

УДК 330.342

## ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ В КОНТЕКСТЕ РЕАЛИЗАЦИИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ КОРПОРАЦИИ

КУЖЕЛЕВ Михаил Александрович

кандидат экономических наук, доцент

Целевой функцией в рамках стратегического управления в корпоративной сфере является максимизация прибыли в долгосрочной перспективе, поэтому основным показателем с точки зрения финансов должен быть индикатор, отражающий процесс создания стоимости. На наш взгляд, таким показателем должна выступать экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added, EVA), которая определяется как разница между чистой прибылью и стоимостью использованного для ее получения собственного капитала корпорации [1]. EVA – важнейший индикатор, указывающий на приоритетные направления стратегического управления, однако применение экономической добавленной стоимости в отрыве от других показателей не дает полноценной возможности адекватно оценить сложившуюся ситуацию и принять обоснованное управленческое решение, учитывая различные внешние возмущения и изменения внутренних факторов, что определяет необходимость изучения возможностей интегрированного применения EVA и BSC [2].

Следует отметить, что в украинской экономической науке не уделяется достаточного внимания этим вопро-

сам, что сдерживает развитие экономической системы в целом и формирование эффективных корпоративных отношений в частности. Недостаточная разработанность вопросов комплексной диагностики финансового состояния корпорации определила необходимость проведения исследования в данном направлении.

Вопросы диагностики финансового состояния корпорации рассмотрены в научных трудах отечественных и зарубежных ученых-экономистов: Э. Альтмана, Т. Таффлера, В. Бивера, Ван Хорна, Н. Дмитриевой, Я. Вишнякова, А. Колосова, А. Стоянова, И. Бланка и др.

Целью данной статьи является разработка на основе анализа существующих подходов и методик эффективной модели формирования дивидендной политики корпорации в условиях динамической внешней среды.

Включение EVA в структуру ССП позволяет сосредоточить внимание на степени успешности функционирования корпорации. Стратегический процесс управления, основанный на внедрении ССП, продвигается сверху вниз. На первом этапе на основе видения высшего руководства, отображаемого в интересах акционеров, определяются финансовые цели и ориентиры корпорации (рис. 1).

На втором этапе необходимо определить круг задач идентификации клиентов при разработке мероприятий по улучшению качества и потребительских свойств выпускаемой продукции с точки зрения запросов потребителя. Одновременно с формулировкой перспектив удовлетворения как акционеров, так и потребителей начинается поиск необходимых ресурсов для их достижения. На данном этапе происходит совершенствование бизнес-процессов. Совершенствование внутрихозяйственных процессов в значительной мере зависит от технологий и опыта сотрудников и других факторов, нашедших отображение в проекции «Обучение и развитие».

