

Довгань Л.П.,

кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансів імені Л. Л. Тарангул,
Університет державної фіскальної служби України

Клішина М.С.,

студентка навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи,
Університет державної фіскальної служби України

Dovgan Ludmila,

candidate of economic Sciences, associate Professor,
associate Professor of the Department of Finance named after L. L. Tarangul,
University of the state fiscal service of Ukraine

Klishina Marina,

Student,
educational and scientific Institute of Finance, banking,
University of the state fiscal service of Ukraine

ВИКОРИСТАННЯ ПРИЙОМІВ І ІНСТРУМЕНТІВ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ДЛЯ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПІДВИЩЕННЯ ВАРТОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ (НА ПРИКЛАДІ ПАТ «АРСЕЛОРМІТТАЛ КРИВИЙ РІГ»)

Довгань Л.П., Клішина М.С. Використання прийомів і інструментів фінансового менеджменту для забезпечення підвищення вартості корпоративних прав (на прикладі ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»). Стаття присвячена актуальній нині темі здійснення виробничо-господарської та фінансово-економічної діяльності підприємства в ринкових умовах, що вимагає підвищення ефективності виробництва, конкурентоспроможності продукції і послуг на основі впровадження інноваційних технологій, ефективних форм господарювання й управління виробництвом. У роботі пропонується науковий підхід до обґрунтування необхідності застосування інструментів підвищення вартості бізнесу, а також розроблено алгоритм проведення фінансової діагностики діяльності підприємства на прикладі ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг». Фінансова діагностика проводиться з причини виявлення проблемних аспектів у діяльності підприємства задля попередження розвитку кризових ситуацій, а також із метою пошуку резервів підвищення його вартості та розроблення практичних рекомендацій щодо покращення фінансово-господарського стану. Показники, за допомогою яких проведено аналіз фінансового стану підприємства, є загальноприйнятими і досить широко використовуються у світовій практиці. Використані методи фінансового менеджменту дали змогу оцінити вартість корпоративних прав ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» і на основі проведеного аналізу окреслити ефективність діяльності підприємства.

Ключові слова: фінансова діагностика, моніторинг фінансової діяльності, фінансова звітність, оцінка фінансового стану, фінансові інструменти підвищення вартості бізнесу, запас фінансової стійкості.

Довгань Л.П., Клишина М.С. Использование приемов и инструментов финансового менеджмента для обеспечения повышения стоимости корпоративных прав (на примере ОАО «АрселорМиттал Кривой Рог»). Статья посвящена актуальной на сегодняшний день теме осуществления производственно-хозяйственной и финансово-экономической деятельности предприятия в рыночных условиях, что требует повышения эффективности производства, конкурентоспособности продукции и услуг на основе внедрения инновационных технологий, эффективных форм хозяйствования и управления производством. В работе предлагается научный подход к обоснованию необходимости применения инструментов повышения стоимости бизнеса, а также разработан алгоритм проведения финансовой диагностики деятельности предприятия на примере ОАО «АрселорМиттал Кривой Рог». Финансовая диагностика проводится по причине выявления проблемных аспектов в деятельности предприятия для предупреждения развития кризисных ситуаций, а также с целью поиска резервов повышения его стоимости и разработки практических рекомендаций по улучшению финансово-хозяйственного состояния. Показатели, с помощью которых проведен анализ финансового состояния предприятия, являются общепринятыми и достаточно широко используются в мировой практике. Используемые методы финансового менеджмента позволили оценить стоимость корпоративных прав ПАО «АрселорМиттал Кривой Рог» и на основе проведенного анализа определить эффективность деятельности предприятия.

Ключевые слова: финансовая диагностика, мониторинг финансовой деятельности, финансовая отчетность, оценка финансового состояния, финансовые инструменты повышения стоимости бизнеса, запас финансовой устойчивости.

Dovgan Ludmila, Klishina Marina. Using techniques and tools of financial management to ensure an increase in the value of corporate rights (for example, JSC "ArcelorMittal Krivoy Rog"). The article is devoted to the current topic of implementation of production and economic and financial-economic activities of the enterprise in market conditions, which requires improving the efficiency of production, competitiveness of products and services based on the introduction of innovative technologies, effective forms of management and production management. The purpose of the study is to improve the use of techniques and financial instruments to ensure the growth of the value of corporate rights of the enterprise (for example, PJSC " ArcelorMittal Krivoy Rog»). The paper offers a scientific approach to substantiating the need to use tools to increase the cost of business, and also developed an algorithm for conducting financial diagnostics of the company's activities on the example of JSC "ArcelorMittal Krivoy Rog". Financial diagnostics is carried out for the purpose of identifying problematic aspects in the company's activities in order to prevent the development of crisis situations, as well as to search for reserves to increase its value and develop practical recommendations for improving the financial and economic condition. The indicators used to analyze the financial condition of the company are generally accepted and are widely used in world practice. The used methods of financial management allowed us to estimate the value of corporate rights of PJSC "ArcelorMittal Kryvyi Rih" and on the basis of the analysis to determine the effectiveness of the company's activities. As a research task, the authors identified an attempt to assess financial stability and conducted a diagnosis of bankruptcy. Considerable attention is paid to the history of the formation and development of JSC "ArcelorMittal Krivoy Rog" – the largest enterprise of the mining and metallurgical complex of Ukraine, unique in its scale and capabilities with a full metallurgical cycle. Development of ways to improve the financial condition of the company will increase its property potential, increase the level of solvency and profitability. The findings of the study can be used when making a decision by a management company on further investment, developing an economic development program, and making management decisions.

