УДК 330.133.7:334

Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації

Олександр Кравченко*

АНОТАЦІЯ. Стаття присвячена дослідженню формування та контролю за внутрішньою вартістю компанії, методами її оцінки, реакцією ринку капіталу на її зміни. В основі праці — базова теорія дисконтованих грошових потоків. Вона передбачає, що вартість інвестиції дорівнює чистій приведеній вартості майбутніх грошових потоків, які виникають у результаті даної інвестиції. Інші використані в статті теорії є похідними від вищезгаданої. У статті є емпіричний аналіз кореляційної залежності внутрішньої вартості компанії та її ринкової капіталізації. Як вихідні використовувалися дані міжнародних компаній, які протягом п'яти років демонстрували найвищі показники зростання внутрішньої вартості у їхніх галузях. Доводиться, що методика загального доходу бізнесу має найбільший показник кореляції з ринковою вартістю компанії. Аналізуються причини, які впливають на результати емпіричного дослідження. Надаються рекомендації підвищення ринкової вартості компанії.

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Ринок капіталу; ринкова та внутрішня вартість компанії; ринкова капіталізація; економічний прибуток; економічна додана вартість; грошова додана вартість; загальний прибуток бізнесу; рентабельність інвестицій і власного капіталу; чистий прибуток на акцію; грошовий потік; вартість капіталу; чисті активи; економічна амортизація; премія очікування.

Інтенсифікація міжнародної торгівлі та міжнародного руху капіталу в рамках глобалізаційних процесів уже давно стала нормою світового бізнес-середовища. Серед ключових чинників зазначених процесів слід виділити зниження бар'єрів у міжнародній торгівлі, полегшення контролю міжнародного руху капіталу, гармонізація податкових систем та лібералізація міжнародного ринку валют. Основними результатами є значне підвищення динаміки руху капіталу та геогра-

* *Кравченко Олександр* — Голова відділу економіки та фінансів компанії Вінербергер (Київ), працівник відділу корпоративного контролінгу Wienerberger AG (Відень). Він є фіналістом конкурсу молодих учених та представив свою працю під час конференції, що проводилася 15 травня 2007 р. в Київському національному економічному університеті ім. В. Гетьмана за сприяння Центру торгової політики та права Оттави (Канада) при Карлтонському та Оттавському університетах, а також за сприяння Канадського агентства міжнародного розвитку (CIDA).

© Олександр Кравченко, 2007

фії його проникнення. Особливо це стосується акціонерного капіталу, який за своєю ознакою є більш динамічним і мобільним, ніж позичений капітал.

Максимізація ринкової власності акціонерного капіталу в розрізі конфлікту власників компанії та інших пов'язаних з підприємством осіб (shareholders versus stakeholders) завжди було актуальною темою обговорення як у наукових колах, так і в суспільстві. Проте аналіз річних фінансових звітів великих європейських акціонерних компаній свідчить про те, що з кожним роком дедалі більше підприємств зосереджуються саме на дослідженні зростання вартості компанії (ідеться про дедалі ширше використання фінансових показників зосереджених на досліджені внутрішньої вартості компанії — «value based management»). В Америці та Великій Британії дані процеси відбулися раніше.

Американські науковці Том Коупленд (Tom Copeland), Тім Коллер (Tim Koller) та Джек Маррин (Jack Murrin) виокремлюють чотири основні причини підвищення значення акціонерного капіталу протягом останніх десятиліть:

— суттєва реструктуризація галузей «старої економіки» протягом 80-х років, яка стала наслідком активних поглинань зрілих компаній за рахунок позиченого капіталу (leveraged buyouts);

— дедалі більше значення участі найвищого менеджменту у власності компанії як винагороди за його діяльність (options plans);

— зростання частки акціонерного капіталу в інвестиційних портфелях домогосподарств у Європі та США, починаючи з 1982 року;

— зростання частки акціонерного капіталу в інвестиційних портфелях фондів пенсійного забезпечення і соціального страхування в США та Японії;

За даними World Investment Report 2000, протягом 1990-х років міжнародні злиття та поглинання зростали в середньому на 42 % на рік, що призвело до того, що саме міжнародні злиття та поглинання мають нині найбільшу питому вагу у загальній структурі прямих іноземних інвестицій[1]. Водночас, як свідчить дослідження, проведене журналом Business Week, зі ста

---

[1] World Investment Report 2000 by UNCTAD.

п'ятдесяти поглинань протягом 1990—1995 років лише половина створила додаткову вартість для акціонерів[2]. Учений Марк Сировер (Marl Sirower), досліджуючи сто шістдесят злиттів і поглинань протягом 1979—1990 років, доходить висновку, що дві третини з них знизили вартість для акціонерів[3]. За таких умов оцінка компанії як з погляду можливого об'єкта поглинання, так і її внутрішньої вартості — набуває особливого значення.

Серед наукових праць, у яких досліджуються теоретичні основи проблеми формування та оцінки вартості компаній, слід виокремити публікації таких учених, як — Ф. Моділіані (F. Modiligliani), М. Міллер (M. Miller), Р. Брілі (R. Brealey), С. Маєрс, (S. Myers), М. Сіровер (M. Sirower), Е. Арзак (E. Arzac), Т. Коупленд (T. Copeland), Дж. Олсон (J. Ohlson), Г. Мандл (G. Mandle), К. Рабель (K. Rabel), П. Зепельфріке (P. Seppelfricke), В. Пеемьоллер (V. Peemöller) та ін.

Компанії створюють вартість для акціонерів, якщо вони інвестують у проекти з рентабельністю, яка перевищує вартість капіталу[4]. Дана думка підтверджується теоріями капіталізації доходу (capitalization of income method of valuation[5]), приведених грошових потоків (Discounted Cash Flows Model — DFC Model[6]), економічного прибутку (residual income[7]).