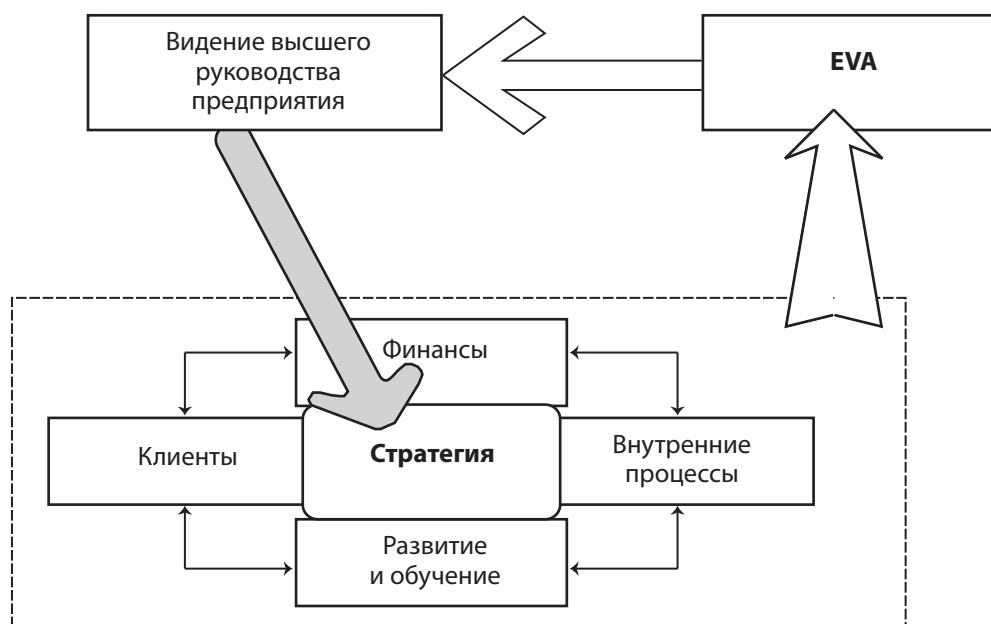


Рис. 1. Общая схема синтеза ССП и EVA

Таким образом, четыре перспективы ССП и показатель эффективности реализации стратегии EVA образуют замкнутый контур с четко определенными связями.

На основе вышеизложенного построим динамическую имитационную подмодель реализации стратегии в корпоративной сфере. Процесс подготовки и принятия стратегических управленческих решений, учитывающих результаты имитационного моделирования, осуществляется с использованием формализуемой и слабоформализуемой информации, а также методов ее систематизации, структурирования, обработки, формирования оптимальных управленческих решений, которые в соответствии с установленными процедурами принятия решений передаются в подсистему принятия стратегических решений.

Вследствие непрерывно возрастающей сложности экономических процессов к управлению предъявляются новые, более высокие требования, поэтому в создавшихся условиях наиболее эффективным направлением в разработке действенных управленческих решений является применение аппарата экономико-математических методов и моделей, реализуемых посредством высокопроизводительных информационных технологий.

Модели дивидендов принято разделять на две группы: моделирование собственно дивидендной политики, то есть от каких факторов она зависит, и моделирования влияния дивидендной политики на стоимость компании.

К первой группе моделей относится, в частности, модель Линтнера [3]. Суть теории Линтнера состоит в том, что у корпораций существует так называемый целевой уровень дивиденда, на величину которого оказывают влияние следующие факторы:

- размер текущей прибыли акционерного общества;
- перспективы развития отрасли и ожидаемый размер прибыли;
- выбранная инвестиционная программа и потребность в ее финансировании;
- потребности в оборотном капитале;
- субъективная оценка менеджментом корпорации значения стабильности курса акций для собственников компании, а значит и рыночной надбавки за стабильность к курсу акций;
- удельный вес дивидендов в прибыли конкурентов, акции которых являются близкими субститутами для данных акций;
- доступ компании к рынкам капиталов;
- политика корпорации в вопросах использования заемных ресурсов и новых эмиссий долевых ценных бумаг.

Т. е. если происходит значительное изменение основного результата деятельности компании и, как следствие, абсолютного целевого размера дивиденда, перед руководством возникает вопрос: как осуществлять корректировку реально выплачиваемых дивидендов в соответствии с целевым уровнем – быстро или медленно.

Линтнер предложил использовать в данном случае простую регрессионную двухфакторную модель, в которой дивиденды текущего периода зависят от величины

дивидендов в предыдущем периоде и размера прибыли в текущем периоде. В результате проведенного им исследования было установлено, что большинство компаний предпочитали медленно корректировать дивиденды, т. к. больше внимания уделяют стабильности их размера и курсу акций на рынке.

Позже были неоднократные попытки уточнить модель Линтнера. В частности, этим занимались Ю. Фама и Х. Бабиак [4], а также Т. Марш и Р. Мертон [5]. Предлагалось ввести в модель новую независимую переменную – цену репрезентативной акции в предыдущем периоде.

Однако предложенная Т. Маршем и Р. Мертоном модель оставляет без внимания решение вопроса о причинной связи, в результате которой возникает корреляция цен долевых ценных бумаг и величины выплачиваемых дивидендов. То есть непонятно: то ли колебания цен определяют колебания дивидендов, то ли дивиденды в итоге выплачиваются на основе рыночной цены акций. Но этот недостаток не мешает получить важный результат – цена репрезентативной акции подвержена большим колебаниям, чем агрегированные дивиденды.