Key words: financial diagnostics, financial activity monitoring, financial reporting, financial condition assessment, financial instruments for increasing business value, financial stability margin.

Постановка проблеми. Сучасні тенденції світового економічного розвитку підтверджують, що головною рушійною силою розвитку підприємництва є наявність конкуренції. Саме конкурентне середовище стимулює суб'єктів господарювання до ефективної виробничої діяльності, оскільки конкуренція – це боротьба, яка вимагає враховувати інтереси споживачів і виробляти ту продукцію, яка має більший попит. Водночас чесну і здорову конкуренцію можуть витримати тільки фінансово сильні суб'єкти господарювання. Мірилом ефективності господарювання любого підприємства є, звісно, прибуток, зростання якого і буде забезпечувати головним чином підвищення вартості бізнесу – основну мету його діяльності. З огляду на це, надзвичайної актуальності набувають пошуки нових і використання наявних прийомів і інструментів фінансового менеджменту для забезпечення підвищення рентабельності підприємства і, як наслідок, вартості його корпоративних прав.

Таким чином, на макрорівні через моніторинг поточного фінансового стану суб'єкта господарювання та діагностики основних фінансових показників і фінансових результатів його діяльності можна з'ясувати рівень конкурентоспроможності підприємства, своєчасно виявити та ліквідувати проблеми, які заважають ефективному функціонуванню підприємства. Це допоможе створити для підприємств стабільне та надійне джерело фінансових ресурсів, що позитивно вплине як на діяльність та фінансовий результат самого підприємства, так і на економіку країни загалом.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню цього питання приділяли увагу як вітчизняні, так й іноземні науковці та практики, які займалися пошуками нових прийомів і інструментів підвищення вартості бізнесу та забезпечення ефективного функціонування компанії. Вивченню цих питань присвячено багато наукових праць таких провідних науковців та спеціалістів, як: М.І. Артеменко,

І.А. Бланк І.А., К.В. Измайлова К.В., О.В. Олійник, Г.В. Савицька, В.П. Савчук, Т.Д. Косова, О.О. Непочатенко, Г.В. Савицька, О.В. Грищенко, В.О. Подольська, І.В. Ковальчука та інші. Результати теоретичних та практичних досліджень щодо розкриття механізмів підвищення ефективності господарювання і вартості корпоративних прав мають вагомое значення для розвитку економічної науки.

Формулювання цілей статті. Вивчення наявних методів та способів проведення фінансової діагностики, їх порівняння, розгляд фінансових показників та удосконалення існуючих методик. Розроблення алгоритму проведення фінансової діагностики та практичних рекомендацій щодо напряму покращення фінансового стану ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг», а також розрахунок фінансових інструментів підвищення вартості корпоративних прав підприємства, що дасть змогу здійснювати ефективну діяльність у складних умовах політичної й економічної ситуації та забезпечить конкурентоспроможність на міжнародних ринках.

Виклад основного матеріалу. В основі пошуку резервів підвищення вартості будь-якого підприємства повинен бути відпрацьований певний алгоритм проведення фінансової діагностики для оцінки ефективності господарювання з набором визначених фінансових інструментів і прийомів та запропонованих методик відбору необхідних показників із джерел фінансової звітності підприємства. Це дасть можливість упорядкувати процес використання фінансових інструментів і прийомів у практиці вартісного аналізу (рис. 1).

Використовуючи запропонований алгоритм, проведемо оцінку вартості корпоративних прав ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг». «АрселорМіттал» – провідна у світі металургійна компанія зі щорічною досяжною виробничою потужністю приблизно 118 мільйонів тонн сталі, нараховує 208 583 співробітники, що працюють у 60 країнах світу, та має промислову присут-



Рис. 1. Алгоритм визначення резервів підвищення вартості корпоративних прав підприємства

ність в 19 країнах. Компанія є лідером на основних металургійних ринках світу, включаючи такі галузі, як автомобілебудування, будівництво, виробництво побутової техніки й упаковки, а також володіє великими запасами сировини та ефективною системою збуту.

У 2018 році обсяг продажу металопродукції виробництва ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» становив 4,5 млн. тонн в 62 країни світу. Основна частка продажу – країни Близького Сходу (33%), Північної і Західної Африки (17%), Латинської Америки (9%), Європи (7%). Близько 22% продукції реалізовано на внутрішньому ринку [2]. Щодо фінансово-господарської діяльності, то базою для оцінки та аналізу фінансового стану ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» є форма № 1 Балансу («Звіт про фінансовий стан») та форма № 2 Звіту про

фінансові результати («Звіт про сукупний дохід») [3] за 2016, 2017, 2018 роки відповідно.

Моніторинг поточної фінансової діяльності проведемо на основі даних фінансової звітності ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг». Моніторинг слід проводити за такими напрямками, як: оцінка майнового стану, фінансової стійкості, платоспроможності, прибутковості, ділової активності (рис. 2).

