

*О. В. Клименко,
к. е. н., доцент кафедри фінансів,
Київський інститут бізнесу та інформаційних технологій, м. Запоріжжя*

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО ОЦІНЮВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

*О. Klymenko,
candidate of economic sciences, associate professor of department of Finance
Kyiv Institute of Business and Information Technology*

THEORETICAL AND METHODOLOGICAL BASIS OF THE FINANCIAL ASSESSMENT OF CORPORATE SECURITIES

У статті визначено основні фактори фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів, обґрунтовано базові принципи, що лежать в основі цього оцінювання за умов сучасного етапу розвитку економіки України. Ці теоретичні напрацювання дають можливість подальшої розробки нових підходів, методик, стандартів та аналітичних інструментів фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів.

The article determines the main factors of the financial assessment of corporate financial securities, founds the basic principles of this assessment at the current stage of development of Ukraine's economy.

The basic principles of financial assessment of Ukrainian corporate securities include: the interrelation of security ownership of shareholders, issuers rights and interests of potential investors and financial assessment; the financial assessment of corporate securities corresponding with the state financial policies; the financial assessment corresponding with the types of economic behavior of security holders and potential buyers; the increase of reflexivity in phases of recession and economic recovery.

The article reveals these principles with real data described the relations of corporate governance, general financial policy, market processes and financial assessment of Ukrainian corporate securities.

Ключові слова: фінансове оцінювання, корпоративні цінні папери, принципи, умови господарювання, економіка.

Key words: financial assessment, corporate securities, principles, economic conditions, economy.

ВСТУП

Ринкові перетворення економіки України зумовили становлення і розвиток якісно нових для суспільно-економічних відносин, організаційно локалізованих на різних ринках — нерухомості, землі, нематеріальних активів, фінансових інструментів, консалтингових послуг тощо. Кожен з цих ринків формує власні потреби в адекватному фінансовому оцінюванні товарів (робіт, послуг).

У сфері фінансового оцінювання вітчизняна господарська практика й економічна наука знаходиться в процесі розвитку. Відбувається адаптація світових стандартів, підходів і методик оцінювання до конкретних умов сучасного етапу розвитку національної економіки, удосконалюються нормативна база та інструменти державного регулювання, оціночної діяльності, освоюються нові високоорганізовані об'єкти фінансового оці-

нювання. До складу останніх відносяться корпоративні цінні папери.

Фінансове оцінювання корпоративних цінних паперів покликане стати дієвим інструментом оздоровлення в активізації відносин, що склалися на цьому ринку. Його потребують усі учасники ринку — емітенти, інвестори, посередники, консультанти. Без адекватного фінансового оцінювання неможливе вдосконалення обліку та оподаткування операцій з корпоративними цінними паперами. У свою чергу, розробка нових підходів, методик, стандартів та інструментів фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів потребує визначення основних факторів і обґрунтування базових принципів у відповідності з умовами сучасного етапу ринкових перетворень економіки України та процесу інтеграції країни у глобальне світове господарство.

Завдання статті полягає у визначенні основних факторів фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів, обґрунтуванні базових принципів, що лежать в основі цього оцінювання за умов сучасного етапу розвитку економіки України.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Найбільш загальною теоретичною та методологічною базою процесу фінансового оцінювання є набір оціночних принципів, сформульованих вітчизняними та зарубіжними вченими й практиками. Ці принципи випливають з трактування загальноекономічних законів теорії оцінювання. Вибір і формулювання принципів виходять з того, що вони повинні відображати усі взаємозв'язки характеристик об'єктів і суб'єктів ринку оцінюваного майна та ціноутворюючих факторів ринкового середовища, в результаті яких формується вартість.

Можна виділити такі універсальні принципи оцінювання [1].

Принцип заміщення.

