

Г. В. Решетова,
аспірант, Київський національний університет імені Тараса Шевченка, м. Київ

МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ В УМОВАХ ГРАНИЧНИХ РИНКІВ КАПІТАЛУ

G. Reshetova,
Post-graduate student, Taras Shevchenko National University, Kyiv

METHODICAL ASPECTS OF COMPANY VALUATION UNDER FRONTIER CAPITAL MARKETS

Розглянуто традиційну методикку оцінки справедливої вартості компанії як показника ефективності її діяльності у сучасній економіці. Визначено оптимальні моделі оцінки вартості компаній в умовах граничних ринків капіталу, що характерні для транзитивних економік світу.

Examined traditional methodology of intrinsic company valuation as a factor of activity efficiency under present economy. Defined optimal models for company valuation under frontier capital markets incidental to the world transition economies.

Ключові слова: оцінка вартості компанії, ринкова капіталізація, справедлива вартість компанії, дисконтований грошовий потік, вартість капіталу, граничні ринки.

Key words: company valuation, market capitalization; intrinsic value, discounted cash flow, cost of capital; frontier markets.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Процеси глобалізації та фінансіалізації економіки стали підґрунтям до зміни стратегії розвитку бізнесу. На сьогодні ключовим пріоритетом діяльності будь-якого суб'єкта господарювання стає максимізація його вартості для акціонерів та інвесторів. Даний підхід базується на концепції value-based management, тобто стратегія управління компанією з метою підвищення її справедливої вартості. Справедлива вартість є соціально-економічним поняттям, що відображає ефективність та прибутковість компанії через потенціал можливості генерування грошових потоків у майбутньому. Визначення справедливої вартості є одним з найбільш важливих завдань менеджменту, оскільки завищення вартості об'єкта оцінки призведе до втрати прибутковості і, як наслідок, зменшення попиту серед інвесторів.

Пошук підходів до оцінки вартості компанії є індивідуальним процесом, що залежить від низки факторів, що здійснюють вплив на кожного окремого суб'єкта господарювання (макроекономічне середовище, стабільність операційної діяльності та структура капіталу). При виборі підходів та методів оцінки вартості компанії слід враховувати, що жоден з них не має принципових переваг перед іншим, та на вибір методу впливає лише ціль процесу оцінки.

Пошук оптимальної методики оцінки вартості компанії набуває все більшої актуальності за умов на ринках, що динамічно розвиваються. З огляду на різноманіття факторів впливу на вартість компанії, що функціонують на граничних ринках капіталу, до яких віднесено український, окрему увагу слід приділити специфіці оцінки вітчизняних підприємств.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Проблеми оцінки вартості компанії широко досліджувалися фундаторами корпоративних фінансів — західними вченими та практиками.

Зокрема, практики з оцінки вартості компанії Коупленд Т. [5, с. 74] та Дамодаран А. [4, с. 14—24] пропонують оцінювати вартість компанії з урахуванням її майбутніх дисконтованих на середньозважену вартість капіталу грошових потоків.

У свою чергу Брейелі Р. та Майерс С., а також Дж. Ван Хорн та Дж. Вахович оцінюють справедливу вартість компанії як вартість окремого інвестиційного проекту та пропонують використовувати при цьому методи оцінки ефективності інвестицій [1, с. 261; 3, с. 567].

Брігхем Ю., Гапенскі Л. визначають вартість компанії на основі безстрокової ціни акцій, ціни привілейованих акцій зі зростаючим дивідендом та вартості облигацій з урахуванням їх дохідності [2, Т. 1, с. 131, 184].

Шарп У., Бейлі Дж. розглядають справедливу вартість компанії з точки зору ризиковості капітальних інвестицій [9, с. 509]. Автори визначають компанію для акціонерів та інвесторів як фінансовий актив, що має певну прибутковість та ризиковість.

Варто визначити, що незважаючи на різноманіття концепцій оцінки вартості компанії, які запропоновані зарубіжними вченими, у кінцевому рахунку кожен з авторів доходить висновку, що справедлива вартість компанії є відображенням потенціалу зростання.

