

ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ТА ДОХІДНІСТЮ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

С.В. Кулюкін, Українська академія банківської справи

Сучасний етап розвитку вітчизняного фондового ринку характеризується подальшим вдосконаленням нормативно-правової бази та методичного забезпечення з метою розгортання нових організаційно-економічних підходів та методів управління діяльністю акціонерних товариств, оцінки емісійної діяльності, концентрації акціонерного капіталу тощо. Це пов'язано з тим, що процеси трансформації власності, які відбувалися до сьогоднішнього дня, не сприяли створенню адекватних механізмів корпоративного управління і контролю, тобто існування акціонерних товариств і акціонерного капіталу не було повною мірою включено в ринковий обіг з точки зору реалізації інвестиційної складової сучасної ринкової економіки. Це стосується порушень прав інвесторів, особливо на підприємствах, контрольний пакет акцій яких належить фінансово-промисловим групам, а також виключення портфельних інвесторів із процесу прийняття управлінських рішень тощо.

Аналіз діяльності акціонерних товариств свідчить, що продовжується процес подальшої концентрації акціонерної власності з використанням інститутів довірчого управління для державних пакетів акцій, консолідації акцій різними шляхами в закритих галузевих, регіональних, міжгалузевих і міжрегіональних групах, використання інститутів банкрутства, зміни керівництва, реєстраторів, додаткових емісій тощо. І хоча на сьогоднішній день за різними оцінками у власності робітників та керівників акціонерних товариств знаходиться близько 35-40 % акцій, ця частка стрімко скорочується, особливо перша складова. Натомість зростає частка іноземних фірм, фінансово-промислових холдингів і груп, фізичних осіб, хоча це може свідчити лише про відсутність механізмів перерозподілу власності на користь ефективних власників, а зрушення, що відбуваються, пов'язані з перерозподілом капіталу від робітників до менеджерів без зміни частки зовнішніх акціонерів, зацікавлених у забезпеченні ефективного корпоративного управління. Як свідчать статистичні дані, такі ж процеси відбуваються і в інших країнах СНД, зокрема, в Росії (табл. 1).

Таблиця 1

Структура власників російських акціонерних товариств у 1995-1999 рр., % [7, с. 63]

| Власники | 1995 р. | 1997 р. | 1999 р. |
|--------------------------|---------|---------|---------|
| Внутрішні, всього | 58,5 | 51,6 | 51,3 |
| в т.ч. працівники | 48,5 | 39,5 | 36,3 |
| керівники | 10,0 | 12,1 | 15,0 |
| Зовнішні, всього | 31,7 | 41,3 | 45,3 |
| з них: юридичні особи | 20,7 | 23,6 | 22,8 |

| | | | |
|-----------------------------------|-----|------|------|
| в т.ч. | | | |
| - банки | 1,6 | 1,2 | 1,7 |
| - інвестиційні фонди | 7,2 | 4,0 | 5,2 |
| - постачальники, клієнти, покупці | 8,1 | 12,9 | 11,8 |
| - холдинги, ФПГ | 3,5 | 4,9 | 3,4 |
| - інші | 0,3 | 0,6 | 0,7 |
| фізичні особи | 9,6 | 13,2 | 15,6 |
| іноземні власники | 1,7 | 5,1 | 7,6 |
| Держава | 9,5 | 6,5 | 2,7 |
| Всього | 100 | 100 | 100 |

Підвищення рівня концентрації власності, яке відбувається постійно, досить гостро ставить питання про підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств у постприватизаційний період, про необхідність проведення фінансової реструктуризації та вдосконалення системи корпоративного управління на основі вдосконалення методологічної та нормативно-методичної баз.

Розвиток корпоративного управління на сьогоднішній день найбільш активно відбувається на стадії економічного зростання в умовах підвищення курсу цінних паперів акціонерних товариств, зміни структури власників, дивідендної політики, що можна розглядати як певну систему заходів антикризового управління або фінансової реструктуризації. У зв'язку з цим актуального значення набувають процеси правильної оцінки доходності цінних паперів з тим, щоб можна було здійснити обґрунтовані розрахунки ціни та вартості акцій, вартості акціонерного капіталу тощо.

Відповідно до Положення про порядок визначення справедливої вартості та зменшення корисності цінних паперів, затвердженого постановою Правління Національного банку України від 17.12.2003 р. № 561 сума очікуваного відшкодування за вкладеннями в цінні папери для пайових цінних паперів з нефіксованим доходом обчислюється за формулою:

$$OB = f_{\min} \left(\sum_{t=1}^7 \frac{D}{1+d} \cdot \frac{1}{(1+d)^t}; K \cdot r \right), \quad (1)$$

де OB – сума очікуваного відшкодування;

D – оцінна сума доходу за цінним папером за відповідний період (місяць, квартал, рік);

d – ставка KIBOR;

t – кількість періодів сплати доходу (місяць, квартал, рік);

K – капітал емітента;

r – пропорційна частка участі в капіталі емітента.

При цьому слід зазначити, що відповідно до Положення для розрахунку береться менша із сум (D), дисконтована на сім років з періодом дисконту один рік під поточну ставку KIBOR найбільш тривалого строку, або пропорційна частка участі інвестора в капіталі емітента. Великою оцінною суми доходу вважають частку в середньому чистого прибутку після

оподаткування емітента за останні п'ять років, яка пропорційна частці участі банку в статутному капіталі емітента [5].

