ӘЛЕУМЕТТІК-ЭКОНОМИКАЛЫҚ ЖӘНЕ ҚҰҚЫҚ ҒЫЛЫМДАРЫ
СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ЮРИДИЧЕСКИЕ НАУКИ
SOCIO-ECONOMIC AND LEGAL SCIENCES

CENTRAL ASIAN SCIENTIFIC JOURNAL
ISSN 3135-3061
2026. №4 (32), Том 2. С. 249–256
DOI: https://doi.org/10.5281/zenodo.24373419
Сайт журнала: https://cajournal.kz

УДК 336.64:330.322

ЭФФЕКТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ И МАКСИМИЗАЦИЯ СТОИМОСТИ АКЦИЙ КОМПАНИИ

Ж.С. Қабыл
University of International Business, Университет международного бизнеса имени Кенжегали Сагадиева

Қабыл Жанат Сапаралықызы — магистрант, University of International Business, Казахстан, г. Алматы, Университет международного бизнеса имени Кенжегали Сагадиева.

© Ж.С. Қабыл, 2026

Аннотация: В статье исследуется влияние управления корпоративными финансами на рыночную стоимость акций компании. В рамках концепции управления, ориентированного на стоимость (Value-Based Management, VBM), анализируется роль инвестиционных, финансовых и дивидендных решений в формировании акционерной стоимости. Систематизирована взаимосвязь теорий структуры капитала (Модильяни – Миллера, компромиссной теории, теории иерархии), агентской теории и качества корпоративного управления со стоимостью компании. Предложена система драйверов стоимости на основе дисконтированных денежных потоков (DCF), экономической добавленной стоимости (EVA) и средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Рассмотрены особенности фондового рынка Казахстана, в том числе программа IPO компаний АО «Самрук-Казына» и опыт международных листингов. По результатам исследования разработаны рекомендации по управлению финансами, направленные на повышение акционерной стоимости отечественных компаний.

Ключевые слова: корпоративные финансы; акционерная стоимость; управление, ориентированное на стоимость; структура капитала; WACC; EVA; дивидендная политика; корпоративное управление.

Keywords: corporate finance; shareholder value; value-based management; capital structure; WACC; EVA; dividend policy; corporate governance.

Введение

В условиях современной рыночной экономики эффективность деятельности компании измеряется не только прибылью, но и стоимостью, которую она создаёт для акционеров. Бухгалтерская прибыль не учитывает стоимость капитала, риск и временную стоимость денег, поэтому прибыльная компания может разрушать акционерную стоимость. По этой причине в развитых странах с конца XX века широкое распространение получила концепция управления, ориентированного на стоимость (VBM) [2; 4].

Для Казахстана актуальность данной темы особенно высока. В последние годы в стране продолжается процесс вывода акций крупных компаний на биржу: IPO АО «НАК «Казатомпром» (2018), АО «НК «КазМунайГаз» (2022), АО «Эйр Астана» (2024), выход акций Kaspi.kz на биржу Nasdaq (2024). Для компании, акции которой обращаются на открытом рынке, оценка инвесторов становится ежедневным показателем, а качество финансовых решений напрямую отражается в цене акций.

Цель исследования – теоретически обосновать взаимосвязь между решениями в области управления корпоративными финансами и стоимостью акций компании и предложить практические направления повышения акционерной стоимости для казахстанских компаний.

Задачи исследования: систематизировать теории управления стоимостью компании; сравнить методы оценки акционерной стоимости (DCF, EVA, MVA); определить финансовые драйверы стоимости и связать их с управленческими решениями; разработать рекомендации с учётом особенностей фондового рынка Казахстана.

Обзор литературы

В теории корпоративных финансов главной финансовой целью компании считается максимизация акционерной стоимости [2; 3; 4]. Эта цель шире максимизации прибыли: она в равной мере учитывает объём будущих денежных потоков, их распределение во времени и риск. Теоретические подходы можно разделить на четыре направления.