Дослідження українських вчених ґрунтуються здебільшого на доробках західної фінансової школи зі спробами імплементації методики оцінки з урахуванням специфіки українського ринку. Питанням вартості компанії присвятили свої роботи такі українські науковці: Базилевич В.Д., Шелудько В.Н, Любка О.В., Петленко Ю.В., Внукова Н.М., та інші.

Враховуючи відносну новизну проблеми оцінки вартості компанії для української фінансової школи, особливої уваги потребує визначення оптимальної методики визначення вартості в контексті сучасних умов розвитку економіки.

МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою даного дослідження є визначення методичних аспектів оцінки вартості українських компаній за умов граничних ринків капіталу.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Український фінансовий ринок має низку особливостей, що мають бути враховані у процесі оцінки вартості вітчизняних компаній. Спільною рисою появи фондових ринків у країнах з перехідною економікою є тісний зв'язок із розбудовою ринкових відносин з процесами приватизації. Поява перших акціонерів в Україні асоціюється із хвилею приватизації 90-х років, особливістю яких був поділ корпоративних прав серед працівників підприємств. Поштовх до створення фондових бірж також дала широкомасштабна приватизація. За відносно короткий проміжок часу, на відміну від еволюційного формування класу власників у розвинених країнах, мало бути приватизовано тисячі підприємств, які склали основу економік країн Центральної та Східної Європи.

Це є першочерговим підґрунтям до формування фондового ринку в Україні. На сьогоднішній день вітчизняний фондовий ринок знаходиться тільки на початковому етапі власного розвитку, що характеризується малою капіталізацією та ліквідністю.

Відповідно до Broad Market Index станом на травень 2012 року, MCSI класифікували Україну як країну з граничними ринками капіталу із ринковою капіталізацією становить 2,8 мільярди доларів [13]. 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;

- велика 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.

Зазначені особливості українського ринку диктують внесення певних коректувань у процесі оцінки, через наступні чинники:

- 1) більшість українських компаній не представлені на фондовому ринку, інші представлені неістотною частиною, що є першочерговою причиною низької капіталізації;

- 2) нестабільним є макроекономічне середовище, в якому функціонують компанії (високий рівень системного ризику, волатильність);

- 3) інколи відсутні індикатори доходності, а капіталізація компаній є недостатньою для створення сприятливої кон'юнктури.

В умовах формування фондового ринку для будь-якої компанії динаміка внутрішніх оцінок вартості є одним з основних критеріїв якості прийнятих управлінських рішень. Зростання вартості компанії на ринку є відображенням добробуту інвесторів, що в свою чергу, призводить до стимулювання позитивних очікувань потенційних інвесторів та зростанню ціни акцій. У той же час необхідність бачення перспектив розвитку компанії, її конкурентоспроможності в середовищі світового бізнесу об'єктивно вимагає використання сучасних підходів та методів оцінювання вартості компанії.

Усі численні методи оцінки можуть бути узагальнені за окремими підходами, що різняться способами обчислення справедливої вартості компанії. На сьогоднішній день виділяють три традиційних підходи до оцінки вартості компанії: дохідний, що базується на оцінці її грошових потоків; витратний, який спирається на оцінювання активів компанії; ринковий, основою якого є по-

Таблиця 1. Традиційні підходи до оцінки вартості компанії

Підхід	Метод	Зміст методу
Витратний підхід	Метод чистої балансової вартості	Метод використовується як найпростіший метод оцінювання активів компанії. Чиста балансова вартість активів розраховується як різниця значення валюти балансу і всіх короткострокових та довгострокових зобов'язань компанії
	Метод скоригованої балансової вартості	Метод ґрунтується на результаті корегування залишкової вартості активів на фактор інфляції
	Метод оцінювання чистої ринкової вартості матеріальних активів	Метод передбачає коригування матеріальних активів на рівень інфляції
	Метод вартості заміщення	Метод базується на оцінці вартості компанії, виходячи з витрат на повне заміщення її активів при незмінності її економічного профілю
	Метод відновної вартості	Метод ґрунтується на оцінці витрат, необхідних для створення аналогічної нової компанії
	Метод ліквідаційної вартості	Метод використовується у випадку, коли компанія припиняє свою операційну діяльність та розраховується за своїми зобов'язаннями внаслідок продажу активів
Доходний підхід	Метод капіталізації потоків доходу	Метод застосовується при аналізі вартості компаній, які генерують достатні доходи після оподаткування. У якості ставки дисконтування використовується норма капіталізації, що відображає трансформацію доходів компанії у її вартість
	Метод капіталізації дивідендів	Вартість компанії за даним методом розраховується за допомогою дисконтування дивідендів компаній, які котирують свої акції на фондовій біржі
	Метод капіталізації надлишкового доходу	Метод полягає у дисконтуванні отриманого прибутку від гудвілу, тобто різниці між ціною продажу об'єкту оцінки та його вартістю
	Метод дисконтування грошових потоків	Метод реалізується шляхом дисконтування чистого доходу компанії та об'єктивно відображає можливість її подальшого росту
Ринковий підхід	Метод галузевих коефіцієнтів	Метод полягає у порівнянні фінансових параметрів компанії – об'єкта дослідження із середніми галузевими показниками
	Метод порівняння продажів	Метод дає можливість порівняти обсяги продажів компанії – об'єкта оцінки із аналогами ринку.
	Метод ринку капіталів	Основна ідея методу полягає у порівнянні відносних показників діяльності компанії із мультиплікаторами компаній-аналогів.