Ко второй группе моделей относятся модели Гордона, Миллера-Модильяни и Миллера - Рока.

Так Миллер и Модильяни показали, что при определенных предпосылках на стоимость компании не влияют ни дивидендная политика, ни структура капитала [6]. По мнению Миллера на стоимость компании влияют [7]:

- 1) Совершенство финансовых рынков;
- 2) Отсутствие транзакционных издержек;
- 3) Отсутствие налогов;
- 4) Рациональность финансовых рынков;
- 5) Отсутствие неопределенности (полная информация);
- 6) Отсутствие агентских издержек.

В свою очередь, Гордон [8] и его сторонники оспаривали это утверждение. Они утверждали, что дивидендная политика корпорации оказывает существенное влияние на стоимость компании. Однако в 1971 году М. Бреннан [9] математическим путем показал, что доводы Гордона строились на формальной ошибке в рассуждениях.

Однако в последнее время тип поведения акционеров существенно изменился – быстрая прибыль является более предпочтительной, чем прибыль в долгосрочном периоде. Это объясняется и высоким темпом биржевой игры (величина прибыли зависит от количества и скорости осуществления биржевых сделок) и предпочтениями инвесторов, которые часто выбирают высокодоходные ценные бумаги, пусть и с большим риском. Это противоречит интересам менеджеров корпораций, которые стремятся направлять прибыль на развитие, что не может принести быстрой отдачи.

В данной работе автором представлена модель, являющаяся обобщением двух указанных направлений.

Реализация предложенной модели выполнена в ПП PowerSim, который является мощным инструментом, позволяющим не только быстро и наглядно строить и анализировать системно-динамические модели, но и демонстрировать в доступной форме результаты моделирования

широкому кругу людей, не обязательно являющихся специалистами в области математического моделирования.

Перечислим предположения, на которых основана данная динамическая имитационная модель: дивиденды растут с ежегодным темпом и зависят от размера дивидендов в прошлом году, а также от величины прибыли в текущем периоде; доходность инвестиций постоянна, доходность инвестиций и доходность акций не зависят от величины реинвестируемой прибыли; финансовый рынок эффективен, совершенен и рационален, неопределенность отсутствует.

Используются следующие обозначения переменных:

$Y$  – прибыль на одну акцию;

$kapitalizaciya$  – капитализация;

$reinvest$  – объем реинвестиций;

$dividendy$  – сумма дивидендов;

$P$  – цена акции корпорации;

$b$  – доля прибыли, которая реинвестируется;

$c$  – скорость корректировки реального дивиденда относительно целевого уровня;

$k$  – требуемая норма доходности акций корпорации;

$r$  – доходность инвестиций.

Представим уравнения функционирования модели.

Цена акции корпорации определяется следующим образом:

$$P = \frac{(1-b)Y}{k-br}$$

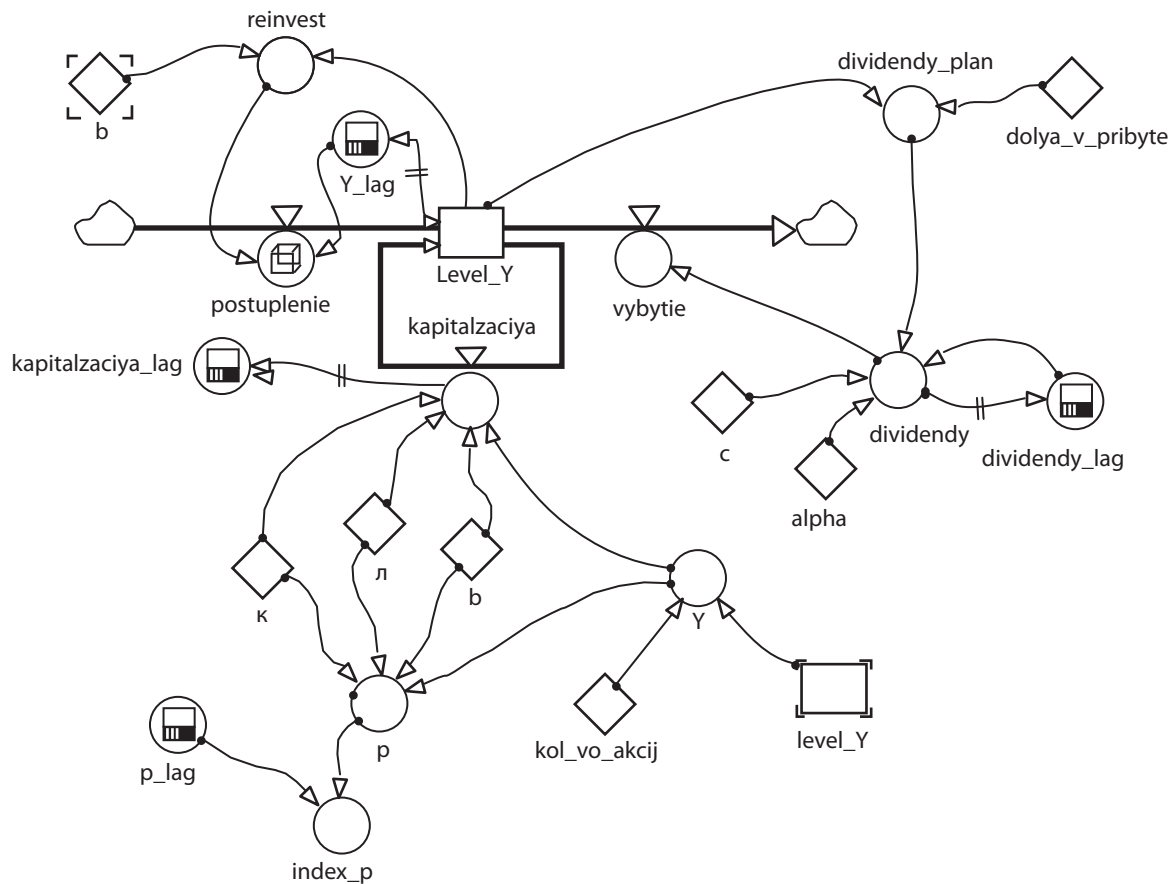


Рис. 2. Представление динамической имитационной модели стоимости корпорации [10]

Капитализация, представляющая собой превращение части прибыли в активы компании, устанавливается так:

$$capitalizaciya = \frac{(k-r)Y}{(k-br)^2}$$

Сумма дивидендов, подлежащих выплате в текущем периоде, рассчитывается согласно регрессионной двухфакторной модели:

$$dividendy = alpha + (dividendy\_plan - dividendy\_lag) * C,$$

где  $dividend\_lag$  – реальные дивиденды в прошлом периоде;

$dividend\_plan$  – целевой размер дивидендов в текущем периоде, определяется как произведение целевой доли дивидендов в чистой прибыли ( $dolya\_v\_pribyle$ ) на чистую прибыль корпорации в текущем периоде ( $Level\_Y$ ):

$$dividendy\_plan = Level\_Y * dolya\_v\_pribyle.$$

Корпорация реинвестирует постоянную долю  $b$  прибыли:

$$reinvest = Level\_Y * b.$$

Прибыль на одну акцию определяется отношением общей прибыли корпорации к количеству акций:

$$Y = \frac{Level\_Y}{kol\_vo\_akcij} \dots$$

Диаграмма имитационной модели показана на рис. 2.

Проведем анализ результатов моделирования. На рис. 3 представлена динамика суммы дивидендных выплат, которая имеет положительную тенденцию.

Несмотря на увеличение суммы дивидендов, стоимость корпорации практически не менялась, что проиллюстрировано на рис. 4. Полученные результаты экспери-

мента подтверждают правоту посылок модели Миллера-Модильяни, то есть дивидендная политика цены акций не меняет.

Рассмотрим влияние некоторых показателей эффективности функционирования корпорации на ее стоимость, а именно прибыли компании (рис. 5).