Ф. Модильяни и М. Миллер в 1958 году доказали, что на совершенном рынке без налогов, транзакционных издержек и информационной асимметрии стоимость компании не зависит от структуры капитала [3]. В поправке 1963 года авторы учли корпоративный налог на прибыль и показали, что благодаря вычету процентных расходов из налогооблагаемой базы заёмный капитал увеличивает стоимость компании [3]. Согласно теории иерархии (pecking order) С. Майерса и Н. Маджлуфа, в условиях информационной асимметрии компании сначала используют внутренние средства, затем заёмные, и лишь в последнюю очередь – эмиссию новых акций [3].

Миллер и Модильяни показали, что на совершенном рынке дивидендная политика не влияет на стоимость компании [3]. В противоположность этому М. Гордон утверждал, что инвесторы ценят текущий дивиденд выше будущего прироста капитала (аргумент «синица в руках») [3]. Сигнальная теория трактует изменение дивидендов и долга как сигнал об уверенности менеджмента в будущем [3].

М. Дженсен и У. Меклинг обосновали, что расхождение интересов менеджеров и акционеров порождает агентские издержки [3]. Согласно гипотезе Дженсена о «свободном денежном потоке», средства, не вложенные в эффективные проекты, должны возвращаться акционерам, а долг выполняет роль механизма, дисциплинирующего менеджмент [3]. В отечественных исследованиях рассмотрены тенденции развития корпоративного управления [6] и его влияние на стратегическое развитие и стоимость компании [7], а на примере казахстанских листинговых компаний изучена взаимосвязь характеристик фирмы, стоимости собственного капитала и уровня раскрытия финансовой информации [10].

А. Раппапорт связал акционерную стоимость с семью драйверами: темпом роста продаж, операционной маржой, ставкой налога на прибыль, инвестициями в оборотный капитал и основные средства, стоимостью капитала и продолжительностью периода создания стоимости [3; 4]. Представители школы McKinsey Т. Коллер, М. Гоедхарт и Д. Весселс доказывают, что двумя основными источниками стоимости являются превышение рентабельности инвестированного капитала (ROIC) над стоимостью капитала и темп роста [4]. Применительно к Казахстану эмпирически изучены влияние валютного курса на цены акций [5], а также взаимосвязь объёма торгов и ценообразования на KASE [8; 9].

Общий вывод теоретических направлений: стоимость компании растёт только тогда, когда инвестированный капитал приносит доходность выше стоимости капитала.

Методология исследования

Методологическую основу исследования составляют методы системного и сравнительного анализа, теоретического обобщения, финансового моделирования и факторного анализа. В качестве информационной базы использованы труды отечественных и зарубежных учёных, нормативные правовые акты Республики Казахстан [1] и открытая информация листинговых компаний.

Основной инструмент оценки стоимости компании – модель дисконтирования свободных денежных потоков (DCF) [3; 4]. Полная стоимость компании (V) определяется

как сумма приведённой стоимости свободных денежных потоков (FCFF) прогнозного периода и терминальной стоимости (TV):

$$V=\sum_{t=1}^{n}\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}+\frac{TV_n}{(1+WACC)^n}, TV_n=\frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g}(1)$$

где g – постоянный темп роста после прогнозного периода. Акционерная стоимость рассчитывается путём вычитания из полной стоимости компании чистого долга (ND), а внутренняя стоимость одной акции – делением этой величины на количество акций в обращении (N):

$$P_0=\frac{V-ND}{N}(2)$$

В качестве ставки дисконтирования используется средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Стоимость собственного капитала (Re) определяется с помощью модели оценки капитальных активов (CAPM) [3]; для развивающихся рынков к ней добавляется премия за страновой риск (CRP) [4]:

$$WACC=\frac{E}{E+D}R_e+\frac{D}{E+D}R_d(1-T), R_e=R_f+\beta(R_m-R_f)+CRP(3)$$

где E и D – рыночная стоимость собственного и заёмного капитала, Rd – стоимость долга, T – ставка корпоративного подоходного налога (в Казахстане общая ставка – 20%), Rf – безрисковая ставка, β – бета-коэффициент, Rm – ожидаемая доходность рынка.