Він є одним з основних при використанні трьох підходів до оцінювання: витратного, порівняльного й дохідного. У відповідності з цим принципом, з точки зору типового покупця, максимальна вартість об'єкта (майна) не перевищує найменшої ціни, за якою були придбані аналогічні об'єкти з еквівалентною корисністю. Цей принцип можна визначити з позиції принципу альтернативності капіталовкладення.

Поняття альтернативності сприяє кращому розумінню порівняльного підходу, який відображає прагнення типового покупця максимізувати придбану корисність з наданих йому ринком альтернатив. При використанні витратного підходу у відповідності з принципом заміщення вартість готового об'єкта не повинна перевищувати альтернативних витрат на створення об'єкта рівної корисності (за умови рівності попиту й пропозиції). При використанні прибуткового підходу у відповідності з принципом заміщення ставка дисконтування визначається як альтернативна вартість вкладеного капіталу, а величина отриманих доходів зрівнюється з доходами від альтернативних джерел, від використання яких інвестор відмовився, вклавши свої кошти в цей об'єкт оцінювання.

Принцип очікування визначає сьогодишню вартість як функцію очікуваних переваг (вигод), які отримає власник об'єкта в майбутньому. На принципі очікування заснований дохідний підхід. Інвестора ретроспективні доходи цікавлять лише настільки, наскільки вони допоможуть визначити динаміку майбутніх доходів.

Принцип змін свідчить про те, що ринкове середовище й економіка в цілому перебувають у стані постійної зміни. Відповідно до принципу зміни стан об'єктів характеризується життєвими циклами, які поділяються на чотири етапи: етап виведення на ринок; етап розвитку; етап стабілізації; етап занепаду. Кожен з цих етапів має свою специфіку, яка повинна бути відображена у фінансовому оцінюванні. Прогноз щодо ціноутворюючих факторів формує прогнозні значення доходів і цін (або їх зміни) на основі висновку про стан попиту й пропозиції в майбутньому.

Принцип попиту та пропозиції. У відповідності з цим принципом ціни формуються на основі взаємодії попиту й пропозиції. Якщо попит і пропозиції перебувають у рівновазі, то ціни залишаються стабільними. Якщо попит перевищує пропозицію, то ціни на об'єкти оцінювання можуть перевищити їх вартість, і навпаки. У довгостроковому аспекті попит і пропозиція є відносно ефективними факторами у визначенні напрямку зміни цін. Але в короткі проміжки часу фактори попиту та пропозиції можуть і не мати можливості ефективно працювати. Ринкові викривлення можуть бути наслідком монопольного становища власників або дії системи контролю.

Принцип конкуренції. Конкуренція виникає за наявності на ринку великої кількості незалежних покупців і продавців, які мають можливість вільно виходити на ринок і залишати його. Якщо галузь, в якій діє підприємство, принесе надлишковий прибуток, то у вільній ринковій економіці в цю галузь намагаються проникнути й інші підприємці. Це збільшить пропозицію в майбутньому й знизить норму прибутку. Підприємства можуть одержувати надприбуток лише у результаті свого монополістичного становища, і по мірі загострення конкуренції їх доходи будуть помітно скорочуватися. Звідси випливає, що при оцінюванні вартості підприємств необхідно враховувати рівень конкурентної боротьби в цій галузі в даний час і в майбутньому [2]. Зміст принципу конкуренції зводиться до такого: якщо очікується загострення конкурентної боротьби, то при прогнозуванні майбутніх прибутків цей фактор можна врахувати або за рахунок прямого зменшення потоків доходів, або шляхом збільшення факторів ризику, що знову ж знизить поточну вартість майбутніх доходів.

Принцип вкладу. Відповідно до цього принципу вартість оцінюваного об'єкта визначається внеском кожного фактора у формування доходу. Включення будь-якого додаткового активу в сукупність наявних активів економічно доцільно й призводить до збільшення його вартості, якщо отримуваний приріст вартості більше витрат на придбання цього активу.