Проблеми майнового стану підприємства простежуються через брак робочого капіталу у 2017 році і зростання зношеності основних фондів вище нормативного рівня (53%). Ці недоліки виявляють істотний вплив і на мобільність фінансової діяльності у широкому розумінні, і на якість та конкурентоспроможність продукції.

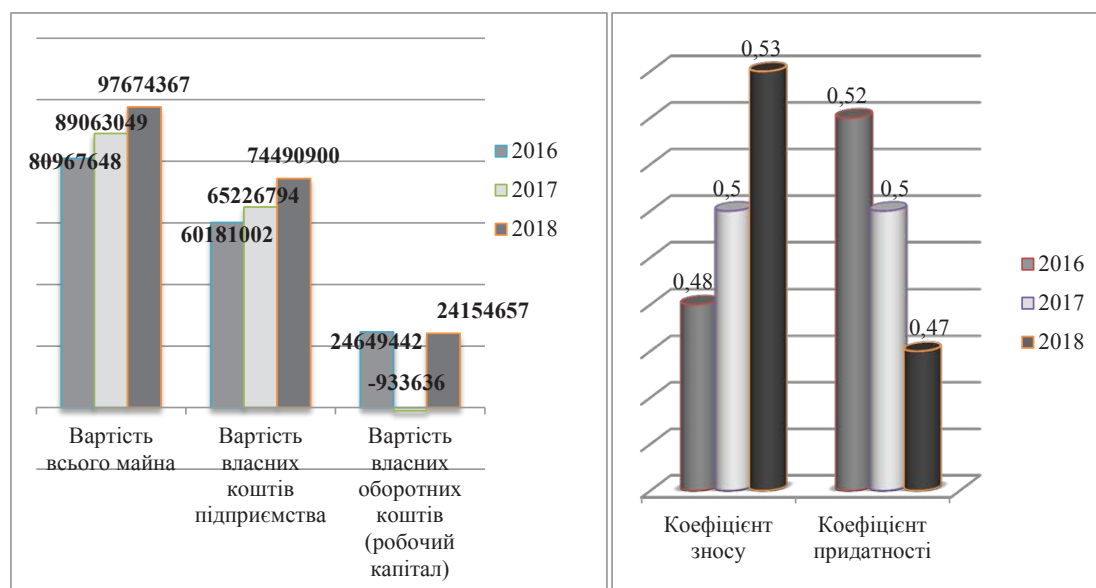


Рис. 2. Розрахунок показників майнового стану

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

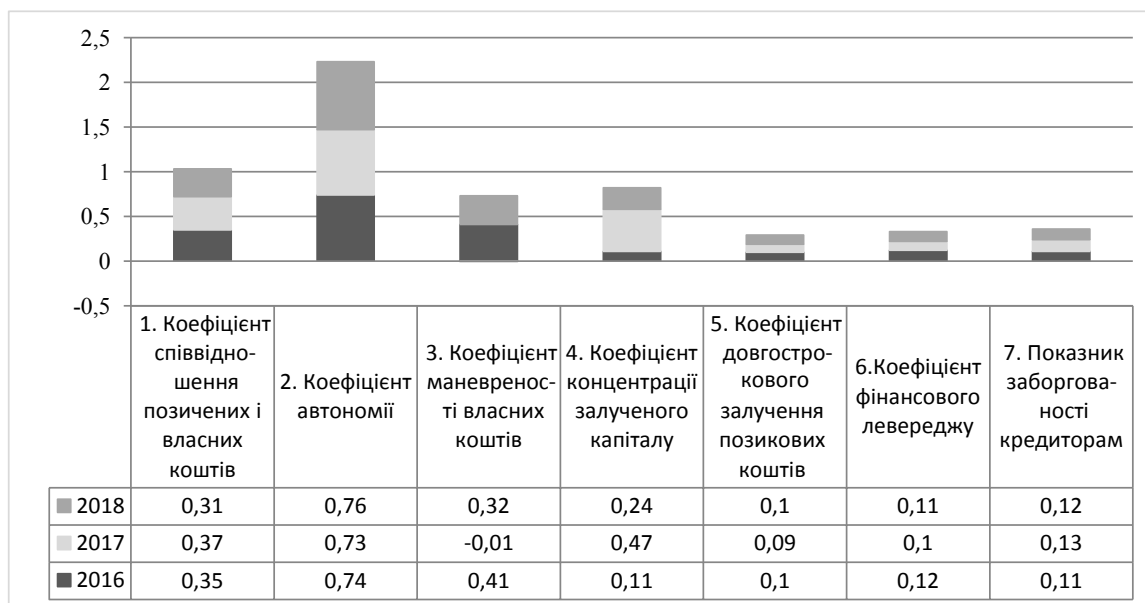


Рис. 3. Розрахунок показників фінансової стійкості ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Другий важливий напрям – це діагностика фінансової незалежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування (рис. 3).

Графік демонструє динаміку показників фінансової стійкості ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» і відображає їхню волатильність. Тобто, враховуючи нормативи, встановлені для кожного з коефіцієнтів та показників, обраховані дані повністю їх задовольняють. Загалом відстежується незалежність від зовнішніх джерел фінансування.

Оцінка платоспроможності підприємства є одним із найважливіших напрямів фінансового аналізу, оскільки дає можливість спрогнозувати мобільність фінансової діяльності (рис. 4).