Для визначення суми очікуваного відшкодування інших видів цінних паперів для розрахунку беруть оцінку суму доходу, дисконтовану за кожний період сплати такого доходу на відповідну за строком ставку KIBOR, плюс номінальна вартість цінного папера, дисконтована на відповідну за строком ставку KIBOR:

$$OB = \sum_{t=1}^n \frac{D}{1+d} + \frac{NB}{1+d}, \quad (2)$$

де OB – сума очікуваного відшкодування;

D – оцінка суми доходу за цінним папером за відповідний період (місяць, квартал, рік);

d – ставка KIBOR;

NB – номінальна вартість цінного папера;

t – кількість періодів сплати доходу (місяць, квартал, рік);

n – кількість періодів (місяць, квартал, рік), що залишилися до погашення цінного папера.

При використанні наведеної формули відповідно до вказаного Положення Національного банку України слід також враховувати наступні обставини: якщо період виникнення грошового потоку перевищує 90 днів, то для розрахунку береться значення ставки KIBOR на 90 днів; за наявності неамортизованої частини дисконту або премії за цінними паперами, що придбані з дисконтом або премією, під час визначення суми очікуваного відшкодування до уваги не береться; до величини оціненого доходу безстрокових цінних паперів з нефіксованим доходом включається нарахований за минулі 12 календарних місяців дохід, про що банк має документальне підтвердження (повідомлення емітента), незалежно від того, був цей дохід одержаний чи ні. Однак не включається дохід, одержаний протягом останніх 12 місяців, який належить до попередніх звітних періодів; оскільки проміжні виплати доходу від дисконтних цінних паперів не допускаються, то для дисконтних цінних паперів має використовуватися лише друга частина формули (2) – дисконт номіналу; банк має право самостійно обирати фактор дисконту для цінних паперів, номінал яких виражено в іноземній валюті. Рекомендується фактором дисконту вважати середньозважену ставку міжбанківського ринку валютних кредитів, постійним учасником якого є банк; у разі неотримання банком доходу від цінного папера за будь-який з періодів або часткового чи повного непогашення його номіналу банк має самостійно визначити реальну можливість одержання такого доходу в майбутньому та віднести відповідний грошовий потік до відповідного періоду дисконтування [5, с. 6-7].

Специфікою методики оцінки очікуваного відшкодування за цінними паперами є наявність суттєвих відмінностей у визначенні суми відшкодування за борговими цінними паперами, яка розраховується як величина доходу, дисконтована за кожний період сплати такого доходу на ставку дохідності відповідного боргового цінного папера, плюс номінальна

вартість цінного папера, дисконтована на ставку дохідності відповідного цінного папера:

$$PB = \sum_{t=1}^m \frac{D}{1 + p_{-}^t} + \frac{NB}{1 + p_{-}^m}, \quad (3)$$

де OB – сума очікуваного відшкодування;

D – оцінна сума доходу за цінним папером за відповідний період (місяць, квартал, рік);

p – ставка дохідності за відповідним борговим цінним папером;

NB – номінальна вартість цінного папера;

t – кількість періодів сплати доходу (місяць, квартал, рік);

m – період погашення цінного папера (місяць, квартал, рік).

Протягом останніх років, хоча й повільно, все більшого значення набуває процес концентрації акціонерного капіталу через вторинний ринок, домінуючу роль на якому відіграють менеджери акціонерних товариств, встановлюючи прямі та непрямі методи контролю, а участь зовнішніх інвесторів у акціонерному капіталі ще не сприяє суттєвому підвищенню ефективності управління компанією. Додаткові емісії корпоративних цінних паперів, у тому числі й облігацій для окремих товариств, особливо комерційних банків, стають важливим джерелом фінансування капітальних вкладень, хоча вплив таких емісій на структуру власності акціонерного капіталу незначний і, що стосується додаткових емісій акцій, то вони частіше за все використовуються як засіб у конкурентній боротьбі між основними акціонерами [3, 4].

Розглядаючи ці процеси з точки зору економічної теорії, зазначимо, що залучення інвестицій через ринок цінних паперів має вторинний характер по відношенню до основного мотиву збереження чи захвату стратегічних позицій в акціонерному товаристві. Схему емісії облігацій слід розглядати під кутом зору бажання акціонерного товариства залучити додаткові ресурси і не змінити структуру власників підприємства, тобто з позицій контролю за процесом управління. У зв'язку з цим слід зазначити, що подальший розвиток процесів управління акціонерним капіталом повинен передбачати: активізацію процесів становлення нової моделі ринку цінних паперів з орієнтацією акціонерних товариств на ліквідний інвестиційний ринок із залученням зовнішніх інвесторів; розвиток інститутів фінансових посередників; зрушення в структурі власності в бік приватного сектора економіки; розробку механізмів ефективної трансформації заощаджень в інвестиції та вдосконалення форм і методів взаємодії між акціонерними товариствами та їх структурними підрозділами.

Список літератури

1. Богачук К.О. Ефективність функціонування фондового ринку та чинники її забезпечення // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. Т. 7. – С. 254-259.

2. Волик І.М. Інформаційна складова системи економічного стимулювання акціонування // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. Т. 8. – С. 235-240.
3. Мельник Т.М. Секторний аналіз ринку корпоративних цінних паперів різних галузей економіки в сучасних умовах // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. Т. 7. – С. 206-210.
4. Науменкова С.В., Пігуль Н.Г. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. Т. 5. – С. 55-61.
5. Положення про порядок визначення справедливої вартості та зменшення корисності цінних паперів. Постанова Правління Національного банку України. – К.: Національний банк України, 2003. – 11 с.
6. Рекуненко І.І. “Road show” як перспективний напрямок розвитку ринку цінних паперів в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. Т. 8. – С. 178-184.
7. Старовойтов М. Акционерная собственность и корпоративные отношения // Вопросы экономики. – 2001. – № 5. – С. 61-72.

Кулюкін С.В. Вдосконалення управління вартістю та дохідністю цінних паперів / С.В. Кулюкін // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. - Суми: УАБС НБУ, 2004. - Т. 9. - С. 367-370.