

УДК 658
П 18УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА НА ОСНОВІ ОЦІНОЧНИХ
ПАРАМЕТРІВ ДИВІДЕНДНОГО ПОТЕНЦІАЛУВ. Н. Парсяк, д-р екон. наук, проф.¹;
О. В. Горянська, канд. екон. наук, доц.²¹Національний університет кораблебудування, м. Николаїв
²Академія митної служби України, м. Дніпропетровськ

Анотація. Запропоновано модель узагальнюючого показника, що інтегрує фактори формування та обмеження дивідендного потенціалу акціонерного товариства, а також механізм управління дивідендним потенціалом як метод управління вартістю підприємства.

Ключові слова: вартість підприємства, дивідендний потенціал, додана вартість, інвестиційні потреби, управління вартістю, оцінка вартості.

Аннотация. Предложена модель обобщающего показателя, интегрирующего факторы формирования и ограничения дивидендного потенциала акционерного общества, а также механизм управления дивидендным потенциалом в качестве метода управления стоимостью предприятия.

Ключевые слова: стоимость предприятия, дивидендный потенциал, добавленная стоимость, инвестиционные потребности, управление стоимостью, оценка стоимости.

Abstract. The model of the summarized indicator which integrates the formation and restriction factors of the dividend potential of the joint-stock company is proposed. Also, the management mechanism of the dividend potential is proposed as the method of enterprise value management.

Keywords: value of enterprise, dividend potential, value added, investment necessities, cost management, valuation of cost.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Багато хто ще пам'ятає часи, коли предметом особливої гордості менеджменту, джерелом натхнення учасників урочистих зборів трудових колективів з нагоди професійних свят були знову введені виробничі потужності, кількість персоналу, зайнятого на основних та допоміжних виробництвах, обсяги «освоєних капіталовкладень». Розбудова економіки нашої країни на ринкових засадах поступово привела до кардинальної зміни уявлень власників, комерційних банків, ділових партнерів, громадськості про критерії ефективності господарської діяльності. Спочатку акцент змістився на обсяги продажів та отриманий прибуток, але з часом з'ясувалося, що вони – не головне¹. Нова генерація вітчизняних капіталістів відкрила для себе оригінальнішу «втіху» – капіталізацію, ринкову вартість підприємства, що матеріалізувало у визначених межах виробничий та інтелектуальний капітал започаткованої справи.

Згодом дійшли розуміння, що досягти бажаного можливо через упровадження керівної ідеї управління бізнесом, яка б відповідала окресленій меті. У закордонних теоретиків вона отримала назву «концепції управління вартістю» (*VBM* – value based management). Але тут виявився брак не лише методик та технологій, прилаштованих до практичного застосування. З'ясувалися прогалини й у методології. А це вже безпосереднє і до того ж першочергове соціальне замовлення для науки. Зволікати з його виконанням означає:

не виправдовувати нагальних сподівань суспільства, зачарованого обіцянками невідкладного покращення якості життя «вже сьогодні»;

залишити менеджмент підприємств без інструментів виявлення й вимірювання відповідних оціночних параметрів;

позбавити вітчизняних товаровиробників запровадження (на підґрунті результатів діагностики цих параметрів) заходів з посилення конкурентних позицій у системі фінансово-інвестиційних координат, де вони перебувають.

¹Чи може бути інакше, якщо згідно із звітами Державної служби статистики України за дев'ять місяців 2013 р. 40,2 % великих та середніх підприємств країни були збитковими?

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Маємо визнати, що наші колеги – Дж. Бейлі, А. Дамодаран, М. Десмонд, Д. Грифіт, Р. Келлі, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Майерс, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж. Муррін, А. Раппапорт та інші – з закордонних наукових центрів зробили чималий внесок у поглиблення теорії формування цільових установок та індикаторів, управління бізнес-портфелем, вимірювання ефективності функціонування корпорацій та роботи залученого до них персоналу; у розробку організаційних структур, окреслення чинників, які прямо чи опосередковано впливають на створення вартості.

На особливу увагу заслуговує підхід до оцінки вартості підприємства на основі системи диференційованих показників [9]. У його підґрунтя закладено модель економічного прибутку в коротко- та довгостроковій перспективі. Як наслідок, установлюємо зв'язки між стратегією розвитку компанії й цілями, орієнтованими на вартість, визначаємо провідного «носія» вартості. Хоча недоліками цієї концепції є подекуди помилкові результати оцінки через відстороненість від даних зовнішнього обліку, а також ризик надмірного захоплення менеджменту короткостроковими прибутками.

