

**ФАКТОРИ МАКСИМІЗАЦІЇ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ  
В УМОВАХ ГРАНИЧНИХ РИНКІВ КАПІТАЛУ**

*Анотація*

У статті визначено особливості граничних ринків капіталу, до яких, за даними Standard & Poor's, віднесено український за ознаками низької ліквідності та капіталізації, обмеженого доступу іноземних інвесторів та значного систематичного ризику. За визначених умов пошук шляхів максимізації вартості вітчизняних компаній є передумовою підтримання соціально-економічної стабільності країни. Саме тому особлива увага приділена ключовим внутрішнім та зовнішнім кількісним факторам, що здійснюють вплив на справедливую вартість суб'єктів господарювання за умов граничних ринків капіталу. Запропоновано розширену формулу оцінки справедливої вартості компанії на основі моделі дисконтованих грошових потоків, яка враховувала б вплив змінної кон'юнктури ринку. Визначено вплив кожного з кількісних факторів на вартість компанії та її максимізацію за умов граничних ринків капіталу.

Ключові слова: вартість компанії; граничні ринки капіталу; капіталізація; ліквідність; модель Гордона; модель CAPM; метод дисконтованих грошових потоків.

**А.В. Решетова,**

Киевский национальный университет им. Т. Шевченко, г. Киев

**ФАКТОРЫ МАКСИМИЗАЦИИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ  
В УСЛОВИЯХ ПОГРАНИЧНЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА**

*Аннотация*

В статье определены особенности пограничных рынков капитала, к которым, согласно данным Standard & Poor's, принадлежит украинский по признакам низкой ликвидности и капитализации, ограниченного доступа иностранных инвесторов и значительного систематического риска. При определенных условиях поиск путей максимизации стоимости отечественных компаний является предпосылкой к поддержанию социально-экономической стабильности страны. Именно поэтому особое внимание уделено ключевым внутренним и внешним количественным факторам влияния на справедливую стоимость субъекта хозяйствования в условиях граничных рынков капитала. Предложена расширенная формула оценки справедливой стоимости компании на основе модели дисконтированных денежных потоков, которая учитывала бы влияние изменяющейся конъюнктуры рынка. Определено влияние каждого количественного фактора на стоимость компании и ее максимизацию в условиях граничных рынков капитала.

Ключевые слова: стоимость компании; пограничные рынки капитала; капитализация; ликвидность; модель Гордона; модель CAPM; модель дисконтированных денежных потоков.

**Ganna V. Reshetova,**

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv

**DRIVERS OF THE COMPANY VALUE MAXIMISATION  
ON FRONTIER CAPITAL MARKETS**

*Annotation*

Article covers features of frontier capital markets to which Ukrainian market relates, due to Standard & Poor's, source, based on low liquidity and capitalization, limited access for external investors and significant systematic risk. Taking into consideration the underlined conditions, search

for new ways of maximizing Ukrainian company's value is a background for maintaining the social and economic stability. Thus, special attention is paid to key internal and external quantitative drivers, which affect company's intrinsic value on frontier capital markets. Based on the discounted cash flow model, extended formula for intrinsic value estimation, which takes into account the volatility of market conditions, was proposed. Influence of each key value driver on a company's value and its maximization on frontier capital markets was disclosed.

**Keywords:** company value; frontier capital markets; capitalization; liquidity; Gordon model; CAPM model; discounted cash flow model.

**Постановка проблеми.** Протягом останніх років у світовій економіці відбулися значні перетворення. Деякі аспекти цих змін зрозумілі: роль держави зменшилась в той час як обсяги ринків збільшилися, економічні операції між країнами суттєво зросли, а обсяги внутрішніх та міжнародних фінансових операцій продовжують зростати.

В умовах зміни кон'юнктури ринку пошук шляхів максимізації вартості компаній є фундаментальним базисом для забезпечення підвищення рівня економічного розвитку країни загалом. Важливими елементами цього процесу стала приватизація суб'єктів господарювання та капітальних активів, які раніше були під контролем держави, а також дерегулювання фінансових ринків та інститутів.