Для измерения создания стоимости за период используются показатели экономической добавленной стоимости (EVA) и рыночной добавленной стоимости (MVA) [4]:

$$EVA=NOPAT-WACC\cdot IC=(ROIC-WACC)\cdot IC, MVA=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}(4)$$

где NOPAT – операционная прибыль после уплаты налогов, IC – инвестированный капитал, ROIC – рентабельность инвестированного капитала. Если EVA положительна, компания за период создала акционерную стоимость; если отрицательна – разрушила стоимость, даже при наличии бухгалтерской прибыли.

Из приведённых формул непосредственно вытекают управляемые факторы, влияющие на стоимость акций: объём и рост свободного денежного потока (операционные и инвестиционные решения), ставка дисконтирования (решения о финансировании и уровень риска), а также количество акций и чистый долг (политика дивидендов и обратного выкупа акций).

Результаты и обсуждение

По результатам анализа построена система драйверов, связывающих корпоративные финансовые решения с акционерной стоимостью (таблица 1). Система объединяет драйверы Раппапорта [3] и концепцию «ROIC – рост» школы McKinsey [4].

Таблица 1.

Финансовые решения и драйверы акционерной стоимости

Группа решений	Драйвер стоимости	Механизм управления	Контрольный показатель
Операционные	Рост продаж, операционная маржа	Ценовая политика, управление затратами, продуктовый портфель	Рост выручки, маржа EBITDA, NOPAT
Инвестиционные	Рентабельность инвестиций	Отбор проектов с NPV > 0, оптимизация оборотного капитала	ROIC, NPV, IRR, операционный цикл
Финансирование	Стоимость капитала	Соотношение долга и собственного капитала, валюта и срочность долга	WACC, D/E, чистый долг/EBITDA
Дивидендные	Возврат средств акционерам	Коэффициент выплаты дивидендов, обратный выкуп акций	Дивидендная доходность, TSR
Управление (governance)	Премия за риск	Прозрачность, независимые директора, мотивация менеджеров	Рейтинги, дисконт по P/E и EV/EBITDA

Для сравнения эффекта решений рассмотрен пример условной компании. Принято: FCFF следующего года = 10 млрд тенге, WACC = 14%, постоянный рост g = 4%; оценка проведена по модели Гордона $V = FCFF_1 / (WACC - g)$ (таблица 2).

Таблица 2.

Изменение стоимости компании при изменении драйверов (условный пример)

Сценарий	$FCFF_1$, млрд тг	WACC, %	g, %	Стоимость (V), млрд тг	Изменение, %
Базовый	10,0	14	4	100,0	–
Улучшение маржи (FCFF +10%)	11,0	14	4	110,0	+10,0
Снижение стоимости капитала (WACC −1 п.п.)	10,0	13	4	111,1	+11,1
Эффективный рост (g +1 п.п., ROIC > WACC)	10,0	14	5	111,1	+11,1
Комбинированный сценарий	11,0	13	4	122,2	+22,2

Пример показывает, что снижение WACC на 1 процентный пункт влияет на стоимость сопоставимо с увеличением операционного денежного потока на 10%. Следовательно, решения о финансировании и управлении рисками являются источником стоимости наравне с операционной эффективностью. При этом рост создаёт стоимость только при выполнении условия ROIC > WACC: инвестиции в проекты с доходностью ниже стоимости капитала, даже увеличивая выручку, снижают акционерную стоимость [4].

Инвестиционная политика является основным источником создания стоимости. Отбор проектов должен проводиться по критерию чистой приведённой стоимости (NPV), а ставка дисконтирования должна соответствовать риску проекта [3]. Распространённая ошибка – оценка всех проектов по средней WACC компании.