Концепція Ж.М. Стерна і Дж.Б. Стюарта акцентована на максимізації ринкової доданої вартості (*EVA*), а як критерій успішної діяльності пропонується показник економічної доданої вартості (*MVA*). За переконанням авторів, вони стають у нагоді при плануванні (особливо при застосуванні технології бюджетування), а також опрацюванні відповідних систем оплати праці керівників.

Для оцінки результатів господарювання Т.Г. Левіс [8] застосовує показник вартості власного акціонерного капіталу, прибутковості акцій і грошової рентабельності інвестицій (*CFROI*), що дозволяє запобігати бухгалтерським маніпуляціям, а також нівелює вплив інфляції. Але *CFROI* розраховується за даними останніх фінансових звітів, що, природно, спотворює бачення перспектив підприємства.

У концепції, авторство якої належить А. Раппапорту, провідною метою компанії є максимізація доходу власників у формі зростаючих дивідендних виплат і курсової вартості цінних паперів. Однак навмисно спрощена процедура оцінки вартості, а також виключення з розрахунку витрат на залучення капіталу знижують її прагматичну привабливість.

Результати аналізу цих та багатьох інших публікацій, частина з яких вийшла з-під пера наших співвітчизників (А.Г. Грязноваї, М.А. Федотової [4], В.С. Єфремова [5], В.Н. Лівшица [6], Т.В. Момот [3]), переконливо доводять:

накопичений переважно за кордоном досвід та його узагальнення далеко не завжди можуть бути застосовані в сучасних українських реаліях;

усе ще немає беззастережно прийнятної на всі випадки концепції управління вартістю підприємства. І це вкотре свідчить про необхідність розробки системи показників та оціночних параметрів, які б допомогли отаксувати абсолютні значення та динаміку зростання вартості бізнесу хоча б у найближчому майбутньому.

МЕТА СТАТТІ. Викласти власні погляди з приводу управління вартістю підприємства, зосередивши увагу на оціночних параметрах дивідендного потенціалу (ДП), стало метою, якої прагнули дістати автори цієї статті. Наголос саме на ДП не був випадковим, і ось з якої причини: як правило (особливо в нестабільних економіках), акціонери розглядають щорічні дивідендні виплати як один з різновидів реального доходу. До того ж наближеного до них у часі та менш ризикованого в порівнянні зі складно передбачуваним підвищенням ринкової вартості акцій.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Значимість концепції управління вартістю особливо зросла в часи фінансової кризи. Разом із складними проблемами, пов'язаними з подоланням її негативних наслідків, менеджмент, як ніколи раніше, напевне, відчув потребу в нових орієнтирах розвитку підприємств, доручених йому власниками. Вони все наполегливіше стверджували: оцінка бізнес-стратегії має відбуватися виключно за економічними результатами, прийнятними для акціонерів. Зокрема, за розміром дивідендів і підвищенням ціни акцій компанії на організованому вторинному ринку цінних паперів.

Відтак знадобилася система оцінки та інструментів впливу на вартість компанії, яка б задовольняла потреби реальних та потенційних інвесторів у надійній, своєчасній та достовірній інформації для прогнозу відповідних перспектив, а також створювала критеріальну базу суджень про доцільність рішень органів корпоративного управління. Рухаючись до розв'язання цієї задачі, пропонуємо в подальшому визначати дивідендний потенціал акціонерного товариства як здатність останнього використовувати наявні ресурси для створення доданої вартості в розмірі, необхідному для задоволення інтересів усіх зацікавлених сторін: власників, працівників, кредиторів, держави [2]. Справедливість цієї дефініції підтверджується фактичним розподілом доданої вартості, створеної в результаті виробничо-маркетингової діяльності, на чистий прибуток, заробітну плату, відрахування на соціальні потреби, відсотки за отриманими кредитами, податки.

Показники для оцінки ДП підприємства мають характеризувати внутрішні фактори, які впливають на процеси формування дивідендного потенціалу та його обмеження. Так, запропоновані нами чинники – показник групи дивідендного потенціалу (ГДП), запас дивідендного потенціалу (ЗДП) та питома

додана вартість ($\Pi_{дв}$) – за своїм змістом відображають прямий вплив на формування ДП. Чим більша їхня величина, тим вищий рівень дивідендного потенціалу. У свою чергу, розроблені авторами показ-

ники реалізованості інвестицій (PI) та реалізованості оборотних інвестицій (POI) при зростанні їх значень обмежують дивідендний потенціал акціонерного товариства (рис. 1).