Платоспроможність визначається на основі показників ліквідності, тобто часу, протягом якого актив може перетворитись в готівку. І найважливіший із них – це коефіцієнт покриття, оскільки характеризує платоспроможність підприємства в межах місяця або в межах

терміну обороту оборотних коштів. Він повинен бути більшим за 2–2,5. Проблемою в платоспроможності цього підприємства є те, що показники не демонструють стабільності по роках, що успішні періоди змінюються спадами 2017 року. З цієї причини платоспроможність підприємства не має сталої тенденції до зростання.

Оцінка прибутковості реально показує ефективність одержаних фінансових результатів, саме від цих результатів залежить загалом підвищення вартості бізнесу в майбутньому (рис. 5).

За даними графіка, найнижчі показники підприємство має у 2016 році де, відповідно, показник рентабельності операційної діяльності становить 8,04%, тоді як у 2018 – 22,77%, тобто зріс на 14,73%. Рентабельність діяльності до оподаткування у 2016 році становить 7,09%, а у 2018 – 21,91%, різниця становить 14,82%. Отже, підприємство є прибутковим, що забезпечується ефективним провадженням операційної та фінансової діяльності.

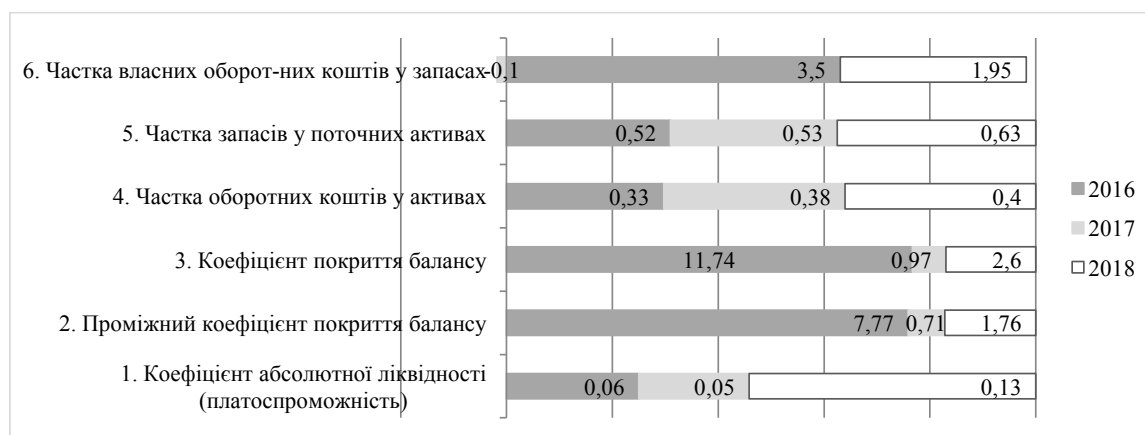


Рис. 4. Розрахунок показників ліквідності і платоспроможності ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

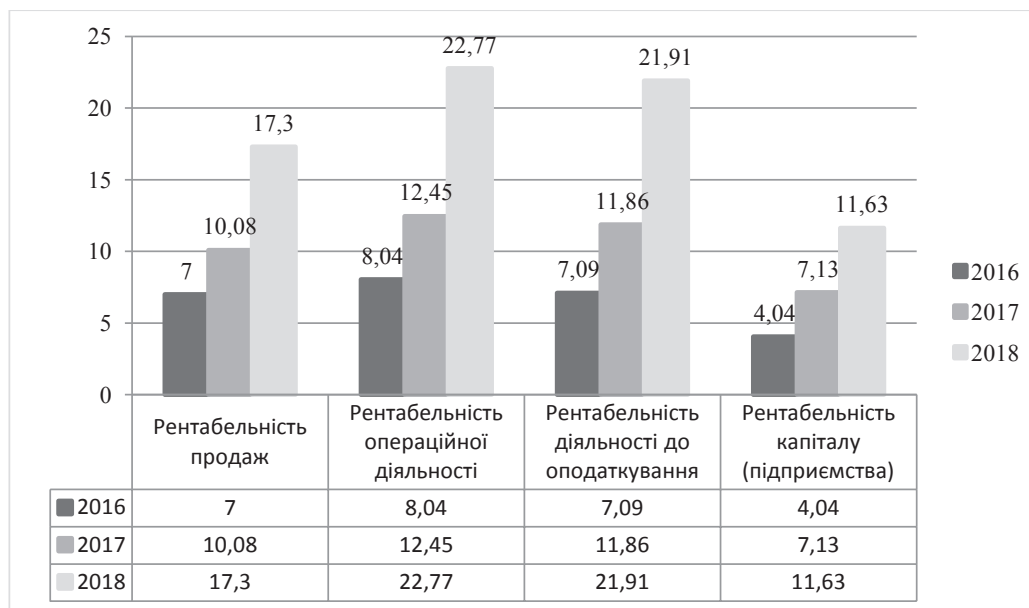


Рис. 5. Розрахунок показників прибутковості ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Заключним етапом моніторингу поточного фінансового стану підприємства є оцінка його ділової активності (рис. 6). Незважаючи на те, що окремі показники аналізу ділової активності підприємства мають позитивні значення, коефіцієнт оборотності власного капіталу має досить низький рівень, а це свідчить, що підприємство має проблеми з обсягами власного капіталу та проведенням розрахунків.