Ускорение оборачиваемости дебиторской задолженности и запасов уменьшает инвестированный капитал и повышает ROIC. На примере нефтегазовых компаний Казахстана показано, что инвестиции в долгосрочные активы и реинвестирование нераспределённой прибыли являются ключевыми факторами финансовой устойчивости [11].

Согласно компромиссной теории, рост доли долга сначала снижает WACC за счёт налогового щита, а после определённого уровня риск финансовых затруднений и рост стоимости собственного капитала нивелируют эту выгоду [3].

Для казахстанских компаний особое значение имеет валютная структура долга. Компания, выручка которой номинирована в тенге, а обязательства – в иностранной валюте, несёт значительные потери при девальвации. Поэтому согласование валюты активов и обязательств и хеджирование должны быть обязательным элементом финансовой политики.

При высокой базовой ставке Национального банка целесообразно рассматривать финансирование институтов развития, облигации и сукук.

Влияние дивидендной политики на стоимость реализуется через несовершенства рынка. Во-первых, стабильность и предсказуемость дивидендов сигнализируют инвесторам об уверенности менеджмента в будущих денежных потоках [3]. Во-вторых, возврат свободных средств акционерам снижает риск неэффективных инвестиций [3].

Вместе с тем выплата дивидендов без учёта инвестиционных потребностей компании ведёт к росту долговой нагрузки или отказу от эффективных проектов. В компаниях, контролируемых государством, размер дивидендов иногда определяется потребностями бюджета, что создаёт неопределённость для миноритарных акционеров [12]. Поэтому дивидендная политика должна быть публичным и чётким правилом, привязанным к свободному денежному потоку или чистой прибыли. Например, АО «НАК «Казатомпром» в соответствии с дивидендной политикой определяет размер дивидендов в объёме 75% свободного денежного потока [14], а АО «Казахтелеком» в 2022 году выплатило акционерам более 39 млрд тенге дивидендов [13].

Качество корпоративного управления непосредственно определяет требуемую инвесторами доходность, то есть стоимость собственного капитала [6; 7; 10]. Основные механизмы снижения агентских издержек: независимые директора в совете директоров, комитеты по аудиту и рискам, качественная отчётность по МСФО и привязка вознаграждения менеджеров к долгосрочным показателям стоимости (EVA, TSR) [4]. Прозрачность снижает информационную асимметрию, поэтому систематическая работа с инвесторами (Investor Relations) напрямую влияет на рыночную оценку компании [10].

Фондовый рынок Казахстана относится к развивающимся рынкам. Торги проводятся на Казахстанской фондовой бирже (KASE) и бирже Международного финансового центра «Астана» (AIX). Его основные особенности: низкая доля акций в свободном обращении (free float) и ограниченная ликвидность [8; 9]; преобладание государства и квазигосударственного сектора в крупных компаниях; нестабильность курса тенге и сырьевая зависимость, повышающие премию за страновой риск и WACC [5]; растущая роль розничных инвесторов (программа «Народное IPO»).

Размещения последних лет показали значимость открытой дивидендной политики и качественного корпоративного управления. Компании, прошедшие листинг на международных биржах (например, «Казатомпром» и Kaspi.kz), обязаны внедрять международные стандарты раскрытия информации и корпоративного управления. Это повышает доверие инвесторов и снижает стоимость привлечения капитала.

Для проверки теоретических выводов проведено анкетирование финансовых специалистов и инвесторов.

Анкета включала пять вопросов: должность респондента; главная финансовая цель компании; используемые при принятии решений показатели; оценка влияния факторов на стоимость акций по шкале от 1 до 5; препятствия для внедрения управления, ориентированного на стоимость.

Таблица 3.

Состав респондентов

Группа респондентов	Количество, чел.	Доля, %
Финансовые аналитики	12	36,4
Финансовые директора и менеджеры	10	30,3
Инвесторы и брокеры	7	21,2
Другие специалисты	4	12,1
Итого	**33**	**100,0**

Таблица 4.