Виходячи з моделі дисконтованих грошових потоків, вартість, яку створює компанія, є різницею між приведеною вартістю її майбутніх грошових потоків й інвестованим капіталом. Основною проблемою використання таких показників ефективності підприємства, як ROA (рентабельність сумарних активів — return on

---

[2] *Феррис К., Пешеро Пети Б.* Оценка стоимости: как избежать ошибок при приобретении. — Вильямс, 2003. — С. 15.

[3] *Mark Sirower*. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game. Free Press. — New York, 1997.

[4] *Enrique R. Arzac.*Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring. John Wiley & Sons, inc. — New York, 2005. — P. 77—79.

[5] *Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффи В. Бэйли*. Инвестиции. — М.: Инфра-М, 1999. — С. 548—551.

[6] *Richard A. Brealey, Stewart C. Myers*. Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. McGraw-Hill/Irwin. — New York, 2003. — P. 15.

[7] *Ohlson J.* Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation // Contemporary Accounting Research. 12. Spring, 1995. — P. 661—681.

assets), ROE (рентабельність власного капіталу — return on equity), ROI (рентабельність інвестицій — return on investment), чистий прибуток на акцію (Earnings per Share — EPS), є те, що вони, по-перше, не враховують вартості капіталу, який є джерелом фінансування компанії, а, по-друге, є показниками, що демонструють короткостроковий результат компанії, оскільки можуть бути об'єктом «креативної бухгалтерії»[8, 9].

Недолік ігнорування вартості інвестованого в компанію капіталу має два рівні: по-перше, позитивний показник рентабельності може бути замалим для того, щоб сплачувати відсотки із заборгованості перед кредиторами, що може призвести до банкрутства; а по-друге, інвестор, який вкладає активи в менш ризиковану галузь (золотодобування, нафтодобування та переробка, будівництво), очікуватиме інший рівень рентабельності своєї інвестиції, ніж інвестор, що інвестує у ризиковані галузі (сектор послуг, розробка програмного забезпечення)[10].

Небезпеку короткостроковості показників ефективності компанії, розрахованих на основі бухгалтерського прибутку, ми розуміємо як те, що з метою досягнення короткострокового поліпшення чистого прибутку компанія може урізати бюджети на науково-дослідні та дослідницько-конструкторські роботи чи на інші інвестиції, тим самим знижуючи можливі прибутки компанії у майбутньому. Так, у більшості країн витрати на розвиток нових продуктів списуватимуться як поточні витрати згідно із стандартами бухгалтерського обліку, проте у високотехнологічних галузях такі витрати мають інвестиційний характер[11]. Більше того, чистий прибуток у короткостроковій перспективі може не відповідати
показнику грошового потоку, що створює додатковий ризик для

---

[8] *Budde F., Felcht U.-H., Frankemölle H.* Value Creation. Second edition. Wiley-VCH Verlag GmbH & Co. Weinheim, 2006. — P. 13—14.

[9] *Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack*. Valuation: Measuring and managing the value of the companies. Third edition. John Wiley & Sons, inc. — New York, 2000. — P. 55.

[10] *Modiligliani, M.H. Miller*. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review 48. June. 1958. — P. 261—297.

[11] *Richard A. Brealey, Stewart C. Myers*. Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. McGraw-Hill/Irwin. — New York, 2003. — P. 324—325.

інвестора, відтак знижує вартість компанії в його розумінні.

Компанія McKinsey дослідила вплив перевищення або заниження аналітичних оцінок показника чистого прибутку на акцію відносно його реального значення[12] на зміну вартості акцій компаній після оголошення її реальних показників. Було проаналізовано 25 європейських компаній протягом 1990—2004 років. У першому дослідженні порівнювалася ціна акції за 4 дні до оголошення офіційного звіту і ціна акції на 3-ий день після оголошення звіту, в другому за 4 дні і на 40-ий день, відповідно. Для двох аналізованих лінійних регресій було розраховано показник R^2. У першому випадку залежність між відхиленням показника чистого прибутку на акцію та зміною вартості акції протягом тижня вимірювалася R^2 = 0 %. У другому, де залежність розраховувалася протягом 2 місяців, R^2 становив 1 %. Отже, дослідження показує емпіричну відсутність кореляції між неочікуваним результатом чистого прибутку компанії та її ринковою вартістю[13].

Альтернативними показниками ефективності діяльності компанії є показники, які враховують вартість інвестованого капіталу. Серед них найвживанішими є методики «економічної доданої вартості» (Economic Value Added — EVA[14]) та «грошової доданої вартості» (Cash Value Added — CVA), «загальний прибуток бізнесу» (Total Business Return).

У результаті аналізу річних звітів за 2006 рік австрійських компаній, що входять до фондового індексу ATX, і німецьких, які входять до фондового індексу DAX, автор дійшов висновку, що найбільш вживаними з вищенаведених показників є економічна додана вартість (далі EVA) [15].

Відповідно до методики розрахунку EVA, компанія створює вартість у даному періоді в разі, якщо чистий прибуток від оперативної діяльності перевищує вартість інвестованого капіталу:

---

[12] (реальне значення EPS-EPS, за оцінками аналітиків)/(модульне значення EPS, за оцінками аналітиків).

[13] *Budde F., Felcht U.-H., Frankemölle H.* Value Creation. Second edition. Wiley-VCH Verlag GmbH & Co. Weinheim, 2006. — P. 14.

[14] EVA® — є зареєстрованою торговою маркою компанії Stern Stewart & Co.

[15] Усього було проаналізовано 12 австрійських річних звітів і 15 німецьких. Серед компаній, що застосовують EVA, — Volkswagen, BASF, OMV, Daimler Chrysler; CVA — Bayer AG, Wienerberger AG.

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE, \quad (1)$$

де NOPAT — чистий прибуток компанії за умови фінансування виключно власним капіталом і, отже, без наявності податкового щита (net operation profits after tax); WACC — середньозважена вартість капіталу (weighted average cost of capital[16]); CE — інвестований капітал — активи компанії, які задіяні в операційній діяльності (Capital Employed[17]), який вираховується як сума власного капіталу та позик, за які компанія сплачує відсотки, мінус грошові кошти у касі та на банківському рахунку та інші ліквідні фінансові інвестиції.