Рис. 1. Показники впливу факторів на ДП акціонерного товариства

Як випливає з наведеної схеми, до показників, що характеризують вплив відповідних факторів на формування дивідендного потенціалу, належать:

1. *Група дивідендного потенціалу.* У залежності від фінансового результату підприємств, який виражається у різниці між створеною ($C_{дв}$) та розподіленою

($P_{дв}$) доданою вартістю², акціонерні товариства для подальшого аналізу поділяють на групи прибуткових ($P_{дв} = C_{дв}$) і збиткових (за умови $P_{дв} > C_{дв}$). Серед збиткових підприємств створена додана вартість може набувати як додатних, так і від’ємних значень. За цією ознакою продовжимо їхню диференціацію (табл. 1).

Таблиця 1. Формування груп підприємств за ознакою співвідношення обсягу розподіленої та створеної доданої вартості

ГДП	Ознака	Характеристика
1	$C_{дв} < P_{дв}$ $C_{дв} < 0$	Підприємства не створюють додану вартість. Доходів не вистачає не лише на покриття витрат за рахунок створеної доданої вартості, а й для відшкодування витратків проміжного споживання
2	$C_{дв} < P_{дв}$ $C_{дв} > 0$	Збиток ($P_{дв} - C_{дв}$) не дозволяє відшкодувати всі витрати підприємства
3	$P_{дв} = C_{дв}$ $C_{дв} > 0$	Підприємства покривають усі витрати та отримують прибуток

2. *Запас дивідендного потенціалу.* Для об’єктивної оцінки отриманих фінансових результатів АТ та виявлення ступеня їх відхилення від очікуваних обчислюють показник еталонної доданої вартості ($E_{дв}$). Він віддзеркалює величину ДВ, яку має створити підприємство, з огляду на його ресурсний потенціал та чинні виробничі потужності, аби досягти найкращого результату в галузі [2]. Порівняння створеної та еталонної доданої вартості засвідчує: а) наскільки підприємство покриває всі заплановані витрати; б) чи має воно можливість для виплати акціонерам очікуваних дивідендів.

Дистанцію, яка розділяє фактично створену додану вартість від її еталонного рівня, вимірює запас дивідендного потенціалу:

$$ЗДП = \frac{C_{дв} - E_{дв}}{C_{дв}} \cdot 100.$$

Очевидно, що величина ЗДП, виражена у відсотках (від $C_{дв}$), дає підстави зрозуміти: чи достатньо

створеної доданої вартості для формування дивідендного потенціалу.

3. *Питома додана вартість* обчислюється як відношення створеної підприємством доданої вартості до виручки від реалізації:

$$\Pi_{дв} = C_{дв}/V.$$

Привабливість даного показника для оцінки сформованого дивідендного потенціалу полягає у тому, що він, по-перше, враховує додану вартість, створену в акціонерному товаристві й призначену для розподілу, та, по-друге, визначає частку доданої вартості в загальній вартості створеного продукту. Динаміка $\Pi_{дв}$ ($\Delta\Pi_{дв}$) характеризується відносним відхиленням його значень за період, який піддано аналізу ($\Pi_{дв}^t$), від тих, які він набув у попередній період ($\Pi_{дв}^{t-1}$):

$$\Delta\Pi_{дв} = \left(\frac{\Pi_{дв}^t}{\Pi_{дв}^{t-1}} - 1 \right) \cdot 100\%.$$

²Методику розрахунку та аналізу доданої вартості детально викладено в роботах О.М. Вакульчик [1].

Зазначимо, що крім факторів, які сприяють формуванню дивідендного потенціалу, є й такі, що чинять на нього обмежуючий вплив: потреби підприємства у поповненні власних необоротних та оборотних активів.

4. *Коефіцієнт реалізованості інвестицій в основні фонди.* Обраховується як співвідношення інвестиційних потреб (I_n) підприємства до його реальних можливостей, які вимірюються обсягом власних інвестиційних коштів (ВІК) – суми фінансового результату діяльності підприємства та амортизаційних відрахувань:

$$PI = \frac{I_n}{ВІК}$$

Не є таємницею, що вітчизняні підприємства гостро потребують оновлення основних засобів і відтак змушені мобілізувати для цього частину або навіть сто відсотків заробленого прибутку. Не дивно, що за таких обставин обсяги коштів, які гіпотетично могли б спрямовуватися на виплату дивідендів, зменшуються, відтермінуючи в часі реалізацію дивідендного потенціалу³.