Джерело: складено за [6], [7].

рівняння фінансових мультиплікаторів компанії із середніми показниками на ринку. В рамках визначених вище підходів виділяють цілу низку методів, за якими здійснюється процес оцінки вартості компанії.

Методи витратного підходу завжди базуються на оцінці витрат на відтворення або визначенні можливої вартості реалізації різних видів активів. Саме методи витратного підходу дають змогу оцінити реальну ринкову вартість компанії, що склалася на ринку за конкурентних умов. Головною особливістю методів витратного підходу є оцінка вартості компанії на основі історичних даних, що обмежує можливість визначення потенціалу майбутнього зростання та ризику вкладень. Основним недоліком методів витратного підходу є те, що в результаті їх застосування не відбувається відображення потенційного прибутку компанії, а отже, й неможливо оцінити очікувану дохідність її акцій для потенційного інвестора. Враховуючи волатильність українського фондового ринку та значні систематичні ризики характерні для граничних ринків капіталу, використання моделей витратного підходу обмежуються оцінкою вартості в умовах ліквідації підприємства, де необхідне визначення чистих активів об'єкта.

В умовах підвищеної волатильності, високого рівня систематичного ризику, низької ліквідності ринку, доцільніше використовувати дохідний підхід, який спирається на аналіз майбутніх доходів та прибутків компанії і відображає можливість генерування нею стабільних грошових потоків. У цілому, дохідний підхід ґрунтується на аналізі грошових потоків та/або визначенні

економічного прибутку компанії. Тобто моделі доходного підходу дають можливість оцінити рентабельність вкладень як показник майбутнього розвитку для потенційних інвесторів та існуючих акціонерів.

Моделі оцінки справедливої вартості компанії за методом дисконтованих грошових потоків мають низку модифікацій в залежності від цілей, об'єкту, особливостей оцінки. Внесення до класичної моделі певних коректив дає можливість врахування специфіки зовнішніх умов функціонування компанії.

До найбільш вживаних моделей оцінки вартості компанії за методом дисконтованих грошових потоків, що запропоновані видатними практиками Т. Коуплендом, Т. Коллером и Дж. Муррін можна віднести наступні:

1. Модель дисконтованих грошових потоків комерційного підприємства. Видатні науковці виділяють два фактори, що здійснюють вплив як на вільний грошовий потік, так і на вартість компанії: швидкість, з якою компанія нарощує свої доходи, прибутки та капітальну базу, а також рентабельність інвестованого капіталу.

$$Vc = \sum_i^n \frac{FCFt}{(1+r)^t} - VI, \tag{1}$$

де n — період, на який існують прогнозні значення грошових потоків;

r — ставка дисконтування з урахуванням ризику та вартості капіталу;

FCFt — чистий грошовий потік, доступний компанії у періоді t;

VI — вартість боргових зобов'язань та інших законодавчих вимог [5, с. 154].