Принцип балансу. За цим принципом максимальна вартість об'єкта оцінювання досягається при об'єктивно обумовленій пропорційності його різних елементів. Додавання елемента в систему, що приводить до порушення пропорційності, призводить до зниження вартості.

Принцип відповідності. Згідно з цим принципом всі характеристики об'єкта — призначення, склад, якість тощо, повинні знаходитися у відповідності й відповідати певним ринковим стандартам. Якщо об'єкт відповідає ринковим стандартам, то ціна на нього буде коливатися навколо середньоринкового значення вартості, якщо ж об'єкт не відповідає вимогам ринку, то це, як правило, відбивається через більш низьку ціну.

Принцип економічної величини. За цим принципом для кожного виду об'єктів оцінювання існують оптимальні розміри. Так, вартість пакета цінних паперів визначається тим, наскільки він відповідає величині контрольного пакета.

Принцип економічного поділу. Попит на ринку, можливості розвитку бізнесу та інші фактори визначають альтернативні способи використання цього об'єкта оцінювання. При розгляді альтернатив розвитку може виникнути питання про економічний поділ майнових прав на власність, якщо таке дасть можливість збільшити загальну вартість. Економічний поділ має місце, якщо права на об'єкт можна розділити на два або більше майнових інтересів, у результаті чого загальна вартість об'єкта зростає [3]. Принцип економічного поділу свідчить, що майнові права слід розділити й з'єднати таким чином, щоб збільшити загальну вартість об'єкта.

Принцип найкращого й найбільш ефективного використання. В оціночному процесі цей принцип має визначальне значення, оскільки він відображає основну мету раціонального покупця — отримання максимальної корисності при реалізації права власності. Визначення вартості об'єкта оцінювання здійснюється на основі аналізу, що дає можливість визначити його найкраще й найбільш ефективно використання, що забезпечує власнику максимальну вартість.

Ці принципи у фінансовій літературі й практиці оцінювання вважаються загально визначеними й застосованими до різних об'єктів оцінювання. При цьому часто в залежності від тих чи інших цілей оцінювання зазначена сукупність ознак доповнюється і класифікується за різними підставами.

Так, у деяких роботах, присвячених оцінюванню вартості підприємств принципи оцінювання поділяють на такі групи:

- принципи користувача підприємством;
- принципи, пов'язані з експлуатацією майна;
- принципи, пов'язані із зовнішнім ринковим середовищем;
- принцип найкращого і найбільш ефективного використання майнового комплексу підприємства [4, 5].

У групі принципів користувача підприємством об'єднані принципи корисності, заміщення та очікування. Крім розглянутих вище принципів корисності й заміщення до складу оціночних принципів вводиться принцип очікування (передбачення), який, на їх думку, означає очікування майбутнього прибутку або інших вигод, які можуть бути отримані в майбутньому від використання майна підприємства, а також розміру грошових коштів від його перепродажу. Відзначимо, що цей принцип є основою застосування дохідного підходу.

Принципи, пов'язані з ринковим середовищем, включають принципи: залежності, відповідності, взаємозв'язку між попитом і пропозицією, конкуренції, зміни вартості. Тут додатково введені принципи залежності і зміни вартості. Принцип залежності пов'язаний з тим, що вартість підприємства залежить від безлічі факторів, у свою чергу, і саме оцінюване підприємство впливає на вартість об'єктів нерухомості та інших підприємств, що знаходяться в цьому регіоні. Принцип зміни передбачає врахування тієї обставини, що ситуація на ринку постійно змінюється: з'являються нові підприємства, змінюється профіль діючих; змінюються також економічна, соціальна, технічна та політична ситуації, тому згідно з цим принципом оцінювання повинне відбуватися на конкретну дату.