5. *Коефіцієнт реалізованості оборотних інвестицій* визначає співвідношення потреби в оборотних інвестиціях (ΔOI) та внутрішніх можливостей підприємства щодо їх задоволення:

$$ROI = \frac{\Delta OI}{ВІК} = \frac{В \cdot \frac{(1+CP)}{ЧОІ}}{ВІК} = \frac{В \cdot \left(\frac{1 + \frac{PI_{нер}}{ВК}}{OI/B} \right)}{ВІК}$$

де ЧОІ – частка оборотних інвестицій, розраховується як відношення власних оборотних коштів (ОІ) до виручки (В); СР – показник стійкого зростання вируч-

ки – відношення нерозподіленого прибутку ($PI_{нер}$) до власного капіталу (ВК).

Показник ROI охоплює вплив різноспрямованих факторів на дивідендний потенціал. Його збільшення свідчить про потенційну здатність підприємства нарощувати виручку та, як наслідок, обсяг доданої вартості. Водночас збільшення частки оборотних інвестицій вилучає кошти, які могли б використати для виплати дивідендів.

Нарешті, визначення інтегрального показника дивідендного потенціалу (ІДП) акціонерного товариства базується на агрегації попередніх п'яти показників:

$$ІДП = \sum_{i=1}^5 T_g$$

де T_g – кількість балів, яка відповідає значенням елементу g інтегрального показника дивідендного потенціалу; i – кількість елементів ІДП ($i = 5$).

Час від часу у власників та менеджменту виникає потреба порівнювати власні здобутки щодо підвищення ринкової вартості підприємства з його конкурентами. Для розв'язання цієї самостійної наукової задачі запропоновано рейтинговий метод, який ґрунтується на застосуванні шкали вимірювання з діапазоном від -5 до +5 балів та з додатковими крайніми значеннями -10 або +10 за наявності екстремально негативних або позитивних значень, відповідно. Як наслідок, ті з них, що відрізняються найкращими показниками, матимуть максимальну бальну оцінку, усі інші (за кризовий стан корпоративної економіки) – порівняно нижчу. Робочим інструментом методу є карта обрахунку, приклад якої наведено в табл. 2.

Таблиця 2. **Обрахунок інтегрального показника дивідендного потенціалу підприємства**

Найменування та організаційно-правова форма	Значення/ бали	g_1	g_2	g_3	g_4	g_5	ІДП
		ГДП	ЗДП	$\Delta P_{дв}$	PI	ROI	
Промисловість будівельних матеріалів							
ПАТ «Заваллівський графітовий комбінат»	Значення	2	-151	-8	-84,3	-1,6	-26
	Бали	0	-5	-1	-10	-10	
ПАТ «Хмельницькзалізобетон»	Значення	3	-37	4	3,2	0,3	11
	Бали	10	-2	1	-2	4	
ПАТ «Калинівський завод «Будперліт»	Значення	2	-186	3	33	0,8	-8
	Бали	0	-5	1	-5	1	
ПАТ «Завод нерудних металів «Нерудпром»	Значення	1	5085	-119	-16,6	-0,04	-50
	Бали	-10	-10	-10	-10	-10	
ПАТ «Роздільський цегельний завод»	Значення	3	-10	-9	7,9	0,2	9
	Бали	10	-1	-1	-4	5	
ПАТ «Кальчинський кар'єр»	Значення	3	-3	-210	9,7	0,3	-2
	Бали	10	-1	-10	-5	4	
ПАТ «Красногорівський вогнетривкий завод»	Значення	2	-124	7	-5,2	-2,6	-24
	Бали	0	-5	1	-10	-10	

³Цей висновок підтверджує Національний інститут стратегічних досліджень України, за інформацією якого впродовж останніх років динамічно відбувалось техніко-технологічне переоснащення у добувній, металургійній, харчовій промисловості та виробництві неметалевої мінеральної продукції, де стан основних засобів відносно покращився. Особливо на тлі машинобудування, де ступінь зношеності основних засобів сягнув 83,4 % [7, с. 5–6].