З рівняння (1) отримуємо тотожне рівняння:

$$\frac{EVA}{CE} = \frac{NOPAT}{CE} - WACC = ROCE - WACC, \quad (2)$$

де ROCE — return on capital employed — показник рентабельності чистих активів. За умови EVA > 0, а отже, за ROCE > WACC компанія створює вартість.

Ключовою відмінністю від моделі дисконтованих грошових потоків є орієнтованість методик у часі. Перша модель зорієнтована на перспективу створення вартості у майбутньому і може бути використана для прийняття стратегічних рішень, тоді як EVA є оперативним показником і може бути використаний для контролю за виконанням стратегічних цілей.

У разі прогнозування показників EVA у майбутніх періодах і розрахунку їх приведеної вартості із застосування ставки дисконту, що дорівнює вартості капіталу, то ми отримаємо показник доданої ринкової вартості (market value added — MVA)[18], який за своєю природою відповідає показнику чистої приведеної вартості в моделі DCF і показує переважання ринкової вартості власного та позиченого капіталу компанії над інвестованим у неї капіталом[19]:

---

[16] $WACC = \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1-t) + \frac{E}{D+E} \times r_e$, де D — ринкова вартість позиченого капіталу, E — ринкова вартість власного капіталу, t — ефективна ставка оподаткування, r_d — вартість позиченого капіталу, r_e — вартість власного капіталу.

[17] Те саме, що і чисті активи — net asstes.

[18] *Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack*. Valuation: Measuring and managing the value of the companies. Third edition. John Wiley & Sons, inc. — New York, 2000. — P. 59.

[19] *Richard A. Brealey, Stewart C. Myers*. Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. McGraw-Hill/Irwin. — New York, 2003. — P. 75—77.

$$V = \sum_{i=1}^{n} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{PV_n}{(1+WACC)^n}, \qquad (3)$$

де V — ринкова вартість компанії, а FCF — майбутні вільні грошові потоки — free cash flow[20]. Вільний грошовий потік дорівнює $NOPAT - \Delta CE$, де ΔCE являє собою зміну чистих активів (основні засоби, робочий капітал мінус амортизація). Тож

$$V = \frac{NOPAT_1}{WACC} + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(ROCE_i - WACC) \times \Delta CE_i}{WACC(1+WACC)^i}. \qquad (4)$$

У рівнянні (4) показник вартості капіталу $WACC$ є постійною величиною, на яку оперативний менеджмент компанії не має змоги впливати. Вартість компанії збільшуватиметься в разі збільшення рентабельності чистих активів $ROCE$ або у випадку інвестицій у нові активи за умови $ROCE > WACC$ (рис. 1).

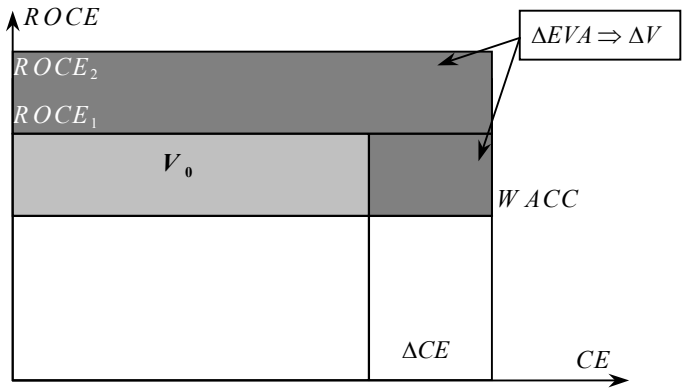

Рис. 1. Схема створення вартості
за теорією економічної доданої вартості

Для детальнішого аналізу показника рентабельності чистих активів доцільно застосовувати формулу DuPont[21]:

$$ROCE = \frac{NOPAT}{S} \times \frac{S}{CE}, \qquad (5)$$

[20] Грошові потоки від операційної діяльності мінус інвестиції на підтримку на розширення операційної діяльності (capital expenditure — CAPEX).

[21] *Феррис К., Пешеро Пети Б.* Оценка стоимости: как избежать ошибок при приобретении. — Вильямс, 2003. — С. 32—33.

де S — чистий дохід компанії від реалізації, $\frac{NOPAT}{S}$ — операційна маржа від реалізації, $\frac{S}{CE}$ — показник інтенсивності використання чистих активів (оборот активів). Отже, операційна маржа компанії, ефективність використання активів, інвестиції, що забезпечують зростання компанії — ключові чинники зростання вартості компанії на рівні оперативного менеджменту.

У застосуванні методики *EVA* важливим є контроль за інвестиційною діяльністю компанії, оскільки постійне зниження показника чистих активів за рахунок амортизаційних відрахувань спотворюватиме показник їх рентабельності, а саме *ROCE* буде зростати за постійної величини чистого прибутку[22]. Більше того, американський науковець Ерік Олсен (Eric Olsen) вважає, що застосування методики *EVA* стримує оперативних менеджерів од нових інвестицій, оскільки за додаткових інвестицій у короткостроковому періоді падатиме значення *ROCE*. Він також зазначає, що через наведені проблеми EVA не зовсім чітко відображає ринкову вартість компанії. Як підтвердження Ерік Олсен наводить дослідження залежності показника Total Shareholder Return[23] протягом 1994—1995 років і зміною *EVA*. Було проаналізовано 1122 підприємства, з яких 360 (32 %) мали 1994 року позитивний показник EVA. За результатами дослідження було зроблено висновок про невисокий рівень кореляції між *TSR* і зміною *EVA* – R^2 = 1,6 %[24] (рис. 2).

---

[22] *Rainer Strack, Ulrich Villis*. RAVE™: Integrated Value Management for Customer, Human, Suppliers and Invested Capital // European Management Journal. — Vol. 20. — 2002. — № 2. — P. 148.