Принципи, пов'язані з експлуатацією майна, охоплюють принципи залишкової продуктивності, внеску, зростання або зменшення віддачі, збалансованості, економічної (оптимальної) величини й економічного поділу й об'єднання прав власності. До складу цієї групи принципів, поряд з уже розглянутими принципами, автори включають принципи залишкової продуктивності, а також зростання і зменшення віддачі. Принцип залишкової продуктивності означає, що кожен фактор має бути оплачений з доходів, створюваних цим видом діяльності. Залишкова продуктивність пов'язана з тим, що об'єкт дає можливість користувачеві витягати максимум доходу або нести мінімум витрат. Принцип зростання і зменшення віддачі свідчить, що по мірі додавання ресурсів до основних факторів виробництва, чистий прибуток має тенденцію збільшуватися зростаючими темпами до певного моменту, після якого загальна віддача хоча і зростає, але меншими темпами. Це уповільнення відбувається до тих пір, поки приріст вартості не стає меншим за приріст витрат на додані ресурси.

Принцип найкращого й найбільш ефективного використання виділяється особливо як основний принцип оцінювання.

Розглянуті принципи в узагальненому вигляді універсальні й застосовні до усіх видів об'єктів оцінювання. Їх зміст може змінюватися залежно від специфіки об'єкта.

Разом з тим слід підкреслити, що синергетична парадигма зумовлює потребу у переосмисленні базових принципів фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів [6]. Обґрунтування комплексу цих принципів передбачає системний облік основних чинників цього процесу, суперечливого характеру взаємодії фіктивного й дійсного капіталу корпорацій, рефлексивності як фундаментальної функціональної характеристики фіктивного капіталу, а також існуючих інституційних обмежень фінансового оцінювання корпоратив-

них цінних паперів, що склалися на сучасному етапі розвитку економіки країни.

Узагальнення зазначених вище параметрів у рамках синергетичної парадигми дає можливість обґрунтувати комплекс базових принципів фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів:

- взаємозв'язок між захищеністю власності акціонерів, прав емітентів, інтересів потенційних інвесторів та фінансовим оцінюванням;
- відповідність фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів фінансовій політиці держави;
- відповідність фінансового оцінювання типам економічної поведінки власників цінних паперів та їх потенційних покупців;
- наростання рефлексивності у фазах рецесії і підйому економіки.

Принцип взаємозв'язку між захищеністю власності акціонерів, прав емітентів, інтересів потенційних інвесторів та фінансового оцінювання обумовлює адекватність фінансового оцінювання в умовах формування стабільної, прозорої та ефективної системи захисту прав власності, довіри емітентів, акціонерів, інвесторів до держави та її фінансових інститутів, рівності (недискримінації) прав усіх суб'єктів власності, що беруть участь у ринкових взаємовідносинах.

Захист прав власності є дієвим інструментом узгодження економічних інтересів усіх учасників фондового ринку, забезпечує дотримання правил і норм у фондових угодах. Відсутність дієвих механізмів у цій сфері пояснює, чому в Україні будь-які закони й контрактні положення починають діяти не в автоматичному режимі, як належить формальним інститутам, а залежно від того, чи є у зацікавлених сторін достатньо ресурсів, щоб запустити їх у дію або, навпаки, заблокувати їх застосування. Без надійного і цивілізованого захисту прав власності неможливе ефективне використання таких інститутів ринкової економіки, як фінансове оцінювання [7].

Дотримання зазначеного принципу відповідає і міжнародним нормам, виробленим світовим співтовариством у другій половині ХХ століття. У контексті процесів глобалізації світової економіки ефективний захист прав власності на національному рівні означає формування сприятливих умов для інтеграції економіки України у міжнародну фінансову систему (фінансові ринки), становлення фінансового оцінювання як підсистеми єдиного світового фінансового простору.

Слід зазначити, що при проведенні економічних реформ часто не враховується, що прийняття законів і норм саме по собі не вирішує проблеми організації нової соціально-економічної системи. Інститути, що зумовлюють ефективність цієї системи, включають в себе, крім формального права, велику кількість неформальних правил, звичаїв і традицій [8]. Тому, розглядаючи умови формування фінансового оцінювання українських корпоративних цінних паперів, необхідно враховувати не лише існуючі соціально-економічні й політичні обставини, а й попередній період розвитку суспільства, його історію, традиції, психологію і відмінні властивості суспільної самосвідомості, що формують особливості економічної поведінки учасників ринку.