**Аналіз останніх наукових досліджень.** Проблеми вартості компанії в умовах зміни кон'юнктури ринку присвячено праці провідних зарубіжних та українських вчених, зокрема: Дж. Ван Хорна, Дж. Ваховича, Т. Коупленда, А. Дамодарана, Ю. Брігхема, В. Д. Базилевича, О. В. Любкіної, Ю. В. Петленко, В. М. Шелудько та інших.

Зарубіжними вченими ґрунтовно досліджено питання методики оцінки вартості компанії. Зокрема, Р. Брейелі та С. Маєрс [1, с. 261], а також Дж. Ван Хорн та Дж. Вахович [2, с. 567] оцінюють вартість компанії як вартість окремого інвестиційного проекту із використанням методу оцінки ефективності інвестицій. С. Росс [3, с. 255] пропонує оцінювати вартість компанії з урахуванням її майбутніх дисконтованих грошових потоків, цю ідею також підтримують Т. Коупленд [4, с. 74] та А. Дамодаран [5, с. 14-24]. Ю. Брігхем та Л. Гапенські [6, Т.1, с. 131, 184] визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акції, ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом та вартості облігації з урахуванням їх доходності. У. Шарп, Дж. Бейлі [7, с. 509] розглядають ринкову вартість компанії з позиції ризиковості капітальних інвестицій. Враховуючи відносну новизну проблеми оцінки ринкової вартості компанії для української фінансової школи, варто відзначити, що переважна більшість вчених фокусують свою увагу на оцінці окремих фінансових інструментів.

Віддаючи належне науковим напрацюванням зарубіжних та вітчизняних авторів у дослідженні вартості компанії, варто зазначити необхідність виокремлення ключових факторів впливу на справедливу вартість компаній в умовах граничних ринків капіталу.

Отже, **метою даної статті** є визначення та деталізація факторів максимізації справедливої вартості компаній, що функціонують за умов граничних ринків капіталу.

**Виклад основного матеріалу.** Згідно з Broad Market Index станом на травень 2012 року, Standard & Poor's класифікували Україну як країну з граничними ринками капіталу, де ринкова капіталізація становить 2,8 мільярди доларів [8]. Граничні ринки капіталу характеризуються наступними ознаками: граничні ринки капіталу, на відміну від ринків, що розвиваються, мають низький рівень капіталізації та ліквідності; відносна недоступність іноземних інвесторів на граничні ринки капіталу; на відміну від ринків капіталу, що розвиваються, граничні ринки мають низьку кореляцію із розвинутими ринками, а отже, відображають менший ризик інвестування; високий ступінь систематичного ризику, особливо політичного; граничні ринки капіталу мають значно більший потенціал зростання, ніж ринки, що розвиваються.

Саме тому граничні ринки капіталу є привабливими для інвесторів, що прагнуть високого довгострокового доходу із низькою кореляцією з іншими ринками, незважаючи на поточну низьку капіталізацію та ліквідність. Країни з граничними ринками капіталу через певний час мають можливість стати більш ліквідними та демонструвати співвідношення «ризик-дохідність» на рівні розвинутих ринків.

Головними ознаками граничних ринків капіталу, що здійснюють вплив не тільки на операційну діяльність, але й на вартість українських компаній, є:

1. Зростання валового внутрішнього продукту, яке призводить до економічного зростання, а те, в свою чергу, – до збільшення попиту на фінансові ресурси як всередині, так і за межами країни.

2. Збільшення обсягів іноземних інвестицій в Україну та за її межі, що стимулює зростання виробництва українських компаній.

3. Доступ суб'єктів господарювання до міжнародних ринків капіталу. На сучасному ринку капіталу все більша увага приділяється таким інструментам джерел залучення капіталу, як єврооблігації, первинні розміщення та синдиговані кредити, що забезпечують компанії на ринках, які розвиваються, необхідними обсягами ліквідного фінансового ресурсу.