[23] Total Shareholders Return (Total Return to Shareholders) — сумарний показник зростання вартості акції протягом певного періоду та виплачених протягом цього періоду на неї дивідендів.

[24] *Eric E. Olsen*. Economic Value Added // Perspectives №365. The Boston Consulting Group, Inc. 1996.

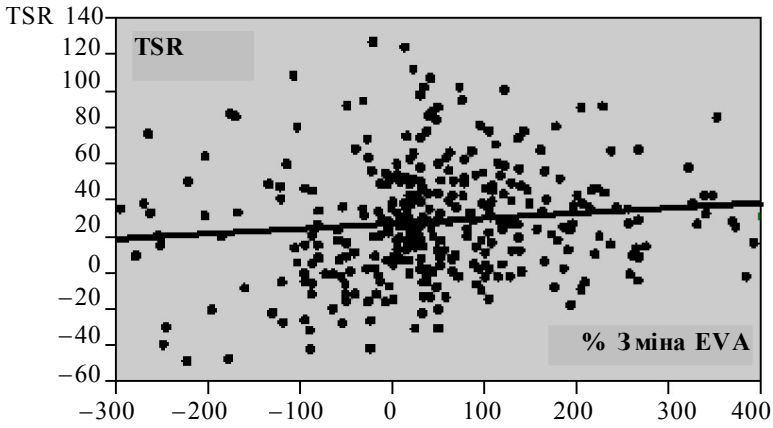

Рис. 2. Реакція фондового ринку
на зміну економічної доданої вартості

З метою уникнення проблемного фактора амортизаційних одрахувань у методиці *EVA* американський дослідник пропонує застосовувати альтернативну методику *CVA / CFROI*, де замість показника чистого прибутку береться показник грошового потоку, а чисті активи корегуються на накопичені амортизаційні відрахування.

$$CFROI = \frac{GCF - ED}{GI}, \quad (6)$$

[25]

де *GCF* — грошовий потік брутто *(Gross Cash Flow)* — *NOPAT* скорегований на амортизаційні відрахування; *ED* — економічна амортизація *(Economic Depreciation)* — сума грошей, яку необхідно вилучити з обігу для фінансування майбутнього поновлення основних фондів у врахуванні чинника постійних виплат за відсотковою ставкою, яка дорівнює вартості капіталу компанії; *GI* — інвестиції брутто *(Gross Investment)* — балансова вартість чистих активів, скорегована на накопичені амортизаційні відрахування.

$$ED = \frac{WACC}{(1 + WACC)^n - 1} \times DA, \quad (7)$$

---

[25] *Danie Stelter*. Dealing with investors expectations. // A global study of company valuations and their strategic implications. The Boston Consulting Group, Inc. 2001. — P. 66.

де DA — активи, що амортизуються *(Depreciable Assets)*; *п* — середня тривалість активів, що підлягають амортизації.

Показник $CFROI$ демонструє рентабельність чистих активів за його історичною вартістю. Якщо рентабельність перевищує вартість капіталу, то компанія створює вартість, у протилежному разі вартість компанії знижується:

$$CVA = (CFROI - WACC) \times GI. \quad (8)$$

Для детального аналізу CVA також доцільно використовувати вже наведену формулу DuPont.

На думку автора, методика CVA виправляє лише один із кількох недоліків EVA, водночас є складнішою в розрахунку. Оскільки ринки капіталу є ринками довгої перспективи, наведені методики не зовсім адекватно відображають перспективи майбутнього зростання компанії. Як результат — відносно низька кореляція між TSR і зміною внутрішньої вартості компанії за методикою EVA. Проте проаналізовані методики можуть бути вельми вдалим інструментом для контролю за досягненням стратегічних цілей компанії з погляду ринку капіталу.

Прогнозування майбутніх результатів компанії є важливим чинником успіху в оцінці компанії. Майбутні прибутки компанії або акумулюються у власному капіталі підприємства у вигляді нерозподілених прибутків, або виплачуються акціонерам у вигляді дивідендів. Оскільки ринкова капіталізація компанії являє собою ринкову вартість її власного капіталу, то нерозподілені прибутки компанії збільшуватимуть її вартість. З погляду корпоративних фінансів, саме майбутні фінансові результати, підтверджені відповідним грошовим потоком, є базою для виплати дивідендів акціонерам.

Показниками, які враховують зростання вартості компанії за рахунок майбутніх грошових потоків, є метод дисконтованих грошових потоків (DCF) або метод розрахунку загального прибутку бізнесу (TBR). На думку автора, основним недоліком DCF є те, що в разі застосування даного методу досить складно пов'язати діяльність оперативного менеджменту і вартість компанії. Тож стратегічні цілі та оперативна діяльність

компанії є розірваними між собою, що заважає ефективному розвитку підприємства.

За методикою *TBR*, «внутрішня вартість компанії» (fundamental value) складається з двох блоків: вартості поточних операцій (value of «current operations») і вартості зростання поточних операцій (value of growth of «current operations»)[26]. Вартість поточних операцій визначається як сума нескінченної геометричної прогресії поточних грошових потоків. Вартість зростання поточних операцій розраховується як приведена вартість майбутніх грошових потоків, які, в свою чергу, є функцією від рентабельності інвестованого капіталу та інвестицій[27]. Отже

$$V = f(ROCE; CE) = f_1\left(\frac{NOPAT}{S}; \frac{S}{CE}; CE\right) \qquad (8)$$

або

$$V = f(CFROI; GI) = f_1\left(\frac{GCF}{S}; \frac{S}{GI}; GI\right). \qquad (9)$$

Прикладом наведених функцій може бути функція на базі рівняння (4).

Наявність у формулі оперативних фінансових показників дає змогу прив'язати концепцію зростання вартості компанії до її операційної діяльності і проконтролювати внесок кожного менеджера середньої ланки у зростання ринкової вартості компанії.