Накопичений досвід реформ показує, що поведінка економічних суб'єктів формується виходячи з особистих і групових інтересів, сформованих порядків, національних особливостей ділових відносин і не завжди легко адаптується до здійснюваної владними органами реформаторської діяльності й чинної законодавчо-нормативної бази [9]. Це визначає значимість врахування такого принципу фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів, як відповідність фінансового оцінювання типам економічної поведінки власників цінних паперів та їх потенційних покупців.

Відповідно до положень теорії поведінкових фінансів, що пов'язують соціокультурні стандарти індивідуумів, їх психологію і прийняття фінансових рішень, фінансове оцінювання корпоративних цінних паперів не може бути правильними, якщо воно не побудоване на глибокому розумінні економічної поведінки їх власників та потенційних інвесторів.

Історія існування української економіки змінила психологію і поведінку більшості учасників ринку. Після ряду економічних криз інвестори стали надавати не виправданого великого значення ризику, пов'язаному з вкладенням коштів у цінні папери українських корпорацій.

Практика засвідчує, що час початку рецесії і підйому надзвичайно важливе для очікувань інвесторів. Це пов'язано, на нашу думку, з тим, що саме у фазах рецесії і підйому економіки відбувається посилення рефлексивності. У періоди спаду котирування цінних паперів знижуються, а в періоди підйому істотно зростають. Невизначеність самого процесу фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів динамічно наростає при відхиленнях від ринкової рівноваги як у разі зростання, так і у випадку рецесії. Тому ми вважаємо за необхідне в якості одного з принципів фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів виділити наростання рефлексивності у фазах рецесії і підйому економіки.

ВИСНОВКИ

Синергетична парадигма зумовлює потребу у переосмисленні базових принципів фінансового оцінювання українських корпоративних цінних паперів. Обґрунтування комплексу принципів передбачає системне врахування основних чинників цього процесу, суперечливого характеру взаємодії фіктивного і дійсного капіталу корпорацій, рефлексивності як фундаментальної функціональної характеристики фіктивного капіталу, а також існуючих інституційних обмежень фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів, що склалися на сучасному етапі розвитку економіки України.

Узагальнення зазначених вище параметрів у рамках синергетичної парадигми дає можливість обґрунтувати комплекс базових принципів фінансового оцінювання українських корпоративних цінних паперів:

— взаємозв'язок між захищеністю власності акціонерів, прав емітентів, інтересів потенційних інвесторів та фінансовим оцінюванням;

— відповідність фінансового оцінювання корпоративних цінних паперів фінансовій політиці держави;

— відповідність фінансового оцінювання типам економічної поведінки власників цінних паперів та їх потенційних покупців;

— наростання рефлексивності у фазах рецесії і підйому економіки.

Ці принципи розкриваються в статті й ілюструються фактичними даними, що характеризують взаємозв'язок корпоративного управління, загальної фінансової політики, ринкових процесів та фінансового оцінювання українських корпоративних цінних паперів.

Література:

1. Каминский Л.В., Страхов Ю.И. Анализ практики оценки недвижимости. Учебно-практическое пособие. / Л.В. Каминский, Ю.И. Страхов. — М.: Международная академия оценки и консалтинга. — 2004. — 466 с.

2. Ершова Н.Ю. Щодо питання аналізу та оцінки фінансової діяльності підприємства в сучасних умовах / Ершова Н.Ю. // Вестник. — Х., 2011. — № 30. — С. 153—161.

3. Мних О. Б. Ідентифікація та оцінка чинників формування вартості акціонерних товариств: теоретико-

прикладні аспекти / О.Б. Мних // Вісник. — Львів, 2007. — № 580. — С. 81—97.

