

Оказание содействия потребителю может быть реализовано предприятием за счет собственных ресурсов (информация, знания и т.д.), а также за счет ресурсов, привлеченных у тех субъектов рынка, с которыми у предприятия установлены долговременные отношения (банки, лизинговые дома, страховые компании, коммерческие организации).

В механизме отношения с конкретным потребителем должны формироваться представителем предприятия со специфическими, профессиональными качествами – руководителем продаж.

Для работы механизма предприятие должно обеспечить массовость взаимодействий с потребителями. Данное требование позволит обеспечить непрерывность функционирования механизма.

Приведенные положения концепции, исходные посылки, а также требования к моделированию механизмов взаимодействия предприятия и потребителя образуют целостную, непротиворечивую систему, на основе которой предприятие сможет создавать механизмы взаимодействия с потребителями, отличающиеся высокой эффективностью функционирования.

1. Алешина И.В. *Поведение потребителей: Учеб. пос. для вузов.* – М., 1999. 2. Энджел Д.Ф., Блекуэлл Р.Д., Миниард П.У. *Поведение потребителей.* – СПб., 1999. 3. Пономаренко В.С., Пушкарь А.И. *Методы и модели финансового обеспечения развития предприятий.* – Харьков, 1997. 4. Морозов М.А., Пушкарь А.И., Тридед А.Н. *Стратегия и тактика продвижения товара на рынок.* – Харьков, 1998.

УДК 338.96

О.В. Гладунов

Рівненський інститут слов'язнознавства

## **ЕКОНОМІЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ СТАВКИ ЯК СКЛАДОВОЇ КОМПОНЕНТИ КОРПОРАТИВНОЇ СТРАТЕГІЇ**

**Запропоновано методикку розрахунку дивідендної ставки, яка дає змогу узгодити економічні інтереси ключових учасників корпоративного управління і є одним із засобів формування та реалізації стратегічного плану**

**The technique of account of the rate of the dividend is offered which allows to coordinate economic interests of the key participants of corporate management and it is one of means of formation and realization of the strategic plan**

© Гладунов О.В., 2003

Розробка довготермінової корпоративної стратегії є обов'язковим компонентом під час реалізації функції планування у корпоративному менеджменті. Проте під час стратегічного планування увага менеджерів зосереджується, передусім, на формулюванні місії корпорації, визначенні корпоративних цілей, аналізі ринку, прогнозуванні обсягів реалізації та фінансових показників тощо. Розподіл річного прибутку, як правило, залишається за межами стратегічного плану і визначається як поточне тактичне завдання.

Застосування як одного з параметрів стратегічного плану показників, що характеризують розмір виплачуваних дивідендів, може стати основою стабільної дивідендної політики, визначеної у такий спосіб, щоб акціонери могли з високою вірогідністю прогнозувати розмір очікуваних доходів.

Для визначення ефективної дивідендної політики необхідно сформулювати модель, котра узгоджує сподівання акціонерів щодо дохідності акцій з корпоративними цілями. Цілі визначаються органами управління корпорацією, проте вони істотно залежать від мотивації менеджерів, котрі реалізують стратегію і відіграють вирішальну роль у її формуванні.

Як доводять західні дослідники [2,3,4], одним із фундаментальних показників, що, з одного боку, характеризує корпоративну діяльність, а з іншого – є вмотивованим для менеджерів критерієм максимізації, вважається капіталізація акцій корпорації (капіталізація корпорації), котра являє собою сумарну ринкову вартість акцій корпорації. Капіталізація акцій корпорації визначається за формулою:

$$C = Nw_r, \quad (1)$$

де  $C$  – обсяг капіталізації акцій;  $N$  – кількість емітованих акцій;  $w_r$  – ринкова вартість акції.

Припускаємо, що значення обсягу капіталізації, обчислене за (1), відповідає ринковій вартості корпорації. Загалом у теорії та практиці оцінки вартості бізнесу [5] ринковою вартістю корпорації вважається сума угоди купівлі – продажу корпорації. Ринкова вартість корпорації відображає цінність корпорації на момент укладення угоди. Відповідно, ринковою вартістю акції є її ціна при реалізації угоди купівлі – продажу пакета акцій. Відмінність між номінальною та ринковою вартістю акцій та між ринковими вартостями акції в різні моменти часу може спричинятись різними групами факторів – глобальними, політичними, макроекономічними, галузевими, регіональними та власне корпоративними. Всі наведені вище групи чинників, крім корпоративних, знаходяться поза можливостями впливу керівництва корпорації (або можливості легальних інструментів впливу, зокрема, лобювання, є обмеженими). Отже, співвідношення між ринковою та номінальною вартостями акцій можна описати залежністю:

$$w_r = k_m w_n, \quad (2)$$

де  $w_r$  – ринкова вартість акції;  $k_m$  – коефіцієнт, що комплексно враховує якість управління підприємством, коефіцієнт корпоративного менеджменту;  $w_n$  – номінальна вартість акції.