У контексті проведеного аналізу хотілося б також зауважити значення структури джерел фінансування компанії та вплив показника фінансового левереджу (financial laverage або gearing[28]) на ринкову вартість компанії. З одного боку, збільшення показника фінансового левереджу збільшує внутрішню вартість компанії через наявність податкового щита, який поширюється на відсотки з позиченого капіталу, і в результаті власники компанії отримують більший грошовий потік через додаткові дивіденди (див. Modiligliani, Miller, Brealey). З іншого боку, висо-

---

[26] *Danie. Stelter, Dr. Pascal Xhonneux.* Succeed in uncertain times // Value Creation Report. The Boston Consulting Group, Inc. 2002. — P. 75.

[27] *Modiligliani, M.H. Miller.* Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. — 1961. — April. — P. 411—433.

[28] Gearing — співвідношення довгострокового позиченого капіталу до власного капіталу, виражено у відсотках.

кий левередж дає компанії змогу залучати дешевший позичений капітал для інвестиційних проектів у майбутньому і тим самим оптимізувати середньозважену вартість капіталу. Виходячи з наведених міркувань, інвестори можуть демонструвати більший інтерес до компаній з низьким левереджем, що може виявлятися у більш високих преміях у разі купівлі таких компаній.

Для аналізу впливу зростання внутрішньої вартості компанії на її ринкову капіталізацію автором було проведено дослідження. Було вибрано по десять компаній з десяти різних економічних галузей, які протягом 1998—2002 року показали найкращі результати середньорічного зростання показника *TBR* у своїй галузі[29] (табл. 1). Серед обраних ста компаній було відкинуто по чотири компанії, які продемонстрували найвищі та найнижчі середньорічні показники *TSR* протягом аналізованого періоду[30]. Для вибірки з 92 компаній, що залишилися, було розраховано лінійну регресію для залежного показника *TSR* і незалежного *TBR* (рис. 3).

Таблиця 1

Дані для обчислення залежності *TSR* та *TBR*

Галузь економіки	Компанія	Ринкова капіталізація 30.09.03 (млрд дол. США)	Середнє значення TSR 1998—2002	Середнє значення TBR 1998—2002
Медіа і розваги	Wolters Kluwer	3,657	–10 %	23 %
Автомобілебудування	Volkswagen	15,774	–6 %	21 %
Технології	SAP	34,792	–4 %	21 %
Технології	SBC Communications	73,95	–4 %	15 %
Конгломерати	Dover	7,166	–3 %	16 %
Хімічна промисловість	Akzo Nobel	8,039	–3 %	13 %
Технології	Nextel	19,508	–2 %	15 %

[29] Показник *TBR* був розрахований компанією Boston Consulting Group і враховував ефективність використання активів, маржу грошового потоку та зростання інвестицій протягом аналізованого періоду.

[30] *Danie. Stelter, Dr. Pascal Xhonneux.* Back to Fundementals // Value Creation Report. The Boston Consulting Group, Inc. — 2003. — P. 41—77.

Продовження табл. 1

Галузь економіки	Компанія	Ринкова капіталізація 30.09.03 (млрд дол. США)	Середнє значення TSR 1998–2002	Середнє значення TBR 1998–2002
Медіа та розваги	Emap	3,195	–1 %	15 %
Транспорт і туризм	Carnival	21,318	–1 %	19 %
Хімічна промисловість	Lubrizol	1,671	0 %	13 %
Хімічна промисловість	Nan Ya Plastics	7,578	0 %	16 %
Фармацевтика та біотехнології	Guidant	14,576	0 %	30 %
Технології	Verizon Comms.	90,902	0 %	20 %
Хімічна промисловість	Carlisle Cos	1,338	1 %	16 %
Хімічна промисловість	Dow Chemicals	29,804	1 %	13 %
Конгломерати	General Electric	298,662	1 %	20 %
Конгломерати	Imperial Hdg.	1,441	2 %	17 %
Конгломерати	Industrivarden	2,434	2 %	16 %
Торгівля	Dixons Group	4,215	2 %	24 %
Автомобілебудування	Scania	4,441	2 %	20 %
Промислові товари	Parker Hannifin	5,282	2 %	16 %
Автомобілебудування	Magna Intl.	6,165	2 %	25 %
Конгломерати	Aptargroup	1,328	3 %	18 %
Промислові товари	Illinois Toolworks	20,399	3 %	15 %
Фармацевтика та біотехнології	Merck & Co.	113,33	3 %	20 %
Хімічна промисловість	Airgas	1,306	4 %	12 %
Конгломерати	Teleflex	1,718	4 %	19 %
Хімічна промисловість	Millipore	2,241	4 %	17 %
Медіа та розваги	Daily	3,666	4 %	20 %

	Mail&general			
Фармацевтика та біотехнології	Novo Nordisk	10,07	4 %	23 %
Медіа та розваги	Thomson	16,945	4 %	17 %
Автомобілебудування	Aisin Seiki	3,953	5 %	21 %
Торгівля	Next	4,988	5 %	21 %

Продовження табл. 1

Галузь економіки	Компанія	Ринкова капіталізація 30.09.03 (млрд дол. США)	Середнє значення TSR 1998—2002	Середнє значення TBR 1998—2002
Фармацевтика та біотехнології	Becton Dickinson	9,172	5 %	18 %
Фармацевтика та біотехнології	Baxter Intl.	17,055	5 %	19 %
Торгівля	Home Depot	75,4	5 %	28 %
Споживчі товари	Pepsico	79,085	5 %	20 %
Транспорт і туризм	Abertis	6,17	6 %	23 %
Промислові товари	CRH	8,458	6 %	26 %
Медіа та розваги	Univision Communications	8,082	7 %	17 %
Торгівля	Walmex	13,408	7 %	22 %
Технології	Alltel	14,73	7 %	16 %
Хімічна промисловість	Valspar	2,362	8 %	26 %
Промислові товари	Cemex	9,445	8 %	17 %
Торгівля	Staples	11,687	8 %	23 %
Споживчі товари	Reckitt Benckiser	13,772	8 %	23 %
Споживчі товари	Gen. Mills	17,54	8 %	21 %
Технології	Telstra	34,392	9 %	22 %
Промислові товари	Centex	4,81	10 %	27 %
Автомобілебудування	Paccar	8,671	10 %	20 %
Медіа та розваги	Omnicom	13,654	10 %	16 %
Технології	Microsoft	300,629	10 %	37 %