Таблиця 2. Підходи до оцінки вартості компанії з урахування ефекту "податкового щита"

Підхід	Сутність підходу
Підхід на основі середньозваженої вартості капіталу (the weighted average cost of capital approach)	Вартість компанії визначається дисконтуванням майбутніх грошових потоків компанії на ставку середньозваженої вартості капіталу, яка враховує ефект «податкового щита». Дисконтування грошових потоків на постійну ставку середньозваженої вартості капіталу вказує на незмінний рівень структури капіталу у показнику боргу до вартості. Якщо компанія ж має на меті збільшення частки боргу, то WACC має бути скорегований відповідно.
Підхід на основі скорегованої теперішньої вартості (the adjusted present value approach)	Вартість компанії визначається як сума вартості компанії без врахування фінансового навантаження та теперішньої вартості податкового щита за відсотками по боргу за врахуванням витрат за ймовірність несплатоспроможності. Головною проблемою використання методу скорегованої теперішньої вартості є проблема оцінки витрат, пов'язаних із ймовірністю несплатоспроможності, особливо для компаній із високою часткою боргу. Навчати це призводить до значної переоцінки компанії.
Підхід на основі грошових потоків з капіталу (the capital cash flow approach)	Вартість компанії визначається як сума вільного грошового потоку та ефекту податкового щита за відсотками по боргу. Даний метод є найбільш зручним у застосуванні для компаній із підвищеним рівнем боргу, що мають на меті викуп власних акцій з обігу, та під час реструктуризації, оскільки, незалежно від структури капіталу, дає можливість стійкості при потужних грошових потоках на початку періоду.

Джерело: складено за [10].

2. Модель економічного прибутку, перевагою якої перед класичною моделлю дисконтованих грошових потоків є те, що економічний прибуток — дуже зручний та наочний показник результатів діяльності компанії у будь-якому окремо взятому році, тоді як показник вільного грошового потоку не має такої властивості.

$$Vc = \frac{EP}{(1+r)^t} + IC \quad (2)$$

де EP — економічний прибуток;
IC — інвестований капітал [5, с. 163].

3. Модель скорегованої приведенної вартості, що є подібною до моделі дисконтованих грошових потоків комерційних підприємств, однак в ній у розрахунок додаються ще й операційні активи.

$$Vc = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE + CA}{(1+r)^t} \quad (3)$$

де CA — операційні активи [5, с. 168].

4. Модель дисконтованого грошового потоку на власний капітал. Очікувані грошові потоки, що припадають на власний капітал, являють собою грошові потоки, доступні акціонерам та інвесторам (FCFE), враховуючи вплив боргового навантаження компанії.

$$Vc = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1+r)^t} \quad (4)$$

де FCFE — грошові потоки доступні акціонерам [11, с. 163].

Грошовий потік на власний капітал може бути визначений наступним чином:

$$FCFE = FCFF - Int(1 - T) + NB \quad (5)$$

де FCFF — грошові потоки доступні акціонерам, інвесторам та кредиторам;

Int — відсотки за кредитами компанії;

T — ставка податку;

NB — чисті боргові зобов'язання (борг скорегований на погашення).

У свою чергу складовою грошового потоку на власний капітал є загальний грошовий потік, що розподіляється між акціонерами, інвесторами та кредиторам компанії та визначається наступним чином:

$$FCF = EBIT \times (1 - T) - (CAPEX - Амортизація) - \Delta WC \quad (6)$$

де EBIT — прибуток до вирахування податків та відсотків за кредитом;

T — ефективна ставка оподаткування;

CAPEX — інвестиційні витрати на купівлю основних фондів, а також по обслуговуванню кредитів на їх придбання;

ΔWC — зміни негрошового оборотного капіталу [11, с. 18].

Додатково існує модель оцінки опціонів — це різновид стандартної моделі дисконтованого грошового потоку із тією різницею, що в них передбачена можливість зміни управлінського рішення у майбутньому по мірі надходження нової інформації. Дана модель важко імплементувати в умовах українських реалій, оскільки існує обмежена кількість компаній, що використовують опціони для менеджменту. Але із розвитком фінансового ринку, та фінансових продуктів зокрема, даний метод оцінки виказує себе як один із найбільш перспективних.