4. Розвиток ринку деривативів, що найчастіше використовуються українськими компаніями аграрного сектора для хеджування цінового ризику. Через неліквідність українського фондового ринку, менеджерам необхідно звертатись на зовнішні ринки капіталу Лондона, Франкфурта тощо.

В умовах динамічного розвитку міжнародного фінансового ринку, важливу роль у діяльності будь-якого суб'єкта господарювання, незалежно від

організаційно-правової форми, відіграє справедлива вартість компанії. Сьогодні існує тенденція до зміни стратегічних цілей діяльності компанії: від збільшення прибутку до шляхів максимізації справедливої вартості компанії.

Саме визначення факторів забезпечення сталого зростання вартості компанії, що функціонують на граничних ринках капіталу, обумовлює актуальність даного дослідження.

Справедлива вартість компанії є комплексним показником ефективності діяльності суб'єкта господарювання, що базується на визначенні потенціалу можливості майбутнього зростання та визначається шляхом дисконтування грошових потоків компанії:

$$V = \sum_{n=0}^N \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n}, \quad (1)$$

де  $FCF_n$  – вільний грошовий потік;

WACC – вартість капіталу компанії;

$n$  – термін життя активу (прогнозний період у роках) [5, с. 17].

У рамках класичної концепції максимізації ринкової вартості зростання справедливої вартості компанії відбувається внаслідок дії трьох складових:

- 1) прискорення темпів приросту грошових потоків;
- 2) зниження вартості капіталу унаслідок зниження рівня ризиковості;
- 3) зміни структури капіталу в контексті оптимізації боргового навантаження.

У свою чергу, на кожен з цих факторів діє низка компонентів внутрішніх та зовнішніх чинників, що обумовлюють еластичність вартості компанії на ринку.

У процесі оцінки вартості публічної компанії ( $V$ ) використовується модель дисконтованих грошових потоків, оскільки модель об'єктивно відображає можливість генерування прибутків, забезпечуючи зростання добробуту інвесторів. У моделі використані прогнозні чисті грошові потоки компанії та ставка дисконтування у вигляді вартості капіталу компанії – об'єкта оцінки. Оскільки модель оцінки капітальних активів зважена на премії специфічних ризиків інвестування у цінні папери емітента, саме *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) є найбільш вживаною моделлю визначення вартості капіталу. Шляхом підставлення значень вільного грошового потоку та вартості капіталу компанії можна дійти розширеного рівняння вартості компанії:

$$V = \sum_{n=0}^N \frac{EBIT(1-T) - (CapEx - Am) - \Delta WC}{\left(1 + \left(\frac{E}{C(r_f + \beta(r_m - r_f))} + \frac{D}{C} r_d\right)\right)^n}, \quad (2)$$

де  $EBIT$  – прибуток від операційної діяльності до оподаткування;

$T$  – ставка оподаткування;

$CapEx$  – капітальні вкладення на розвиток бізнесу;

$Am$  – нарахована амортизація;

$\Delta WC$  – зміни в обсягах поточних активів компанії;

$r_f$  – безризикова ставка капіталу;

$r_m$  – вартість капіталу на ринку;

$r_d$  – ефективна ставка за боргом компанії;

$\frac{E}{C}$  – частка власного капіталу у структурі капіталу компанії;

$\frac{D}{C}$  – частка боргу у структурі капіталу компанії;

$n$  – термін життя активу (прогнозний період у роках).

Окрім того, за методом дисконтованих грошових потоків (DCF) для оцінки вартості власного капіталу може використовуватись модель Гордона, що базується на виплатах дивідендів наступних періодів. У такому випадку розширене рівняння матиме вигляд:

$$V = \sum_{n=0}^N \frac{EBIT(1-T) - (CapEx - Am) - \Delta WC}{\left(1 + \left(\frac{E}{C} \left(\frac{D_1}{P_0} + g\right) + \frac{D}{C} r_d\right)\right)^n}, \quad (3)$$

де  $D_1$  – дивіденди майбутніх періодів;

$P_0$  – поточна ринкова ціна акцій;

$g$  – річний темп зростання дивідендів;

$n$  – термін життя активу (прогнозний період у роках).