Хімічна промисловість	Johnson Matthey	3,228	11 %	17 %
Конгломерати	3M	54,082	11 %	14 %
Конгломерати	Barloworld	1,425	12 %	23 %
Споживчі товари	Cintas	6,318	12 %	22 %
Медіа та розваги	McGraw-Hill	11,879	12 %	22 %
Транспорт і туризм	Fedex	19,219	12 %	15 %
Фармацевтика та біотехнології	Medtronic	57,088	12 %	19 %

Продовження табл. 1

Галузь економіки	Компанія	Ринкова капіталізація 30.09.03 (млрд дол. США)	Середнє значення TSR 1998—2002	Середнє значення TBR 1998—2002
Фармацевтика та біотехнології	Johnson & Johnson	146,976	12 %	27 %
Транспорт і туризм	MGM Mirage	5,539	13 %	18 %
Промислові товари	American Standards	6,088	13 %	16 %
Споживчі товари	Heineken	12,83	13 %	22 %
Промислові товари	United Technologies	36,23	13 %	29 %
Хімічна промисловість	Reliance Inds.	12,93	14 %	13 %
Споживчі товари	Avon Products	15,25	14 %	22 %
Медіа та розваги	Westwood One	3,033	15 %	17 %
Торгівля	Starbucks	11,263	16 %	24 %
Промислові товари	Danaher	11,312	16 %	25 %
Автомобілебудування	Gentex	2,661	19 %	26 %
Торгівля	Ross Stores	3,526	19 %	21 %
Автомобілебудування	Hyundai Motor	6,114	20 %	26 %
Конгломерати	Wesfarmers	5,734	21 %	14 %
Споживчі товари	Gallaher Group	5,922	21 %	24 %
Автомобілебудування	Porsche	6,63	21 %	27 %
Фармацевтика та біотехнології	Biomet	8,589	21 %	24 %
Фармацевтика та біо-	St. Jude	9,733	21 %	28 %

технології	Medical			
Технології	Dell	87,385	21 %	19 %
Транспорт і туризм	Kowloon Motor Bus.	1,931	22 %	22 %
Споживчі товари	Tiffany & Co.	5,438	22 %	23 %
Промислові товари	Vinci (ex SGE)	5,453	22 %	17 %
Фармацевтика та біо-технології	Altana	8,015	22 %	32 %
Медіа та розваги	Publicis Groupe	4,834	23 %	17 %
Споживчі товари	Beiersdorf	9,609	23 %	21 %
Споживчі товари	Sysco	21,213	23 %	31 %
Транспорт і туризм	CH Robinson	3,271	24 %	18 %
Технології	Oracle	61,099	24 %	18 %

Закінчення табл. 1

Галузь економіки	Компанія	Ринкова капіталі-зація 30.09.03 (млрд дол. США)	Середнє значення TSR 1998—2002	Середнє значення TBR 1998—2002
Медіа та розваги	TF1	5,73	25 %	17 %
Автомобілебудування	Hero Honda Motors	1,288	27 %	25 %
Торгівля	CDW Computer Centers	4,766	27 %	21 %
Торгівля	Kohls	18,162	27 %	30 %
Транспорт і туризм	Expeditor Intl.	3,69	28 %	19 %
Автомобілебудування	Harley-Davidson	14,588	28 %	36 %
Торгівля	Bed Bath & Beyond	11,314	29 %	41 %
Технології	Nokia	66,369	31 %	25 %
Транспорт і туризм	Ryanair	4,615	44 %	28 %
Транспорт і туризм	Patrick Corp.	1,349	64 %	22 %
Транспорт і туризм	Toll Holding	1,315	66 %	28 %
Промислові товари	Impala Platinum	4,509	71 %	20 %
Конгломерати	Wipro	6,077	78 %	24 %

Джерело: Дані Boston Consulting Group

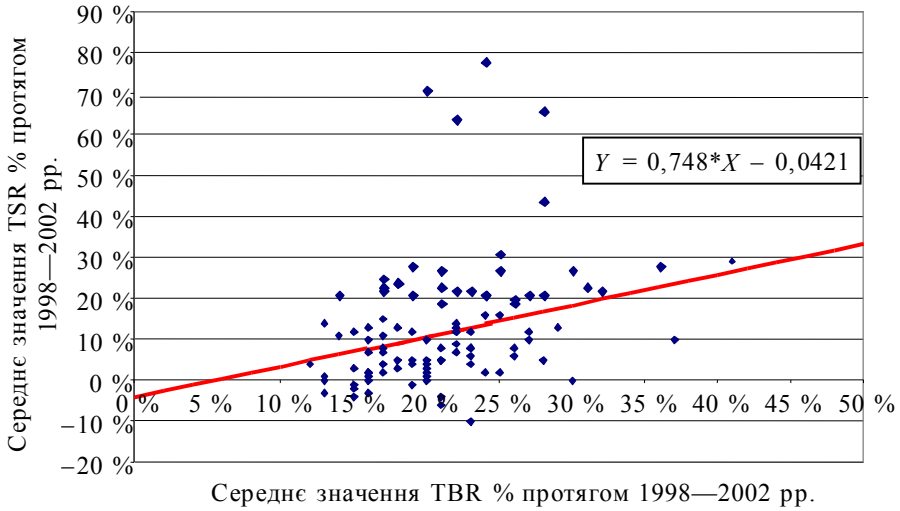

Рис. 3. Реакція фондового ринку
на зміну загальної дохідності бізнесу

Для досліджуваних даних значення R^2 отриманої лінійної регресії становить 18,7 %, що більше, ніж у десять разів перевищує значення кореляції *TSR* та *EVA*. Кореляція Пірсона, розрахована для рядів даних *TSR* та *TBR*, становить 0,408.