Провівши моніторинг поточного фінансового стану підприємства, можна виявити найуразливіші проблеми для фінансової діяльності суб'єкта господарювання. Оскільки головною метою господарювання для власників є збільшення вартості власного капіталу, то виявлені проблеми дають можливість визначити подальший вектор дослідження причин фінансових негараздів. Звісно, власників насамперед будуть цікавити фінансові результати,

бо від них безпосередньо залежатиме розмір та динаміка зміни власного капіталу. Для управління прибутком і пошуку резервів збільшення операційного прибутку, прибутку від усіх видів діяльності, чистого прибутку слід використовувати прийоми й інструменти фінансового менеджменту, такі як операційний, фінансовий, операційно-фінансовий важіль, ефект фінансового важеля.

За допомогою операційного, фінансового, операційно-фінансового важелів можна не тільки оптимізувати прибуток, але й визначити запас фінансової стійкості підприємства. Запас фінансової стійкості характеризує рівень захищеності основної діяльності, який є у підприємства на тепер і яким можна скористатися на випадок форс-мажорних обставин. Методика і розрахунок цих показників наведені в табл. 1.

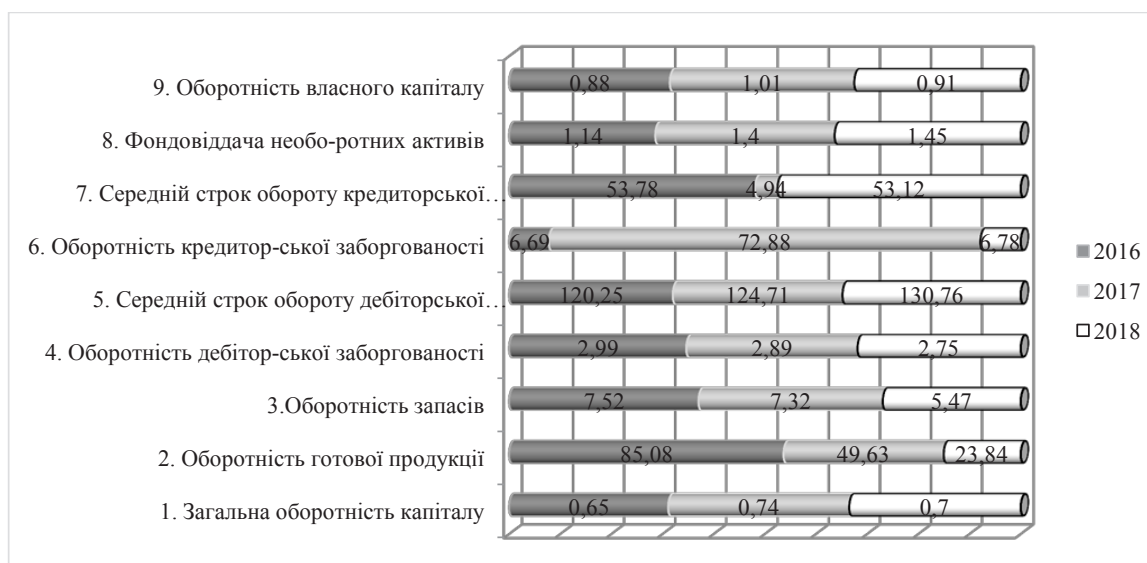


Рис. 6. Розрахунок показників ділової активності ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Розрахунок показників операційного, фінансового та операційно-фінансового важелів

Показник	Алгоритм розрахунку	Розрахунок
Сила дії операційного важеля	Ф № 2, р. 2000 р. 2050 : р. 2190	13287269 : 11809326 = 1,13
Сила дії фінансового важеля	Ф № 2, р. 2190: (р. 2190 – р. 2250)	11 809 326 : (11 809 326 – 525 610) = 1,05
Ефект фінансового важеля	(1 – 0,18)(ф. № 2, р. 2190 : ф. № 1, р.1900 – 0,172) x ((ф. № 1, р. 1595 + р. 1695 + р.1700): р. 1495)	0,82 × (–0,05) × 0,31 = – 0,01
Сила дії операційно-фінансового важеля	ф. № 2, (р. 2000 – р. 2050) : (р. 2190 – р. 2250)	1,13 × 1,05 = 1,19

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Операційний важіль (леверидж) полягає у потенційній можливості підприємства впливати на темпи зміни операційного прибутку шляхом зміни обсягів і структури операційних витрат (постійних і змінних). Операційний леверидж впливає на прибуток до сплати відсотків та податків [4].

Вплив операційного важеля на фінансові результати підприємства можна виразити за допомогою формули:

$$top = tvr \times CDOV, \quad (1)$$

де top – темп зміни операційного прибутку;

– tvr – темп зміни виручки від реалізації;

– CDOV – сила дії операційного важеля;

Алгоритм розрахунку CDOV = (РП – ЗВ) : ОП,

де РП – чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (ф. № 2, р. 2000);

ЗВ – змінні витрати (ф. № 2, р. 2050);

ОП – операційний прибуток (ф. № 2, р. 2190).