Продовж. табл. 2

Найменування та організаційно-правова форма	Значення/ бали	g_1	g_2	g_3	g_4	g_5	ІДП
		ГДП	ЗДП	$\Delta П_{дв}$	PI	ROI	
Чорна металургія							
ПАТ «Донецький металургійний завод»	Значення	3	21	-36	2,6	0,3	14
	Бали	10	3	-2	-1	4	
ПАТ «Комсомольське рудоуправління»	Значення	2	-316	25	-35,8	-0,3	-22
	Бали	0	-5	3	-10	-10	
ПАТ «Дніпропетровський металургійний завод ім. Комінтерну»	Значення	2	-75	-12	-5,4	-3,7	-25
	Бали	0	-4	-1	-10	-10	
ПАТ «Нікопольський південнотрубний завод»	Значення	1	369	-1539	-6,2	-0,6	-50
	Бали	-10	-10	-10	-10	-10	
ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»	Значення	3	-28	-21	18,6	0,3	5
	Бали	10	-2	-2	-5	4	

Пілотне випробування викладеного вище підходу на підприємствах металургійного комплексу України засвідчило:

відомості, які містить карта обрахунку, забезпечують зацікавленого користувача корисною інформацією і до того ж у наочній формі, зручній для подальшого застосування. Зокрема, інвестори здатні обрати найпривабливіший об'єкт вкладання тимчасово вільних коштів, розраховуючи, небезпідставно, на відповідний економічний ефект;

аналіз кожного елемента інтегрального показника як самостійного джерела інформації виявляє сильні (слабкі) сторони діяльності підприємства, створюючи в такий спосіб підґрунтя для опрацювання управлінських впливів, адекватних поточному перебігу подій. Процедура прийняття відповідних рішень знайшла відображення на рис. 2.

З наведеної схеми випливає, що перші три складові інтегрального показника (ГДП, ЗДП та $\Delta П_{дв}$) характеризують вплив факторів, які сприяють