Головною перевагою методу Гордона є його простота у застосуванні. Однак існує низка недоліків:

1) даний метод може застосовуватись лише для компаній, що виплачують дивіденди; наприклад, для українських емітентів, як правило, неможливо застосувати дану модель через невиконання умов виплати дивідендів або через не публічність компанії;

2) незначне завищення значення  $g$  може призвести до значного завищення вартості капіталу, оскільки оцінка вартості капіталу тісно пов'язана із оцінкою приросту ставок;

3) даний метод не враховує можливого ризику.

На противагу моделі приросту дивідендів, модель CAPM використовує коефіцієнт «бета», що визначає кореляційний зв'язок між ринком та компанією – об'єктом оцінки. Зазначене вище рівняння дістало назву «очікувана дохідність – коефіцієнт «бета»» і є висновком із моделі CAPM про те, що премія за ризик цінних паперів (їх очікувана додаткова (надлишкова) дохідність) пропорційна коефіцієнту «бета». Рівняння «очікувана дохідність – коефіцієнт «бета»» відіграє надзвичайно важливу роль, оскільки є кількісним виразом систематичного ризику, що необхідно для компанії, яка прагне до диверсифікації капіталу. Коефіцієнт «бета» відображає не тільки ризиковість компанії, але й вплив на неї боргового навантаження, що відображає коефіцієнт «бета»-активів, який традиційно використовується у розрахунку вартості капіталу (див. форм. 2). Для визначення повного переліку факторів впливу на вартість компанії необхідно розширити формулу вартості на розкриття коефіцієнта «бета»-активів, що розраховується шляхом зваження коефіцієнта «бета» власного капіталу на співвідношення боргу до акціонерного капіталу з урахуванням ефекту «податкового щита»:

$$V = \sum_{n=0}^N \frac{EBIT(1-T) - (CapEx - Am) - \Delta WC}{\left( 1 + \left[ \frac{E}{C \left( r_f + \beta_e \left( 1 - (1-T) \frac{D}{E} \right) \right) (r_m - r_f) + P_c} + \frac{D}{C} r_d \right] \right)^n} \quad (4)$$

де  $\beta_e$  – коефіцієнт «бета» на власний капітал;

$P_c$  – премія за ризик галузі та країни;

$n$  – термін життя активу (прогнозний період у роках).

Розширена формула оцінки вартості компанії дає змогу деталізовано розкрити чинники впливу на неї. Визначивши складові справедливої вартості компанії, необхідно охарактеризувати ключові кількісні фактори впливу на неї за умов граничних ринків капіталу, серед яких:

1. Прибуток від операційної діяльності. Прибуток від операційної діяльності визначається обсягами реалізації компанії, собівартістю її продукції, ставками непрямих податків, що зафіксовані податковою політикою країни. Зростання ВВП та іноземного інвестування забезпечує компаніям можливість нарощення обсягів реалізації. Як висновок, умови граничних ринків капіталу збільшують прибуток компанії від операційної діяльності.

2. Ставка оподаткування. Варто зазначити, що на вартість компанії впливає податкова політика держави, в якій вона здійснює свою операційну діяльність. Непрямі податки визначають прибутки від операційної діяльності,

шляхом врахування податку з чистого доходу компанії. Окрім цього, базою оподаткування є прибуток компанії, а отже, і дивідендні виплати зазнають впливу податкового навантаження. Це, в свою чергу, веде до зниження вартості компанії. Граничні ринки капіталу характеризуються значним впливом систематичного ризику, до якого відноситься податкова політика держави, саме тому вартість компанії має значну еластичність до зміни ставки оподаткування.

3. Капітальні вкладення. Для публічних компаній інвестиційні проекти складають найбільшу частину статей витрат за обсягами, оскільки забезпечують майбутнє зростання та якісні зміни бізнесу. Збільшення обсягів іноземного інвестування, що характерне для граничних ринків капіталу, веде до збільшення капітальних вкладень, оскільки розширює потенційну зону інвестування.