Наведений аналіз свідчить про те, що лише частина реальної ринкової вартості компанії залежить од внутрішньої вартості компанії. Відхилення емпіричних результатів від теоретичних розрахунків частково пояснюється наявністю в інвесторів суб'єктивної премії очікування при оцінці реальної вартості компанії (expectation premium[31]). На думку вчених Ф. Б'юда, В. Х. Фельхта і Франкемьолле (F. Budde, U.-H. Felcht, H. Frankemölle), премія очікування виникає насамперед у результаті асиметричності інформації між менеджментом компанії та її інвесторами. Як приклад вони наводять «мильну бульку», яка утворилася в хімічній промисловості наприкінці 90-х років, коли більшість компаній була значно переоцінено через неадекватно високі очікування ринку капіталу. Їхні дослідження також стверджують, що інвестори занадто сильно реагу-

[31] Премія може набувати і від'ємного значення. У такому разі реальна вартість компанії буде нижчою від її внутрішньої вартості.

ють на кон'юнктурні коливання економіки, переоцінюючи як зростання, так і занепади. Премії очікування корелюють з економічними циклами в індустрії та в довгостроковій перспективі наближаються до нуля[32].

Американський учений Е. Арзак (E. Arzac) у своїх емпіричних дослідженнях показує випадки переоцінення ризикованості малих компаній, що призводить до заниження їх вартості. Інвестор вважає, що малі компанії можуть мати більші проблеми з ліквідністю ніж великі, що і призводить до більшої вартості капіталу для малих компаній з погляду ринку капіталу[33]. Більше того, у великих компаніях інвестор часто переоцінює ефект масштабу, що також призводить до позитивної премії очікування.

Ерік Олсен додатково виокремлює кілька факторів впливу на премію очікування: волатильність показників рентабельності активів, використання грошових потоків, структуру власного і позиченого капіталу та організаційну складність компанії[34]. На рис. 4 зображено середні премії очікування десяти найуспішніших компаній у своїх галузях у 2000 і 2003 роках[35].

---

[32] *Budde F., Felcht U.-H., Frankemölle H.* Value Creation. Second edition. Wiley-VCH Verlag GmbH & Co. Weinheim, 2006. — P. 15—17.

[33] *Enrique R. Arzac.* Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring. John Wiley & Sons, inc. — New York, 2005. — P. 55—59.

[34] *Eric E. Olsen*. New Directions in Vaue Management. // Perspectives. The Boston Consulting Group, Inc. 2002.

[35] Використовувалися дані зі звітів компанії Boston Consulting Group, Inc. У кожній з галузей було проаналізовано десять найкращих компаній за показником *TSR* і серед них вирахувано середнє значення премії, зважене за ринковою капіталізацію. Оскільки аналізовані компанії мали найкращі показники *TSR,* середні премії виявилися, відповідно, високими.

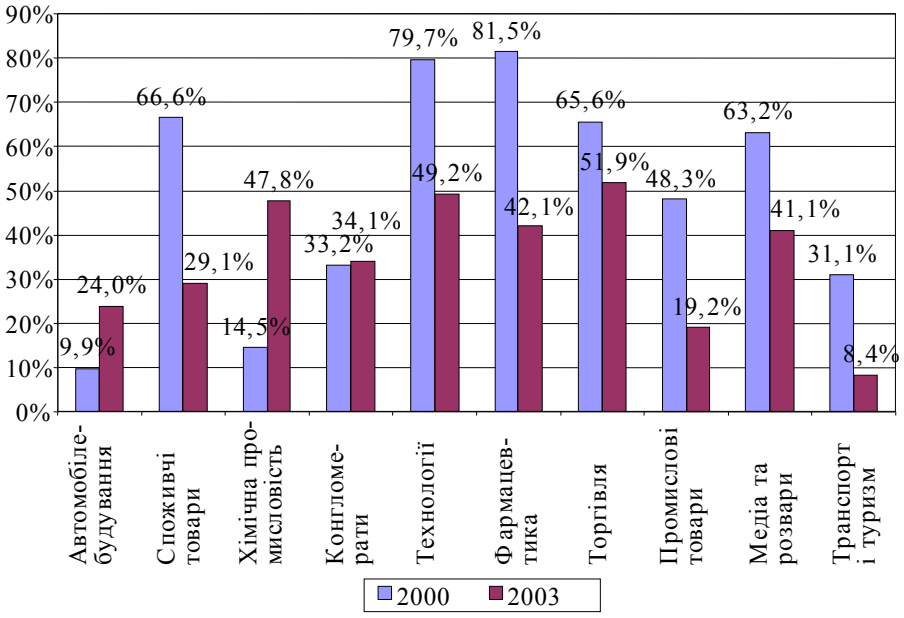

Рис. 4. Премія очікування по галузях у 2000 і 2003 роках

Цікаві результати дає аналіз премії протягом 2000—2002 рр. У процесі дослідження було проаналізовано шість галузей, у яких було обрано десять найуспішніших компаній за показником *TSR*. Для даних компаній було розраховано середнє значення премії очікування в кожному році[36], перевищення показника зростання інвестицій найкращих десяти компаній над середнім значенням по галузі[37], перевищення показника *CFROI* найкращих десяти компаній над середнім значенням по галузі, ринкової капіталізації (табл. 2).

Таблиця 2

Залежність премії очікування від внутрішньої вартості компанії та її капіталізації

Показник	Кореляція Пірсона до величини премії	R^2 лінійної регресії із змінною премією
CFROI	-0,122	1,52 %

[36] Премія очікування розраховувалася як (ринкова капіталізація)/(внутрішня вартість) — 1.
[37] Зростання інвестицій розраховувалося за допомогою індекса — рівень інвестицій для всіх компаній у 1998 становив 100.