4. Глинська Г.Я. Оцінка вартості підприємства при злитті / Г.Я. Глинська // Вісник. — Львів, 2007. — № 606: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. — С. 141—146.

5. Верхоглядова Н.І. Оцінка вартості підприємства в умовах інфляції / Н.І. Верхоглядова // Строительство, материало ведение, машиностроение. — Д., 2010. — Вып. 56: Сер.: Инновационные технологии жизненного цикла объектов жилищно-гражданского, промышленного и транспортного назначения. — С. 85—91.

6. Московенко О.М. Прояви та оцінка ефекту синергії в об'єднаннях підприємств / О.М. Московенко // Матеріали III Всеукраїнської наукової конференції "Актуальні питання сучасної економіки". — Умань, 2011. — Ч. 2. — С. 24—26.

7. Яворська О.С. Захист прав власників цінних паперів / О.С. Яворська // Проблеми толкования и реализации законодательства в Украине и задачи адвокатуры. — Симферополь, 2003. — С. 49—59.

8. Савельєв Є.В. Проблеми реформування економіки України з позиції нової економіки / Є.В. Савельєв // Проблеми развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект. — Донецк, 2006. — Ч.1. — С. 43—47.

9. Скопенко Н.С. Стратегічна поведінка суб'єктів господарювання в сучасних умовах / Н.С. Скопенко // Стратегія підприємства: адаптація організації до впливу світових суспільно-економічних процесів. — К., 2011. — С. 164—166.

References:

1. Kaminsky, L.V. and Strakhov, Yu.Y. (2004), *Analiz praktyky otsenky nedvyzhymosty* [Analysis of the practice of real estate appraisal], *Mezhdunarodnaia akademyia otsenky y konsal'tynha*, Moscow, Russia.

2. Yershova, N.Yu. (2011), "On the issue of analysis and assessment of financial activity in modern terms", *Vestnyk*. — Kharkiv, vol. 30, pp. 153—161.

3. Mnykh, O.B. (2007), "Identification and evaluation of cost factors in the formation of joint stock companies: theoretical and applied aspects", *Visnyk*. — L'viv, vol. 580, pp. 81—97.

4. Glinska, G.Ya. (2007), "Valuation enterprise value of the merger", *Visnyk*. — L'viv, vol. 606, pp. 141—146.

5. Verkhohliadova, N.I. (2010), "Valuation enterprise value in terms of inflation", *Stroytel'stvo, materiyalovedenye, mashynostroenye. Seriya: Ynnovatsyonnye tekhnolohyy zhyznennoho tsykla ob'ektov zhylyshchno-hrazhdanskoho, promyshlennoho y transportnoho naznachenya*, vol. 56, pp. 85—91.

6. Moskovento, O.M. (2011), "Manifestations and evaluation of synergy associations of enterprises", *Materialy III Vseukrains'koi naukovoi konferentsii* [Proceedings of the III All-Ukrainian Conference] *Aktual'ni pytannia suchasnoi ekonomiky* [Actual problems of modern economics] — Uman, vol. 2, pp. 24—26.

7. Yavorska, O.S. (2003), "Protecting the rights of holders of securities", *Problemy tolkovaniya y realizatsyy zakonodatel'stva v Ukrainy y zadachy advokatury*, pp. 49—59.

8. Savelyev, Ye.V. (2006), "Problems of reforming Ukraine's economy from the perspective of the new economy", *Problemy razvytiya vneshneekonomicheskyykh svyazey y pryvlecheniya ynostrannykh ynvestytsiy: rehyonal'nyy aspekt*, vol. 1, pp. 43—47.

9. Skopenko, N.S. (2011), "Strategic behavior of entities in the present conditions", *Stratehiia pidpryemstva: adaptatsiia orhanizatsij do vplyvu svitovykh suspil'no-ekonomichnykh protsesiv*, pp. 164—166.

Стаття надійшла до редакції 17.09.2013 р.