Главная финансовая цель компании

Цель	Доля респондентов, %
Максимизация чистой прибыли	45,5
Повышение акционерной стоимости	24,2
Увеличение доли рынка	18,2
Стабильная выплата дивидендов	12,1

Почти половина респондентов по-прежнему называет главной целью компании чистую прибыль. Повышение акционерной стоимости считают главной целью лишь 24%.



Рисунок 1. Показатели, используемые при принятии финансовых решений

Источник: анкетирование автора (условные данные), n = 33

Бухгалтерские показатели (чистая прибыль, ROE, EBITDA) используются широко, а учитывающие стоимость капитала WACC, TSR и EVA – лишь меньшинством респондентов.

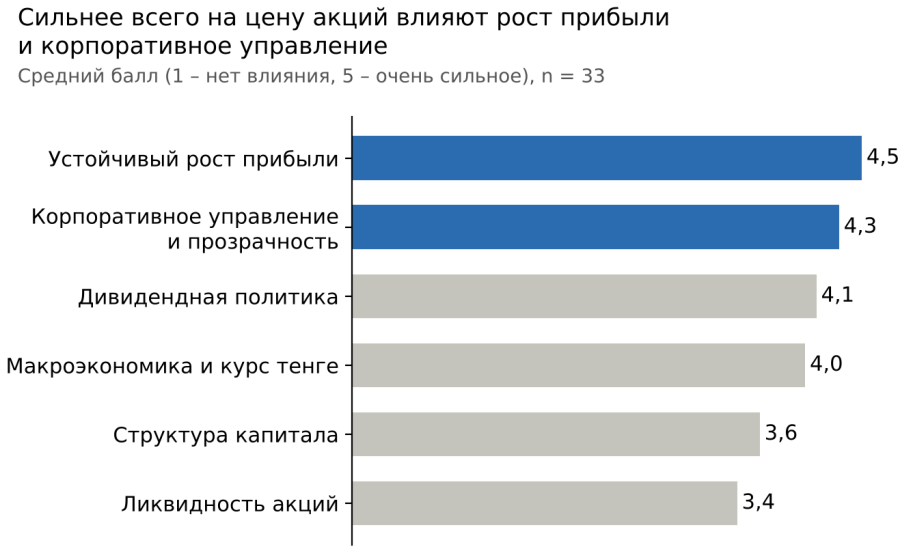


Рисунок 2. Факторы, влияющие на стоимость акций

Источник: анкетирование автора (условные данные), n = 33

Наиболее значимыми факторами респонденты считают устойчивый рост прибыли и качество корпоративного управления. Это согласуется с агентской теорией и концепцией VBM [4; 6].

Таблица 5.

Препятствия для внедрения управления, ориентированного на стоимость

Препятствие	Доля респондентов, %
Недостаточная квалификация специалистов	57,6
Низкая ликвидность фондового рынка	51,5
Качество данных и отчётности	48,5
Низкая заинтересованность руководства	39,4
Высокая доля государственной собственности	36,4

Переход казахстанских компаний к управлению, ориентированному на стоимость, ещё не завершён; основные препятствия – кадровый потенциал и уровень развития фондового рынка.

Заключение и рекомендации

Исследование показало, что эффективное управление корпоративными финансами является решающим фактором повышения акционерной стоимости. Стоимость компании растёт только тогда, когда рентабельность инвестированного капитала превышает стоимость капитала, поэтому система управления должна опираться не столько на бухгалтерскую прибыль, сколько на показатели ROIC, WACC и EVA. Условный пример показал, что снижение стоимости капитала на 1 процентный пункт увеличивает стоимость компании примерно на 11%, то есть финансирование и управление рисками важны наравне с операционной эффективностью.

Казахстанским компаниям предлагаются следующие рекомендации:

1) Использовать EVA и ROIC как основные критерии планирования и оценки подразделений.

2) Отбирать проекты по NPV со ставкой дисконтирования, соответствующей риску, и оптимизировать оборотный капитал.

3) Установить целевые коридоры по показателям «чистый долг/EBITDA» и D/E, хеджировать валютный риск долга.