Зростання інвестицій	-0,123	1,50 %
Ринкова капіталізація	0,644	41,52 %

Джерело: власні розрахунки.

З результатів дослідження видно, що протягом аналізованого періоду величина премії очікування не залежить від факторів внутрішньої вартості компанії, проте досить сильно залежить од ринкової капіталізації компанії — підприємства з великою ринковою капіталізацію мали вищу середню премію очікування, ніж компанії з малою капіталізацією.

Емпіричні дослідження BCG засвідчують, що довгострокові премії очікування наближаються до нуля. Їх високий рівень кінця 90-х початку 2000-х пов'язаний з розвитком Інтернету і бумом нової економіки[38]. Дослідження підтверджує тезу про циклічний характер рівня премії очікування. На думку автора, виявлена короткострокова залежність між капіталізацією та ступенем переоцінки інвесторами реальної вартості компанії пояснюється тим фактом, що в період буму фондового ринку саме великі ліквідні компанії потрапляють у поле зацікавленості інвесторів — великі компанії асоціюються з більшими фінансовими потужностями, а отже, і з більшими можливостями зростання.

Те ж дослідження BCG доводить, що внутрішня вартість компанії в довгостроковій перспективі та її ринкова вартість мають суттєвий рівень кореляції[39]. Не такий значний рівень кореляцій, який показало проведене автором дослідження, пояснюється тим фактом, що для емпіричного аналізу був обраний відносно короткий відтинок часу в умовах пожвавлення світових фондових ринків. Проте навіть за таких умов коефіцієнт кореляції становив понад 0,4 і говорить про досить значну залежність між аналізованими показниками. Підсумовуючи результати проведеного у статті аналізу, хотілося б виокремити кілька важливих для управління вартістю компанії пунктів:

— для реального відображення вартості компанії необхідно враховувати такі показники, як вартість капі-

---

[38] *Danie. Stelter, Dr. Pascal Xhonneux.* Back to Fundementals // Value Creation Report. The Boston Consulting Group, Inc. — 2003. — P. 8—10.

[39] У дослідженні аналізувався період 1926—2003 рр.

талу, перспективи розвитку компанії, історична вартість інвестованого в компанію капіталу;

— у короткостроковому періоді ринок капіталу може оцінити компанію з урахуванням певної премії очікування, яка може набувати як позитивного, так і негативного значення. Розмір премії залежить від загального настрою фондового ринку та конкретної галузі, проте і від якості комунікації між компанією та інвесторами;

— у довгостроковій перспективі внутрішня вартість компанії має високий рівень кореляції з її ринковою вартістю;

— найбільш вдалим способом оцінки внутрішньої вартості компанії є показник загальної дохідності бізнесу. Ключовими факторами зростання вартості на рівні оперативного менеджменту компанії є показники операційної маржі, обороту чистих активів та інвестицій зростання у проекти з високою рентабельністю чистих активів;

— показник грошової доданої вартості є добрим інструментом для оперативного контролю за розвитком вартості компанії.

Як результат внутрішньої вартості ринкова капіталізація є результатом правильно обраної стратегії і високоякісного оперативного виконання вдалих рішень менеджменту та організації забезпечення виконання цих рішень. На рис. 5 схематично зображено вплив оперативного та стратегічного менеджменту на ринкову вартість компанії.

Рис. 5. Вплив рішень стратегічного й оперативного менеджменту
на ринкову вартість компанії

Література

1. *Феррис К., Пешеро Пети Б.* Оценка стоимости: как избежать ошибок при приобретении. — М.: Вильямс, 2003. — 256 с.

2. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции. — М.: Инфра-М, 1999. — 1028 с.

3. *Arzac E.* Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring. John Wiley & Sons, inc. — New York, 2005. — 448 p.
4. *Brealey R., Myers S.* Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. McGraw-Hill/Irwin. — New York, 2003. — 1330 p.
5. *Budde F., Felcht U.-H., Frankemölle H.*Value Creation. Second edition. Wiley-VCH Verlag GmbH & Co. Weinheim, 2006. — 504 p.
6. *Copeland T., Koller T., Murrin J.* Valuation: Measuring and managing the value of the companies. Third edition. John Wiley & Sons, inc. — New York, 2000. — 494 p.
7. *Danie Stelter*. Dealing with investors expectations. // A global study of company valuations and their strategic implications. The Boston Consulting Group, Inc. 2001. — 79 p.
8. *Danie. Stelter, Dr. Pascal Xhonneux.* Succeed in uncertain times // Value Creation Report. The Boston Consulting Group, Inc. 2002. — 81 p.
9. *Danie. Stelter, Dr. Pascal Xhonneux.* Back to Fundementals // Value Creation Report. The Boston Consulting Group, Inc. 2003. — 90 p.
10. *Modiligliani, M.H. Miller*. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. // Journal of Business. April 1961. — P. 411—433.
11. *Modiligliani, M.H. Miller*. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. // American Economic Review 48. June. 1958. — P. 261—297.
12. *Ohlson J.* Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation // Contemporary Accounting Research. 12. Spring. 1995. — 88 p.
13. *Olsen E.* New Directions in Vaue Management // Perspectives. The Boston Consulting Group, Inc. 2002.
14. *Olsen E.* Economic Value Added. // Perspectives. The Boston Consulting Group, Inc. 1996.
15. *Sirower M.* The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game. Free Press. — New York, 1997. — 320 p.
16. *Strack R., Villis U.*. RAVE™ : Integrated Value Management for Customer, Human, Suppliers and Invested Capital // European Management Journal. — Vol. 20, № 2. — 2002. — P. 411—433. P. 148—158.
17. World Investment Report 2000. UNCTAD. https://www.unctad.org/Templates
18. https://finance.yahoo.com
19. https://www.bloomberg.com

Стаття надійшла до редакції 20.03.2007