Моделі дисконтованого грошового потоку (DCF) найчастіше використовуються для оцінки справедливої вартості компаній, особливо тих, які функціонують на ринках капіталу, що розвиваються. DCF — модель враховує результати впливу усіх ключових факторів діяльності компанії, що можуть призвести до зміни її справедливої вартості у майбутньому: ефективність операційної діяльності; умови оподаткування прибутків компанії; обсяги капітальних вкладень; забезпеченість оборотним капіталом; вартість капіталу на ринку тощо. Гнучкість застосування моделі та можливість врахування усіх змінних факторів впливу обумовлює популярність використання даного методу (у будь-якій модифікації) для оцінки українських підприємств.

До ключових переваг моделей дисконтованих грошових потоків для вітчизняних компаній можна віднести наступні:

1. За допомогою даних методів здійснюється прогноз майбутніх доходів та витрат компанії, що обумовлюють стабільність грошових потоків.

2. Моделі враховують вплив систематичних та специфічних (галузевих) ризиків через ставку дисконтування грошових потоків.

3. Оцінка вартості компанії здійснюється з метою подальшого інвестування в неї, особливо міноритарними акціонерами.

4. Ставка дисконтування грошових потоків дає можливість врахувати структуру капіталу компанії та її боргове навантаження.

5. Враховує велику кількість факторів, що мають вплив на операційну діяльність компанії: прибуток від операційної діяльності, амортизацію, капітальні вкладення, обсяги боргового фінансування тощо.

Фабріс Бенфейт у своїй роботі від Гарвардської школи економіки запропонувала наступні модифіковані моделі оцінки вартості компанії, що мають на меті врахувати ефект податкового щита.

Важливу роль у процесі оцінки вартості компанії, особливо за методами доходного підходу, відіграє визначення ставки дисконтування грошових потоків, що відображає середньозважену вартість капіталу компанії. До ключових моделей визначення вартості власного капіталу віднесено:

— Модель оцінки капітальних активів (Capital asset pricing model), що визначає вартість капіталу як суму безризикової ставки на ринку та премії за ринковий ризик, що скорегований на коефіцієнт бета.

— Міжнародну модель оцінки капітальних активів (International CAPM), що замість ринкової премії за ризик у середині країни застосовує міжнародну премію.

— Скореговану на політичний ризик та сегментацію модель оцінки капітальних активів (CAPM adjusted for political risk and segmentation), що визначає вартість капіталу з урахуванням внутрішніх ризиків країни.

— Мультифакторну модель, що полягає у додаванні до безризикової ставки великої кількості макроекономічних факторів таких, як економічне зростання, інфляція, та внутрішньо фірмових факторів, як розмір, левелі, прибутковість.

— Кредитну модель, що скорегована на кредитний рейтинг країни, в якій функціонує компанія [12].

Враховуючи особливості граничних ринків капіталу, справедлива оцінка ставки дисконтування відіграє важливу роль, оскільки відображає ризик вкладень. Найбільш ефективною буде ставка дисконтування, що враховує найбільшу кількість зовнішніх та внутрішніх факторів впливу: структуру капіталу компанії, вплив ринкових ризиків на вартість капіталу, систематичний та галузевий ризики.

Дохідний підхід у порівнянні із іншими підходами є найбільш досконалим при оцінці вартості компанії, оскільки при застосуванні його методів відображаються дохідність для потенційних інвесторів, добробут існуючих акціонерів та можливість компанії до генерування грошових потоків у майбутньому. Він дає можливість оцінити також дохідність інвестицій в акції компанії. За допомогою методів дохідного підходу можна визначити внутрішню вартість компанії, однак не ціну її купівлі-продажу. Як правило, методи дохідного підходу використовуються при аналізі діяльності компанії з метою подальшого інвестування в неї потенційними інвесторами та акціонерами.

Загальним недоліком двох попередніх підходів є складність у їх застосуванні, оскільки при аналізі вартості компанії здійснюється велика кількість розрахунків. Даний недолік нівелюється при використанні ринкового підходу оцінки вартості компанії. Ринковий (порівняльний) підхід дає змогу визначити ціну, яку інвестори за наявних економічних і політичних обставин готові заплатити нинішнім інвесторам за оцінену компанію, при цьому загальну її вартість установлюють як сукупну ринкову вартість акцій.

Методи ринкового підходу є простими у застосуванні, враховують вплив галузевих факторів на ціну акції та відображають практику купівлі-продажу акцій на ринку, але варто зауважити, не дають можливості справедливої оцінки вартості компанії. До розрахунку приймається ретроспективна інформація, тому аналогічно до витратного підходу методи не відображають потенціалу майбутнього росту.