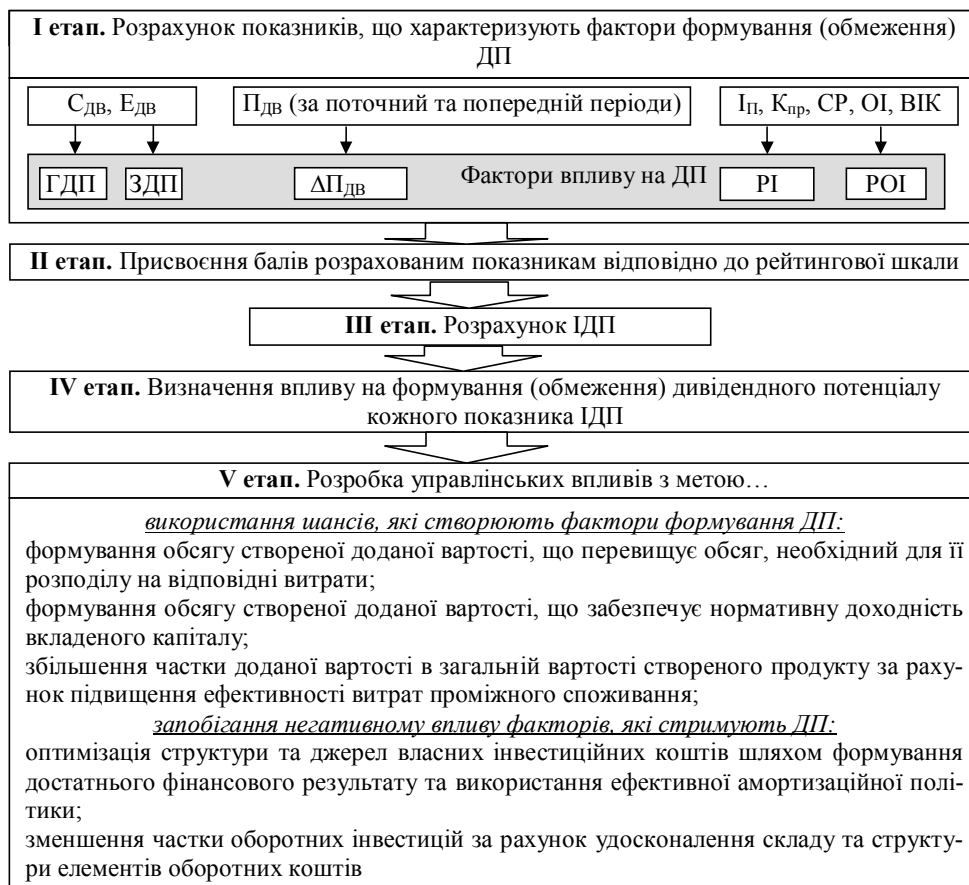


Рис. 2. Послідовність етапів управління ДП підприємства

формуванню дивідендного потенціалу підприємства. Їх реалізованість досягається в наступні способи: а) через нарощування обсягу виручки від продажів; б) завдяки оптимізації структури доходу; в) комбінацією перших двох. У свою чергу, показники PI та ROI відбивають інвестиційні амбіції продуцента, які, природно, обмежують реалізацію дивідендного потенціалу. Воно й не дивно: реінвестиції – це майже завжди автоматичне нехтування корпоративним правом акціонерів на отримання частки чистого прибутку, яка мала б їм належати.

Звертає на себе увагу, що розмір ендogenous інвестиційного ресурсу залежить не лише від фінансових результатів господарської діяльності. На нього суттєво впливає й метод нарахування амортизації, обраний топ-менеджментом. Отже, коли прогнози щодо майбутнього не виглядають занадто оптимістичними, для раціонального управління значеннями показників PI та ROI (інакше кажучи, подолання дефіциту власних інвестиційних коштів) потрібно зробити вибір на користь найбільш ефективної амортизаційної політики.

ВИСНОВКИ

1. Дивідендний потенціал підприємства є однією з основних характеристик бізнесу і, відповідно, го-

ловним чинником безпосереднього впливу на вартість підприємства. Механізм управління вартістю підприємства на основі оціночних параметрів дивідендного потенціалу може слугувати корисним інструментом удосконалення якості та ефективності менеджменту.

2. Виявляється, що управління підприємством на підґрунті вартісного підходу є процесом, у межах якого побудова стратегічних та операційних рішень має відбуватись завдяки концентрації зусиль на ключових джерелах створення вартості, а відповідні бізнес-стратегії – оцінюватися за економічними наслідками для акціонерів, зокрема за розміром дивідендів та підвищенням ринкової ціни акцій компанії.

3. Вважаємо, що крім визначених напрямів управління дивідендним потенціалом акціонерного товариства ключовим завданням, яке постає перед менеджментом, є:

виокремлення центрів відповідальності за витрати проміжного споживання та витрати, що покриваються завдяки доданій вартості;

визначення центру відповідальності за нарощування виручки, яка є визначальним джерелом покриття операційних витрат і формування економічних результатів – прибутку і доданої вартості.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- [1] Вакульчик, О. М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект [Текст] : монографія / О. М. Вакульчик. – Д. : Пороги, 2003. – 256 с.
- [2] Вакульчик, О. Модель оцінки дивідендного потенціалу акціонерного товариства на основі інтегрального показника [Текст] / О. Вакульчик, О. Козлова // Економіст. – 2010. – № 10. – С. 32–35.
- [3] Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями: стратегія отримання комбінаторних переваг [Текст] : монографія / Т. В. Момот, М. В. Кадничанський, О. А. Лобанов, Н. В. Рудь. – Х. : Фактор, 2010. – 220 с.
- [4] Грязнова, А. Г. Оценка бизнеса [Текст] / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, С. А. Ленская. – М. : Финансы и статистика, 2007. – 736 с.
- [5] Ефремов, В. С. Стратегия бизнеса: концепции и методы планирования [Текст] : учеб. пособие / В. С. Ефремов. – М. : Финпресс, 1998. – 192 с.
- [6] О методологии оценки эффективности реальных инвестиционных проектов [Текст] / В. Лившиц, П. Виленский, С. Смоляк, А. Шахназаров // Российский экономический журнал. – 2006. – № 9–10. – С. 67–78.
- [7] Пріоритети інвестиційної політики у контексті модернізації економіки України [Текст]. – К. : НІСД, 2013. – 48 с.
- [8] Lewis, T. Steigerung des Unternehmenswertes: Total-value-Management [Text] / T. Lewis // Verlag Moderne Industrie, Landsberg/Lech. – 1995.
- [9] Stewart, G. B. The Quest for Value [Text] / G. B. Stewart // Harper Business. – 1991. – № 4.

© В. Н. Парсяк, О. В. Горянська

Надійшла до редколегії 21.05.13

Статтю рекомендує до друку член редколегії ЗНП НУК
д-р екон. наук, проф. І. О. Іртішева