Вважатимемо, що при первинному розміщенні акцій, коли акціонери обмінюють свої грошові кошти або майно на акції за їх номінальною вартістю, вони достатньо проінформовані про дію глобальних, політичних та інших неконтрольованих факторів впливу на вартість акцій. Їх поінформованість та досвід дає їм змогу припустити, що неконтрольовані фактори не впливають на вартість акції (точніше, при формуванні номінальної вартості акції неконтрольовані фактори враховані), і дія неконтрольованих факторів протягом певного періоду буде незмінною, тобто вважаємо, що  $k_z = \text{const} = 1$ .

Тоді вираз (2) набере вигляд:

$$w_r = k_m w_n. \quad (3)$$

Оскільки на практиці в кожен конкретний момент, як правило, відомі, ринкова та номінальна вартість акції, то можна визначити коефіцієнт корпоративного менеджменту:

$$k_m = w_r / w_n. \quad (4)$$

Розраховувати або застосовувати коефіцієнт корпоративного менеджменту можна лише в періоди, коли корпорація не здійснює з акціями так званих корпоративних операцій (дроблення, деномінація тощо).

Ринкову вартість акції з погляду акціонера можна розрахувати на підставі його очікувань, котрі передбачають можливість отримання дивідендів на акцію протягом  $T$  років, а потім – продаж акції за ринковою ціною, що склалася у  $(T+1)$ -му році. Вважатимемо, що в момент оцінки вартості належної йому акції у рік  $t = 1$  акціонер передбачає одержати дивіденди за попередній рік  $D_0$ , а у  $(T+1)$ -му році він планує отримати дивіденди за результатами року  $T$ . Застосовуючи методику дисконтування різночасових грошових потоків, одержимо:

$$w_T = D_0 + \sum_{t=1}^T D_t / (1+i)^t + w_{T(T+1)} / (1+i)^{(T+1)}, \quad (5)$$

де  $w_T$  – ринкова вартість акції в період оцінювання (рік оцінювання акції  $t = 1$ );  $D_t$  – розмір дивідендів, отриманих у рік  $t$ ;  $D_0$  – розмір дивідендів, виплачених внаслідок діяльності корпорації за рік, що передує року оцінювання (одержаних акціонером у році  $t = 1$ );  $i$  – ставка дисконтування;  $w_{T(T+1)}$  – ринкова вартість акції у  $(T + 1)$  рік;  $T$  – період, протягом якого акціонер планує володіти акціями корпорації.

Одним з широко застосовуваних методів визначення ставки дисконтування є метод кумулятивної побудови [7]. Як правило, конкретна величина премії за кожний з видів ризику (за винятком ризику країни) визначається експертно в ймовірному інтервалі від 0 до 5 %. Загалом метод кумулятивної побудови ставки дисконтування має вигляд :

$$i = i_{BR} + i_{RC} + i_{MEN} + i_{TGD} + i_{FR}, \quad (6)$$

де  $i_{BR}$  – безризикова ставка, що характеризує альтернативні вкладення капіталу;  $i_{RC}$  – премія за ризик, що характеризує ризикованість інвестицій в певну країну;  $i_{MEN}$  – премія за ризик, що характеризує залежність ефективності діяльності корпорації від конкретних персоналій керівників;  $i_{TGD}$  – премія за ризик, що характеризує товарну, географічну та іншу диверсифікованість діяльності корпорації;  $i_{FR}$  – премія за ризик, що визначається фінансовими результатами корпорації.

Розглянемо типову ситуацію, коли вітчизняний інвестор планує здійснювати інвестиції виключно в Україні. У такому разі втрачає зміст аналіз ризикованості вкладень в країні, тобто  $i_{RC} = 0$ . На відміну від зарубіжної, для вітчизняної практики характерна відсутність безризикових інструментів на українському фінансовому ринку.

Пропонується при визначенні ставки дисконтування кумулятивним методом для інвестування в Україні, замість безризикової ставки, використовувати середній очікуваний річний приріст інфляції на період прогнозування. Економічний зміст такої підстановки означає, що найменш допустимою відсотковою ставкою за користування капіталом є така, котра забезпечує просте відтворення капіталу із урахуванням інфляції. Премії за ризик, що характеризують залежність ефективності діяльності корпорації від конкретних персоналій керівників, від диверсифікованості діяльності та від фінансових результатів залежать, загалом, від якості управління корпорацією, тому можуть бути об'єднані в один показник – премію за ризик корпоративного менеджменту або премію за корпоративний ризик,  $i_C$ .

З урахуванням вищенаведеного (6) матиме вигляд :

$$i = i_{INF}^T + i_C, \quad (7)$$

де  $i_{INF}^T$  – середній очікуваний річний приріст інфляції на період прогнозування  $T$ ;  $i_C$  – премія за корпоративний ризик.

Очевидно, що премія за корпоративний ризик  $i_C$  та коефіцієнт корпоративного менеджменту  $k_m$  є взаємопов'язаними величинами. Розглянемо параметри їх залежності:

1.  $k_m$  та  $i_C$  є взаємооберненими величинами: чим більшим є коефіцієнт корпоративного менеджменту, тобто чим більше зростає ринкова вартість акції внаслідок ефективного управління, тим меншим є ризик інвестування в корпорацію.