Тобто сила дії операційного важеля показує, у скільки разів зміниться операційний прибуток за зміни виручки від реалізації на 1%.

Фінансовий важіль (леверидж) полягає у потенційній можливості підприємства впливати на темпи зміни чистого прибутку шляхом зміни обсягів та структури власного і позикового капіталу. Фінансовий леверидж впливає на чистий прибуток. У формалізованому вигляді вплив фінансового важеля на фінансові результати підприємства можна навести таким чином:

$$tchp = top \times CDFV, \quad (2)$$

де tchp – темп зміни чистого прибутку;

– top – темп зміни операційного прибутку;

– CDFV – сила дії фінансового важеля.

$$CDFV = OP : (OP - FB),$$

де FB – фінансові витрати (ф. № 2, р. 2250).

Отже, сила дії фінансового важеля показує, у скільки разів темпи зміни чистого прибутку підприємства перевищують темпи приросту його операційного прибутку. Таке перевищення забезпечується за рахунок так званого ефекту фінансового важеля [4].

Ефект фінансового важеля показує, на скільки відсотків підвищується рентабельність власного капіталу підприємства за рахунок залучення в господарський оборот позикового капіталу, незважаючи на його платний характер. Для визначення ефекту фінансового важеля використовується формула:

$$EFV = (1 - Kop)(Epa - Cn) \times PK : BK, \quad (3)$$

де EFV – ефект фінансового важеля (тобто нарощення рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикового капіталу);

– Kop – коефіцієнт оподаткування прибутку (у вітчизняній практиці Kop = 0,18);

– Epa – економічна рентабельність активів (розраховується шляхом відношення операційного прибутку до загального обсягу капіталу, інвестованого в активи підприємства);

– Cn – середня ставка процента за позиковими коштами (або рівень фінансових витрат, в нашій практиці 17,2%);

– PK – позиковий капітал;

– BK – власний капітал [4].

Показник сили дії фінансового важеля характеризує фінансовий ризик пов'язаний зі структурою капіталу. Чим більше значення цього показника, тим більший ризик неповернення кредитів із процентами для банкірів та ризик невиплати дивідендів для акціонерів. Ситуація ще більше ускладнюється, коли одночасно підвищується комерційний ризик, тобто ризик недоотримання операційного прибутку від основної діяльності підприємства.

Вплив ризиків на отримання чистого прибутку розраховується за допомогою операційно-фінансового важеля:

$$tchp = tvr \times CDOFV, \quad (4)$$

де tchp – темп зміни чистого прибутку;

– tvr – темп зміни виручки від реалізації;

– CDOFV – сила дії операційно-фінансового важеля.

$$CDOFV = CDOV \times CDFV = (РП - ЗВ) : (ОП - FB) \quad (5)$$

Таким чином, операційно-фінансовий важіль показує, у скільки разів змінюється чистий прибуток підприємства, що користується позиковим капіталом, за зміни виручки від реалізації на 1%.

Розрахунок сили дії операційно-фінансового важеля дає змогу виявити вплив змін комерційних умов виробництва (зміну попиту, ціни тощо) на розмір чистого прибутку і рентабельність власного капіталу за різних варіантів співвідношення позикового і власного капіталу [4].

Як видно з таблиці 1, показники операційного і фінансового левериджу ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» у 2018 році є більшими за одиницю, тобто операційний прибуток збільшився у 1,13 раза за збільшенні виручки від реалізації на 1%, а чистий прибуток відповідно у 1,05 раза за збільшення операційного прибутку на 1%. Таким чином, фінансовий менеджер може управляти розміром операційного і чистого прибутку, регулюючи розмір змінних і постійних витрат для операційного і використовуючи кредитні ресурси для чистого прибутку. Щоправда, фінансовий важіль буде працювати тільки у разі наявності ефекту фінансового левериджу. У нашому прикладі ефект, який засвідчує підвищення рентабельності власних коштів, відсутній,

оскільки рівень економічної рентабельності нижчий від плати за кредитні ресурси, внаслідок чого диференціал плеча важеля набуває від'ємного значення. Така ситуація характерна для багатьох вітчизняних підприємств через дорожнечу кредитних ресурсів і недостатній рівень рентабельності. Таким чином, у ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» розрахунки показали, що підприємство, використовуючи позиковий капітал, зазнало зниження рентабельності власних коштів на 1% за рахунок вказаних причин.

Крім прийомів і інструментів фінансового менеджменту, які допомагають пошуку резервів збільшення прибутку підприємства, для оцінки вартості корпоративних прав у світовій практиці використовують нові фінансові інструменти, зокрема такі, як:

- додана ринкова вартість (MVA);
- економічна додана вартість (EVA);
- акціонерна додана вартість (SVA);
- дохідність інвестицій на основі грошового потоку (CFROI);
- грошова додана вартість (CVA).

Методика розрахунку показників і тлумачення їх економічного результату наведені в таблиці 2.

Додана ринкова вартість (Market value added) являє собою вартість, створену компанією для своїх акціонерів з моменту створення. Ця вартість дорівнює сумі перевищення ринкової вартості акцій компанії над загальною сумою капіталу, вкладеного в компанію (включаючи капітал у вигляді нерозподіленого прибутку). MVA вимірює різницю між ринковою вартістю підприємства і вартістю інвестованого капіталу, вона показує багатство власників (акціонерів).