4) Принять публичную и предсказуемую дивидендную политику, привязанную к свободному денежному потоку.

5) Увеличить долю независимых директоров, развивать МСФО-отчётность и Investor Relations.

6) Повышать ликвидность акций за счёт увеличения доли акций в свободном обращении и привлечения маркет-мейкеров.

Список литературы:

1. Закон Республики Казахстан «Об акционерных обществах» (с изменениями и дополнениями по состоянию на 30.12.2022) [Электронный ресурс]. – URL: https://tsnik.kz/kz/normativno-pravovye-akty/15348/30.12.2022/

2. Мұхаметжанова Ж.С., Нұрмағамбетова А.З., Әлиева Б.М. Корпоративтік қаржы: оқу құралы [Корпоративные финансы: учебное пособие]. – Алматы: Қазақ университеті, 2021. – 275 с.

3. Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. – 13th ed. – New York: McGraw-Hill Education, 2020.

4. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. – 7th ed. – Hoboken: Wiley, 2020.

5. Азретбергенова Г.Ж. Взаимосвязь между ценами акций и валютным курсом в Казахстане // Экономика: стратегия и практика. – 2022. – Т. 17, № 2. – С. 206–216.

6. Бекпаева Ж.А., Никифорова Н.В., Карлик М.А. Основные тенденции развития корпоративного управления с позиции отечественного и зарубежного опыта // Экономика: стратегия и практика. – 2022. – Т. 17, № 2. – С. 246–257.

7. Тлеппаев А., Ажибаева А., Омаров Д.Т. Оценка корпоративного управления авиационной компании для стратегического развития // Статистика, учёт и аудит. – 2023. – № 4(91). – С. 46–53.

8. Жусупова Э.Е., Ыдырыс С.С., Маханбетова У., Таяуова Г., Пирманова Ж. Взаимосвязь между максимальной ценой и объёмом торгов в индексах акций энергетических и нефтяных

компаний Казахстана // International Journal of Energy Economics and Policy. – 2023. – Vol. 13, № 3. – P. 28–35. – DOI: 10.32479/ijeep.14189.

9. Маширова Т., Тастанбекова К., Нургабылов М., Лухманова Г., Мырзабеккызы К. Анализ взаимосвязи между максимальной ценой и объёмом торгов акциями энергетических компаний Казахстана методом частотной причинности // International Journal of Energy Economics and Policy. – 2023. – Vol. 13, № 4. – P. 22–27.

10. Баймухамедова А., Абдикадырова Г., Баймагамбетова Л., Мустафина А., Эрол С., Баймухамедова Г. Характеристики фирмы, стоимость собственного капитала и раскрытие финансовой информации: эмпирическое исследование листинговых компаний Казахстана // Материалы 6-й международной конференции по исследованиям в области менеджмента, бизнеса и финансов. – 2023. – DOI: 10.33422/6th.icmbf.2023.06.104.

11. Уралова А., Шакиликова Г., Естурлиева А., Сырлыбаева Н., Аманиязова Г. ESG-подход к финансовой устойчивости нефтегазовых компаний Казахстана // Eurasian Journal of Economic and Business Studies. – 2025. – Vol. 69, № 3. – P. 95–109. – DOI: 10.47703/ejebs.v69i3.555.

12. АО «Самрук-Казына». Курс на системные реформы: годовой отчёт АО «Самрук-Казына» за 2022 год [Электронный ресурс]. – 2023. – URL: https://sk.kz/investors/AR-2023_SC/download/Samruk-Kazyna_AR-2022_KZ.pdf

13. АО «Казахтелеком». Гигабитное поколение: интегрированный годовой отчёт за 2022 год [Электронный ресурс]. – 2023. – URL: https://ar2022.telecom.kz/kk

14. АО «НАК «Казатомпром». Дивиденды [Электронный ресурс]. – 2026. – URL: https://www.kazatomprom.kz/ru/investors/devidenti (дата обращения: 16.11.2026).