2. Очевидно, що кожному значенню  $k_m$  відповідає лише одне значення  $i_C$ , тобто зв'язок між цими величинами має функціональний характер.

3. При задовільній ефективності корпоративного менеджменту (вважатимемо, що такій якій оцінці відповідає значення  $k_m = 1$ ) кожна із премій за ризик, що становлять премію за корпоративний ризик, приймається в межах 2 – 3 % [7]. Отже, максимальне значення  $i_C$  становитиме не більше ніж 9 %. Приймемо, що  $i_C = 0,1$  (10 %), якщо  $k_m = 1$ .

Усі наведені вище обмеження задовольняє така залежність:

$$i_C = f(k_m) = 0.1 / k_m. \quad (8)$$

Розмір дивідендів  $D_t$ , отриманих акціонером у рік  $t$ , визначається за формулою:

$$D_t = d_t w_n, \quad (9)$$

де  $d_t$  – ставка дивіденду в рік  $t$ ;  $w_n$  – номінальна вартість акції.

Ставка дивіденду може зменшуватись порівняно з попереднім роком внаслідок дії одного або декількох зазначених нижче чинників:

- зміна стратегії корпорації ;
- вплив неконтрольованих факторів .

Оскільки метою цієї моделі є розробка алгоритму для визначення дивідендної політики у межах довгострокової стратегії, причому припускалось, що вплив неконтрольованих факторів незмінний і врахований акціонером при первинному розміщенні акцій, то ні перший, ні другий чинники з перерахованих вище не повинні впливати на зміну дивідендної ставки. Найпростішим частковим випадком дивідендної політики у межах однієї стратегії є політика постійних дивідендів [1], тобто

$$d_t = d_{t-1} = d. \quad (10)$$

На відміну від акціонерів, для менеджера під час оцінки діяльності корпорації, а відтак – і акції, найважливішим є не дивідендний дохід, а інтегральні показники фінансово-господарської діяльності – обсяг реалізації, вартість активів, чиста приведена вартість тощо. Тому для визначення вартості акції з позиції менеджерів можна скористатись методом мультиплікаторів, тобто застосувати коефіцієнти, що зв'язують сумарну вартість акцій (капіталізацію) з показниками фінансово-господарської діяльності корпорації, зокрема – з річним обсягом доходу від реалізації продукції [6]. Мультиплікатори визначаються емпірично з урахуванням галузі та інших специфічних особливостей корпорації. Отже, ринкова капіталізація корпорації у  $(T+1)$ -й рік становитиме

$$C_{T+1} = m_V V_T, \quad (11)$$

де  $m_V$  – мультиплікатор “ринкова капіталізація/виручка від реалізації товарів та послуг”;  $V_T$  – виручка від реалізації товарів та послуг у рік  $T$ .

Враховуючи (1), вартість акції в  $(T+1)$ -й рік становитиме:

$$w_{T(T+1)} = m_V V_T / N, \quad (12)$$

Підставляючи (7), (8), (9), (10), (12) в (5), та враховуючи, що

$$I_{INF}^T = 1 + i_{INF}^T, \quad (13)$$

де  $I_{INF}^T$  – прогнозований середньорічний рівень інфляції за  $T$  років;  $i_{INF}^T$  – прогнозований середньорічний приріст інфляції за  $T$  років, отримаємо:

$$d = \frac{m_v \left( V_0 - \frac{V_T}{\left( I_{INF}^T + 0.1 \frac{w_n}{w_1} \right)^{(T+1)}} \right)}{w_n N \sum_0^T \frac{1}{\left( I_{INF}^T + 0.1 \frac{w_n}{w_1} \right)^t}}, \quad (14)$$

де  $V_0$ ,  $V_T$  – відповідно обсяги виручки від реалізації у роки 0 (що передує моменту розрахунків) та  $T$ ;  $w_1$  – ринкова вартість акції в рік 1 (на момент розрахунків).

Отже, співвідношення (14) дає змогу запланувати у межах стратегічного плану розмір незмінної ставки дивіденду, котра залежить від корпоративних показників на момент розрахунку та показників стратегічного плану.

1. Лігоненко Л.О., Клоченок Л.В., Юрчук Н.В. Дивідендна політика: Навч. посібн. – К., 2000. 2. Лорш Д., Сейлер Д. Правління корпорацій та їхня діяльність. – К., 1996. 3. Лорш Д., Сейлер Д. Правління корпорацій та корпоративна стратегія. – К., 1996. 4. Маср К. Корпоративне управління в ринкових і перехідних економіках. – К., 1996. 5. Стандарт по оценке бизнеса BV5-I. Терминология. Принят Комитетом по оценке бизнеса Американского общества оценщиков, 1988. 6. Сандерс Дж., Сена М. Инвестиции в зарубежные вещательные компании – <http://www.internews.ru>. 7. Шумейко А. Комплексная оценка эффективности инвестиционных проектов (финансовый аспект). Методические рекомендации. – К., 1996.