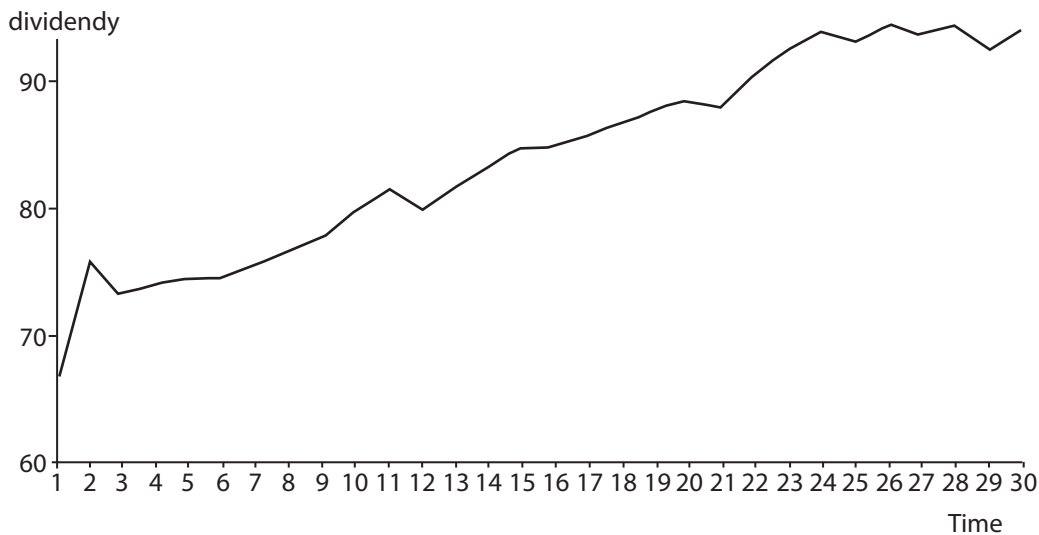


Рис. 3. Дивидендная политика корпорации

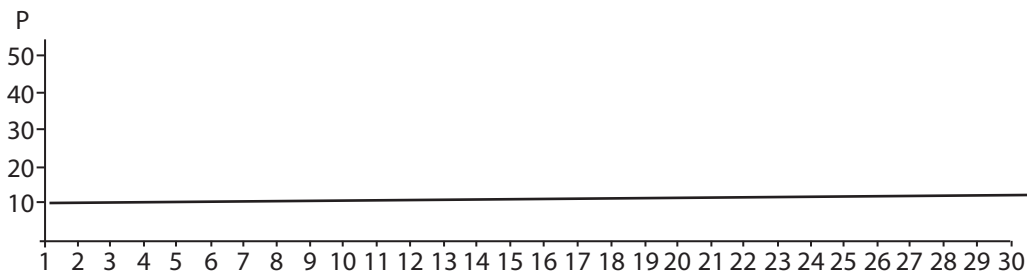
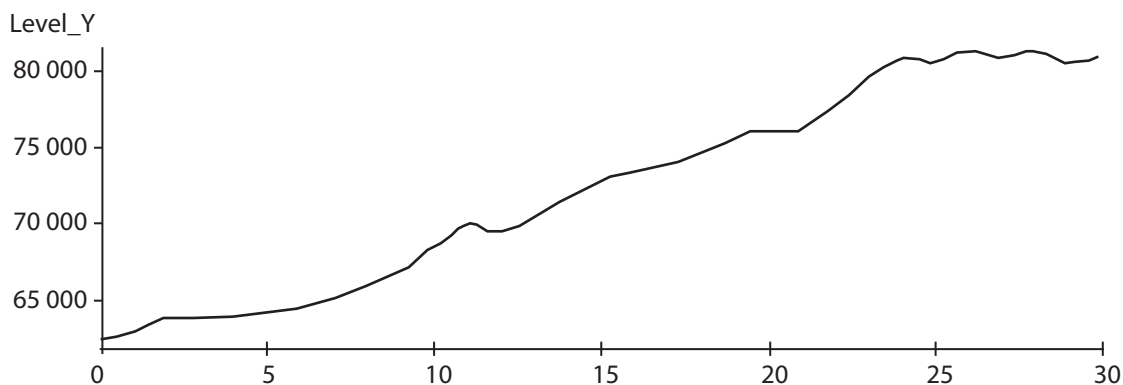


Рис. 4. Динамика стоимости корпорации при определенной дивидендной политике



Time	1	3	5	7	9	11	13	15	17	19	21	23	25	27	29
P	10,6	10,7	10,8	11,1	11,3	11,4	11,4	11,7	12,0	12,2	12,5	13,1	13,6	13,4	13,9

Рис. 5. Динамика прибыли корпорации и цены акции

Денежные доходы, генерируемые корпорацией, имеют большое значение для динамики ее акций, так как инвестор, покупая акции на фондовом рынке, рассчитывает получить определенную долю прибыли на вложенный капитал компании, эмитировавшей эти ценные бумаги.