При оцінці вартості українських компаній використання методів ринкового підходу потребують окремої уваги. Основною ринкового підходу є порівняння компанії із аналогами ринку. Тобто за основу мають бути взяті компанії, що мають близькі обсяги виробництва, структури капіталу, галузі виробництва. Для українського ринку така задача є вкрай тяжкою, тому аналітики, як правило, використовують закордонні аналоги, але враховуючи факт різниці ринку функціонування, показник вартості зарубіжного аналога має бути дисконтований для відображення ціни українського емітента.

Поряд із традиційними методами, на практиці іноді застосовуються альтернативні (синтетичні) методи оцінки вартості компанії. Найпопулярнішими серед моделей, які формалізуються в межах зазначених методів, є моделі Ольсона та Блека-Шоулза. Вони є синтезом переваг, притаманних кожному з основних традиційних підходів. Зарубіжними авторами проведено дуже багато емпіричних досліджень щодо застосування цих моделей до оцінки бізнесу.

Метод реальних опціонів заснований на використанні моделі фінансових опціонів Блека-Шоулза в оцінці інвестиційних проектів на ринках товарів та послуг. Згідно з цим методом можливість компанії гнучко реагувати на зміни зовнішньої середовища також мають певну ціну: при інших рівних умовах компанія, що має таку можливість коштує дорожче. Незважаючи на безперечні переваги дано методу, варто зазначити, що в умовах граничних ринків капіталу, де фондовий ринок знаходиться на початковому етапі розвитку, використання методів заснованих на оцінці опціонів не є ефективним.

Метод Ольсона, в свою чергу, виражає вартість компанії через поточну вартість її чистих активів та дисконтований потік "наддоходів" (відхилень прибутку від середньої величини по галузі). Дана модель також є невживаною практиками з оцінки вартості компанії в Україні, оскільки потребує знаходження об'єктивної бази для порівняння.

Враховуючи специфіку українського ринку, синтетичні моделі оцінки вартості компаній не мають широкої популярності у вітчизняній практиці, оскільки не дають можливості визначити справедливую вартість емітента за змінних умов функціонування.

ВИСНОВКИ

На сьогодні український фінансовий ринок перебуває на стадії розвитку, яка характеризується низькою ліквідністю та капіталізацією, високою волатильністю та системними ризиками, що обумовлює пошук методи оцінки вартості українських компаній для забезпечення визначення справедливої вартості підприємства в сучасних умовах.

Зогляду на існуючі традиційні та синтетичні підходи до оцінки вартості компанії, варто визначити, що найбільш ефективним методом в існуючих умовах є модель дисконтованих грошових потоків. Дана модель дає можливість врахувати усі фактори впливу, що притаманні граничним ринкам капіталу. При оцінці вартості методом DCF окрема увага має бути приділена вартості капіталу як ставці дисконтування прогнозованих грошових потоків. Саме вартість капіталу компанії враховує такі фактори, як системний та галузевий ризики, відображаючи витрати на вкладення у бізнес інвесторів та акціонерів. Вартість капіталу українських компаній є значно вищою за закордонних аналогів, причиною чого є присутність ризиків граничних ринків капіталу, тобто інвестиції в акції українських емітентів коштують інвесторам значно дорожче.

Методика оцінки компанії, що функціонують за умов граничних ринків капіталу, має включати вплив усіх зовнішніх факторів на об'єкт оцінки при визначенні його справедливої вартості. Модель дисконтованих грошових потоків дає можливість оцінити потенціал росту компанії за рахунок дисконтування майбутніх грошових потоків на вартість капіталу, зважену на ризики, що існують в економіці та здійснюють вплив на суб'єктів господарювання. Метод дисконтованих грошових потоків дає змогу до визначення факторів впливу на справедливую вартість компанії через його складові, що обумовлює його популярність за умов підвищеного системного ризику в середині країни.