Метою фінансових менеджерів є максимізація MVA. Є різні способи розрахунку MVA. Іноді рин-

кову додану вартість можна визначити як різницю між загальною ринковою вартістю компанії і капіталом, вкладеним усіма інвесторами (як акціонерами, так і інвесторами).

$$MVA = \text{Загальна ринкова вартість} - \text{Інвестований капітал} \quad (6)$$

Якщо дані по загальній ринковій вартості корпоративних прав з будь-яких причин відсутні, то розраховують Shareholder Equity Ratio, тобто коефіцієнт акціонерного капіталу. Коефіцієнт визначає, скільки акціонерів одержать у разі ліквідації всієї компанії. Цей коефіцієнт у світовій практиці має такий вигляд [4]:

$$\begin{aligned} \text{Shareholder Equity Ratio} &= \\ &= \text{Total Shareholder Equity} : \text{Total Assets}, \end{aligned}$$

або:

$$\begin{aligned} \text{Коефіцієнт акц. капіталу} &= \\ &= \text{Власний капітал} : \text{Підсумок по балансу} \quad (7) \end{aligned}$$

Відповідно до нормативного значення $MVA = 0,76$, що свідчить про те, що підприємство створює нове значення для власників, тобто ПАТ «АМКР» є привабливим для інвесторів не тільки через високу ймовірність давати позитивні результати в майбутньому, але й тому, що це показник сильного лідерства і раціонального управління.

Наступний показник економічної доданої вартості (Economic Value Added), дає змогу проводити оцінку поточних і майбутніх перспектив розвитку підприємства. Економічна додана вартість є показником фінансового стану компанії на основі залишкової вартості, розрахованої шляхом віднімання вартості її капіталу із операційного прибутку з поправкою на податки на грошовій основі. Показник EVA також можна назвати економічною вигодою, оскільки вона може представляти реальний прибуток компанії.

Таблиця 2

Алгоритм розрахунку фінансових інструментів вартості бізнесу

Показник	Алгоритм розрахунку	Джерела інформації	Нормативне значення	Розрахунок
1. Додана ринкова вартість (MVA)	Загальна ринкова вартість – інвестований капітал	Вартість корпоративних прав – ф.№1, р.1900 – р.1695;	$MVA > 0$	-
Коефіцієнт акціонерного капіталу	Власний капітал: підсумок по балансу	ф.№1, р.1495 : р.1900;	$> 0,5$	0,76
2. Економічна додана вартість (EVA)	Чистий операційний прибуток після оподаткування мінус інвестований капітал, помножений на середньозважену вартість капіталу	(ф.№2, р. 2350+ р. 2300+ р. 2250 – р.2220)×(1-018)) – (ф.№1, р.1495 : р.1900) × WACC	$EVA > 0$	- 630625,15 тис. грн
3. Акціонерна додана вартість (SVA)	Чистий операційний прибуток після оподаткування (NOPAT) мінус загальна вартість капіталу компанії, помножену на середньозважену вартість капіталу	(ф.№2, р. 2350+ р. 2300+ р. 2250 – р.2220)×(1-018)) – (ф.№1, р.1495 + р.1510 + р.1515)× WACC	$SVA > 0$	187914,3 тис. грн
4. Дохідність інвестицій на основі грошового потоку (CFROI)	Валовий операційний грошовий потік поділений на суму залученого капіталу	(ф.№2, р.2000) : (ф.№1, р.1900 – р.1695)	$CFROI > WACC$	$82\% > 12,45\%$
5. Грошова додана вартість (CVA)	Чистий грошовий потік від операційної діяльності без сплати податків мінус інвестований капітал, помножений на середньозважену вартість капіталу	(ф.№2, р.2190) - (ф.№1, р.1900 – р.1695) × WACC	$CVA > 0$	1495054 тис. грн

Середньозважена вартість капіталу ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Показники	Частка в структурі капіталу, тис. грн (%)	Ціна залучення, %	Вартість капіталу, %, гр.2 x гр.3 : 100%
1	2	3	4
1. Статутний капітал	3 859 533 (8,1 %)	20%	1,62
2. Нерозподілений прибуток	42 489 338 (88,9%)	11,6%	10,3
3. Банківські позики	1384413 (2,9%)	17,2%	0,5
4. Кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	83 295 (0,1%)	25%	0,03
WACC	47816579		12,45

Джерело: розраховано автором на основі даних «Балансу» та «Звіту про фінансові результати» ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»

Інструмент EVA визначається в основному такими параметрами, як чистий операційний прибуток після сплати податків (NOPAT), інвестований капітал (IC), середньозважені витрати на капітал (WACC). Методика розрахунку середньозваженої вартості капіталу наведена в таблиці 3.