4. Амортизація є статтею, що скорочує прибуток компанії до оподаткування. Отже, сума амортизаційних відрахувань має бути додана для відображення реальної величини прибутку, тому веде до збільшення справедливої вартості об'єкта оцінки.

5. Зміна в обсягах поточних активів, яка визначається шляхом віднімання поточних зобов'язань від поточних активів та характеризує можливість компанії у забезпеченні щоденних потреб та внутрішньої ліквідності. За умов низької ліквідності фондового ринку українські компанії потребують певного обсягу поточних активів для фінансування щоденних потреб.

6. Вартість власного капіталу – це очікувана дохідність інвесторів від власних інвестицій у капітал фірми. На відміну від боргових джерел фінансування, витрати на власний капітал не передбачають фіксованих виплат. Найбільш поширеною моделлю оцінки вартості власного капіталу є модель оцінки капітальних активів (CAPM), на основі якої очікувана дохідність для будь-якого ризикового активу формується залежно від таких факторів:

- Безризикова дохідність, що використовується у розрахунку ставки дисконтування грошових потоків компанії. Безризикова ставка відображає ціну вкладення у державні цінні папери держави як інструменту, що характеризує ризик держави загалом. Станом на грудень 2013 року, згідно з даними інформаційного порталу CBonds безризикова ставка в Україні визначається на основі доходності єврооблігацій України і складає 9,88% [9], тоді як US Treasury Bills, як відображення абсолютного рівня безризикової дохідності – 3,96%. Тобто, в умовах граничних ринків капіталу безризикова ставка є скорегованою на рівень систематичного ризику в країні [10].

- Індекс волатильності даного активу, тобто ринкова дохідність індексу. За умов граничних ринків капіталу, фондовий ринок не відображає

сталого рівня капіталізації та ліквідності для формування об'єктивного показника доходності.

- Премія за ринковий ризик, що визначається серед ринкового ризику та безризикової ставки капіталу, характеризує премію за вкладення у цінні папери на відкритому ринку. За умов граничних ринків капіталу, що характеризується низькою капіталізацією та ліквідністю, безризикова ставка є завжди значно завищеною.

- Премія за несистематичний ризик, тобто за ризики галузі та країни. Наприклад, для агрокомпаній визначення премії за ризик галузі є дуже важливим, оскільки відображає значний обсяг специфічного ризику. Асват Дамодаран, всесвітньо відомий практик оцінки вартості компанії, пропонує використовувати премію у розмірі 5% для компаній, що функціонують на граничних ринках капіталу, через неможливість кількісної оцінки втрат через понесення специфічного ризику [5, с. 35].

- Дивіденди. Використовуючи модель Гордона при розрахунку вартості власного капіталу, дивіденди та їх приріст відображають дохідність вкладення в акції компанії. Характерна особливість українського бізнесу – концентрація акціонерного капіталу, що є однією з причин не виплати дивідендів.

7. Структура капіталу, що здійснює безпосередній вплив, вказуючи на ступінь боргового навантаження на компанію, збільшуючи витрати на розмір відсотків до погашення та суми боргу. Структура капіталу із низьким фінансовим важелем (часткою позикового капіталу) означає недоотримання прибутку через високу вартість капіталу (оскільки витрати за позичковим капіталом, як правило, нижчі, ніж за власним, через додаткові ризики, які несе власник). Водночас збільшується залежність благоустрою акціонерів компанії від дій менеджменту. Однак величина та структура боргу виконує також сигнальну функцію для інвесторів, показуючи якість управління компанією, а борг здійснює дисциплінуючий вплив на найманих менеджерів корпорації, змушуючи їх більш ретельно підходити до виконання власних обов'язків. Останні моделі визначають формування оптимальної структури капіталу, що допомагає обмежити безконтрольну поведінку менеджерів корпорації. Створення надлишкового боргу дає змогу менеджерам захиститися від ворожих поглинань та власної заміни.