Література:

- Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст]: учебник для студ. экон. спец. вузов / Р. Брейли, С. Майерс. — М.: Олимп-Бизнес: Тройка-Диалог, 1997. — 1120 с.
- Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс [Текст]: в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. под ред. В.В. Ковалев. — СПб.: Экономическая школа, 1998. — Т. 1. — 497 с.; Т.2. — 669 с.
- Ван Хорн Дж.К. Основы финансового менеджмента [Текст], 11-е издание: Пер. с англ. / Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж.М. — М.: Изд. дом "Вильямс", 2001. — 992 с.
- Дамодаран А. Инвестиционная оценка [Текст]: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. / А. Дамодаран. — 3 изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1324 с.
- Коупленд Т. Стоимость компаний. Оценка и управление [Текст] / под ред. Т. Коупленда / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес". 2005. — 569 с.
- Островська Г. Оцінювання вартості підприємства як основа ефективного управління [Текст] / Г. Островська // Галицький економічний вісник. — 2011. — № 1 (30). — С. 107—115.
- Патрікі Н.П. Методичні підходи до оцінювання вартості бізнесу [Електронний ресурс] / Н.П. Патрікі. — Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/Vnulp/Menegment/2009_647/29.pdf
- Росс С. Основы корпоративных финансов [Текст] / С. Росс, Р. Вестер-филд, Б. Джордан; [пер. с англ.]. — М.: Лаборатория базовых знаний. — 2001. — 720 с.
- Шарп У. Инвестиции [Текст] / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли; [пер. с англ.]. — М.: Инфра-М, 2001. — 1028 с.
- Fabrice Bienfait. "International Finance Management. A note on Valuation Models: CCFs vs. APV vs. WACC", IFM Final Paper, Harvard Business School. — 2012. p. 1—8, [Online], available at: <http://people.hbs.edu/mdesai/IFM05/Bienfait.pdf>
- Jerald E. Pinto (2007), "Equity asset valuation" CFA Institute investment series.
- Robert F. Bruner, Robert M. Conroy, Wei Li, Elizabeth F. O'Halloran, Miguel Palacios Lleras. (2003) "Investing in Emerging Markets. Chapter 6. Valuation in Emerging Markets", The Research Foundation of AIMR, p. 71—87.
- Сайт S&P Frontier Market BMI: <http://www.standardandpoors.com>

References:

- Brealey, R. Myers, S. and Allen, Franklin (1997), "Principles of Corporate Finance", Olipm-Business: Troika-Dialog, Moscow, Russia.
 - Brigham, E. and Gapenski, L. (1998), "Financial management: theory and practice", Economicheskaya shkola, St-Petersburg, Russia.
 - Van Horne, J. and Wachowicz, John (2001), "Fundamentals of Financial Management", Williams, Moscow, Russia.
 - Damodaran, A. (2004), "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Alpina-Books, Moscow, Russia.
 - Copeland, T. Koller, T. and Murrin, J. (2005), "Value: measuring and managing", Olipm-Business, Moscow, Russia.
 - Ostrovskaya, G. (2011), "Company valuation as a basis for efficient governance", Halyts'kyj ekonomichnyj visnyk, vol. 1 (30), pp. 107—115.
 - Jerald, E. Pinto. (2007) "Equity asset valuation" CFA Institute investment series.
 - Patriki, N. (2009), "Methodical approaches for business valuation", [Online], available at: http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/Vnulp/Menegment/2009_647/29.pdf (Accessed 4 May 2014).
 - Fabrice, Bienfait (2012), "International Finance Management. A note on Valuation Models: CCFs vs. APV vs. WACC", IFM Final Paper, Harvard Business School, [Online], available at: <http://people.hbs.edu/mdesai/IFM05/Bienfait.pdf> (Accessed 4 May 2014).
 - Ross, S. Westerfield, R. and Jordan, B. (2001), "Essentials of Corporate Finance", Laboratory of basic knowledge, Moscow, Russia.
 - Robert, F. Bruner Robert, M. Conroy Wei, Li Elizabeth, F. O'Halloran and Miguel Palacios Lleras (2003), "Investing in Emerging Markets. Chapter 6. Valuation in Emerging Markets", The Research Foundation of AIMR, pp. 71—87.
 - S&P Frontier Market BMI Web-site (2014), available at: <http://www.standardandpoors.com> (Accessed 4 May 2014).
 - Sharpe, W. Alexander, G. and Bailey, J. (2001), "Investments", Infra-M, Moscow, Russia.
- Стаття надійшла до редакції 28.07.2014 р.*