В книге Дж. Форрестера «Промышленная динамика» предлагается использование для комплексной оценки производственно-хозяйственной деятельности корпорации и управления ею познавательные возможности, представляющие собой современные методы формализации и моделирования исследуемых бизнес-процессов в аспекте информационных систем с обратной связью. Автор исследует поведение корпораций во времени с целью разработки усовершенствованных форм организации и общего руководства их функционированием [11].

Таким образом, исходя из того, что качество стратегического управления зависит от времени и динамизма факторов рыночной и внутренней среды корпорации, все динамические системы могут быть представлены в виде взаимодействия темпов и уровней, которые позволяют полностью описать состояние системы в любой момент времени. Такая формализация управления динамической системой посредством дифференциальных уравнений первого порядка за счет определенного числа параметров и связей между ними и позволяет описывать возможности развития корпорации в стратегической перспективе.

Несмотря на возрастающую мощь компьютерной техники, аспекты упрощения имитационных моделей по-прежнему не теряют своей актуальности. Зависимости, которые в ходе упрощения модели не были преобразованы к виду таблиц, параметров, констант, должны будут рассчитываться в реальном времени.

Кроме того, некоторые зависимости ввиду их бессодержательности с точки зрения экономики необходимо представить в виде функциональных систем типа «вход-выход», не вдаваясь в подробности внутренней структуры систем, реализующих соответствующее поведение.

**Выводы.** Предложенная в исследовании модель реализации стратегии в корпоративной сфере, основанная на

концепции ССП и EVA, позволяет определить, какие процессы необходимо улучшить, как добиться такого распределения ресурсов, чтобы оно обеспечивало реализацию корпоративной стратегии – увеличение стоимости компании на финансовом рынке и локализовать существующий конфликт интересов между собственниками (акционерами) и менеджментом корпорации.

## Литература

1. Ampuero M. Solving the Measurement Puzzle: How EVA and Balanced Scorecard Fit Together / M. Ampuero, J. Goranson, J. Scott // The Gap Gemini Ernst & Yong Center for Business Innovation. Issue 2 «Measuring Business Performance». – 1998.
2. Kaplan R.S. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action / R.S. Kaplan, D.P. Norton. – Boston (M., USA): Harvard Graduate School Press. – 1996. – 561 p.
3. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes / J. Lintner // AER. – 1956, vol. 46.
4. Fama E. Dividend Policy: An Empirical Analysis / E. Fama, H. Babiak // Journal of the American Statistical Association – 1968. – vol. 53.
5. Marsh T. Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market / T. Marsh, R. Merton // JB. – 1987. – vol. 60.
6. Miller M. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares / M. Miller, F. Modigliani // JB. – 1961. – vol. 34.
7. Miller M. The Miller – Modigliani Propositions after Thirty Years / M. Miller // Journal of Economic Perspectives. – 1988. – vol. 2.
8. Gordon M. Dividends, Earnings and Stock Prices / M. Gordon // Review of Economics and Statistics. – 1959. – vol. 41.
9. Brennan M. A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model / M. Brennan // JF. – 1971. – vol. 26.
10. Кужелев М. А. Формирование дивидендной политики корпорации / М. А. Кужелев / Новое в экономической кибернетике: Сб. научн. ст. // Модели корпоративного менеджмента. – Донецк: ДонНУ, 2008. – № 2. – С. 54–61.
11. Forrester Jay W. Industrial Dynamics / Jay W. Forrester. – London: Massachusetts Institute of Technology and Jon Wiley and Sons. – 1961. – 340 p.