або нерозміщення неліквідних акцій на фондовому ринку.

Премії та знижки, які відповідають цим факторам, виконуються в залежності від того, який метод оцінки бізнесу використовувався для оцінки вартості компанії в цілому. Вартість компанії вже містить у собі премію за контроль над нею, якщо фірма оцінювалася методами дисконтованого грошового потоку та накопичення активів. Вона не містить у собі цю премію, якщо використовувався метод ринку капіталу. Відповідно, при оцінці великого пакета акцій, який дає можливість привести представників до ради директорів компанії, корегування зі збільшенням на премію за контроль застосовується тільки до вартості пакета, що є пропорційною до її частки у власному капіталі компанії, який оцінено методом ринку капіталу.

Водночас при оцінці пакета акцій меншості вартість підприємства, встановлену на основі оцінки компанії методами дисконтованого грошового потоку, накопичення активів або методом угод, слід зменшити на розмір знижки за недолік контролю.

Знижка за недолік ліквідності виконується при оцінці дрібних пакетів акцій. Якщо акції не лише неліквідні, але навіть не розміщені на ринку, рекомендується ще одна знижка, основана на оцінці витрат щодо розміщення акцій.

Розмір знижок (у відносному виразі) отримують для конкретних галузей із спостереження за рівнем в них цін на акції у складі різних за величиною пакетів акцій, які фактично продаються схожими компаніями з більш або менш ліквідними акціями.

Зазначимо, що оцінка цінних паперів покликана визначити їхню ринкову і інвестиційну вартість. Через низку обставин інвестиційна вартість не завжди збігається з ринковою. Існуюча різниця пояснюється специфікою оцінки майбутньої прибутковості, уявленнями про міру ризику, податковою ситуацією тощо.

Специфіка оцінки вартості цінних паперів (корпоративних прав) визначається тим, що цінний папір, будучи товаром, який обертається на фондовому ринку, є спеціальною формою існування капіталу компанії. Водночас цінний папір не є матеріальним товаром, а його вартість визначається правами, які він надає своєму власникові. Тому оцінка цінних паперів ґрунтується на точному аналізі сукупності прав їхнього власника і подальшому розрахунку вартості цих прав.

### *Література*

1. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 № 2658-III // Сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14](http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14)
2. Эккерт Д. Организация оценки и налогообложения недвижимости / Д. Эккерт – М.: Академия оценки «Стар Интер», 1997. – 381 с.
3. Грибовский С. В. Оценка доходной недвижимости // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.cons-s.ru/media/materials/ocenka\\_dohodnoi\\_nedvijimosti.pdf](http://www.cons-s.ru/media/materials/ocenka_dohodnoi_nedvijimosti.pdf)
4. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учебное пособие / С. В. Валдайцев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
5. Ли Ч., Финнерти Д. Финансы корпорации: теория, методы, практика / Ч. Ли, Д. Финнерти. Пер. с англ. – М. Инфра-М., 2000. – 280 с.
6. Андреева В. А. Формалізація оцінки вартості нематеріальних активів підприємства // Вчені записки. – 2017. – №46. – С. 93-104.
7. Національний стандарт №1 / Загальні засади оцінки майна і майнових прав // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п](http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-п).
8. Міжнародні стандарти оцінки / Міжнародний Комітет з Стандартів Оцінки Майна та Норм професійної діяльності оцінювача Українського Товариства Оцінювачів від 23.04.2011 // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.twirpx.com/file/1855878/>
9. Пучковская И. И. Ипотека: Залог недвижимости / И. И. Пучковская. – Харьков: «Консум», 2000. – 132 с.
10. Пенсійна система: підручник / за ред. В. І. Грушка / Вищий навчальний заклад «Університет економіки та права «КРОК». – 2017. – К. – 368 с.

УДК 368 (369.06)

**О.Ю. Сова**  
кандидат економічних наук,  
доцент кафедри національної економіки та фінансів,  
Університет економіки та права «КРОК»

## **Сучасний стан та перспективи розвитку медичного страхування в Україні**

*У статті визначено основні проблеми розвитку медичного страхування в Україні. Автором досліджено доступність медичного страхування для населення, проаналізовано стан реформування галузі. Запропоновано заходи для державних уповноважених органів та приватних страхових компаній, які сприятимуть розширенню сфери медичного страхування в Україні.*