8. Вартість боргу. Вартість боргу компанії дорівнює приведеній вартості грошових потоків для кредиторів, дисконтованих за ставкою, яка відображає ризик даного грошового потоку. При розрахунку вартості боргу не варто забувати про «ефект податкової економії» (податковий захист), оскільки дохідність активу має бути скорегована на діючу ставку оподаткування.



9. Прогнозний період. В умовах граничних ринків капіталу, важко спрогнозувати зміни доходності, волатильності та ліквідності ринку, а також темпів приросту обсягів реалізації суб'єктів господарювання. Отже, має бути обраний такий період, що забезпечив би можливість об'єктивного прогнозування.

**Висновки.** В умовах граничних ринків капіталу, які характеризуються заниженою ліквідністю, малою капіталізацією, великим систематичним ризиком, менеджмент кожного суб'єкта господарювання має приділяти належну увагу усім зовнішнім та внутрішнім факторам, що здійснюють вплив на вартість компанії, забезпечуючи стале зростання вартості компанії у часі.

Ключові кількісні фактори максимізації справедливої вартості компанії доцільно згрупувати на ті, що збільшують вільний грошовий потік суб'єкта господарювання, а також ті, що зменшують вартість його капіталу. Для забезпечення сталого збільшення вільного грошового потоку головною ціллю менеджменту компанії має бути зростання прибутку від операційної діяльності, який відображає можливості компанії до покриття виробничих витрат, а отже, формує базис для створення потенціалу розвитку бізнесу у майбутніх періодах. Зростання капітальних витрат призводить до зниження вартості компанії у поточному періоді, але слугує показником потенціалу значного позитивного приросту у майбутньому. Незважаючи на важливість складових, що здійснюють вплив на грошовий потік компанії, більша увага менеджменту приділяється саме вартості капіталу, яка входить до складу дисконтного множника при оцінці справедливої вартості суб'єкта господарювання. Оптимізація структури капіталу відіграє найважливішу роль при оцінці вартості компанії, оскільки, на відміну від вартості власного капіталу та боргу, є результатом ефективних дій менеджменту. Але саме неконтрольований вплив зовнішніх факторів є найбільш вагомим за умов граничних ринків капіталу, оскільки нестабільна кон'юнктура фінансового ринку змінює еластичність вартості до чинників, що на ній відображаються. Вартість компанії зазнає найбільшого впливу при зміні ставки дисконтування – вартості капіталу, яка за умов граничних ринків є значно завищеною за рахунок премій за специфічні ризики країни та галузі. Лише оптимізація вартості капіталу за умов залучення необхідних обсягів фінансування призведе до максимізації вартості компанії в умовах граничних ринків капіталу.

Визначення факторів максимізації вартості компанії дає можливість забезпечення сталого зростання добробуту інвесторів та акціонерів за рахунок підвищення ефективності дій менеджменту в умовах нестабільної кон'юнктури ринку.

**Список використаних джерел:**

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов : учебник для студ. экон. спец. вузов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес : Тройка-Диалог, 1997. – 1120 с.
2. Ван Хорн Дж. К. Основы финансового менеджмента. 11-е издание : пер. с англ. / Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М.. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2001. – 992 с.
3. Росс С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестер-филд, Б. Джордан; пер. с англ. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – 720 с.
4. Коупленд Т. Стоимость компаний. Оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин ; под ред. Т. Коупленда – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 569 с.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ.. – 3.изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1324 с.
6. Бриггем Ю. Финансовый менеджмент: [полный курс] : в 2 т. / Ю. Бриггем, Л. Гапенски ; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалев. – СПб. : Экономическая школа, 1998.
7. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли; пер. с англ. – М : Инфра-М, 2001. – 1028с.
8. Офіційний сайт рейтингової агенції Standard&Poors [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)
9. Офіційний сайт інформаційного порталу CBonds. Єврооблігації, Україна, 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.cbonds.info/emissions/issue/8127>
10. Офіційний сайт інформаційної агенції Bloomberg [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bloomberg.com/>