Формула для розрахунку економічної доданої вартості має такий вигляд:

$$EVA = NOPAT - IC \times WACC \quad (8)$$

Рівняння для інвестованого капіталу, яке часто використовується для розрахунку EVA, можна навести у такому вигляді:

$$IC = \text{Total Assets} - \text{Current Liability}, \quad (9)$$

тоді формула для EVA матиме вигляд:

$$EVA = NOPAT - (\text{Загальні активи} - \text{поточні зобов'язання}) \times WACC \quad (10)$$

$$IC = 97\,674\,367 - 15\,128\,805 = 82\,545\,562 \text{ тис. грн.}$$

NOPAT – це чистий операційний прибуток після сплати податків, він розраховується таким чином:

$$NOPAT = EBIT \times (1 - \text{Коп}),$$

де EBIT(прибуток до вирахування процентів і податків) = Ф № 2 р. 2350+ р. 2300+ р. 2250 – р.2220 = 9509163+1852590+525610 – 78037 = 11809326 тис. грн.;

$$\text{Тоді } NOPAT = 11809326 \times (1 - 0,18) = 9683647,32 \text{ тис. грн.}$$

Підставимо всі дані у формулу:

$$EVA = 9683647,32 - 82845562 \times 12,45\% = -630625,15 \text{ тис. грн.}$$

Відповідно до цього розрахунку EVA має від'ємне значення, таким чином, компанія неефективно використовує капітал та управляє ним, а економічна вигода підприємства знаходиться у мінусовому результаті.

Акціонерна додана вартість (SVA) є показником операційного прибутку, який компанія одержала понад своїх витрат на фінансування або вартості капіталу. Акціонерна вартість створюється, коли прибуток компанії перевищує її вартість. SVA представляє більш важливу інформацію, ніж показник чистого прибутку, зазвичай оголошений бізнесом, оскільки тільки чистий прибуток не враховує вартості капіталу.

У загальному вигляді додана акціонерна вартість розраховується як чистий операційний прибуток після оподаткування мінус вартість капіталу. У розрахунках враховуються тільки операційні прибутки, що виключає наслідки всіх доходів чи витрат, пов'язаних із питаннями фінансування чи надзвичайними подіями. Вартість капіталу включає в себе середньозважену вар-

тість боргу і капіталу компанії, в якій будуть враховуватись привілейовані акції.

SVA розраховується шляхом вилучення загальної вартості капіталу компанії, скоригованої на середньозважену вартість капіталу із чистого операційного прибутку після оподаткування (NOPAT) [4].

$$SVA = NOPAT - \text{Вартість капіталу} \times WACC \quad (13)$$

Підставимо дані по досліджуваному підприємству у формули:

$$SVA = 9683647,32 - (74490900 + 1384413 + 395635) \times 12,45\% = 187914,29 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, використання SVA в межах управління вартістю, на відміну від грошового потоку, дає можливість зрозуміти, наскільки ефективними були вкладені інвестиції, притому, що розподіл суми доданої вартості за роками різна. У нашому разі інвестиції були вкладені раціонально, оскільки дали позитивний результат.

Дохідність інвестицій на основі грошового потоку (Cash Flow Return on Investment) зазвичай розраховується за рік і порівнюється із скоригованою на інфляцію вартістю капіталу для того, щоб визначити, чи одержала корпорація прибуток, який перевищує вартість капіталу. Цей термін належить до операційної діяльності підприємства, яку підприємство досягне у разі, якщо воно буде генерувати операційний грошовий потік у тому ж обсязі, що і в звітному періоді без додаткових інвестицій протягом операційного циклу оборотних активів. Потім ефективність порівнюється із середньозваженою вартістю капіталу (WACC), тобто з ефективністю, яку вимагають інвестори.

CFROI є одним із комплексних показників ефективності підприємства. Його розрахунок заснований на концепції внутрішньої норми прибутковості (IRR) [4].

$$CFROI = GOCF : \text{Capital Employed},$$

або

$$CFROI = \text{Валовий операційний грошовий потік} : \text{Капітал залучений}, \quad (14)$$

де GOCF = валовий операційний грошовий потік, це грошовий потік перед процентами і податками.

– Capital Employed – залучений (використаний, задіяний) капітал, може розраховуватися різними способами, найбільш доступний такий:

$$\text{Capital Employed} = \text{Total assets} - \text{Current liabilities},$$

тобто

$$\begin{aligned} & \text{Капітал залучений} = \\ & = \text{Загальні активи} - \text{Поточні зобов'язання} \quad (15) \end{aligned}$$

За даними ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» розраховуємо дохідність інвестицій на основі грошового потоку:
 $CFROI = 67963171 : (97\ 674\ 367 - 15\ 128\ 805) = 0,82$,
 або 82%

Для оцінки індикатора необхідно розрахувати Net CFROI, який одержуємо після віднімання WACC із CFROI [4].

$$\text{Чистий (Net)CFROI} = \text{CFROI} - \text{WACC}, \quad (16)$$

де CFROI – повернення грошових коштів за інвестиціями;

– WACC – середньозважена вартість капіталу.

$$\text{(Net)CFROI} = 82\% - 12,45\% = 69,55\%$$

Відповідно до нормативного значення, якщо значення Net CFROI є додатним (тобто $CFROI > WACC$), то це збільшує вартість для акціонерів.

Наступний показник – грошова додана вартість (Cash Value Added) – це показник ефективності компанії, який визначає, скільки грошей компанія генерує у процесі своєї діяльності. Як правило, висока додана вартість вигідна як для компаній, так і для інвесторів, оскільки вона демонструє здатність компанії генерувати грошові кошти від одного фінансового періоду до іншого, створюючи твердий, ліквідний прибуток. CVA також називають залишковим грошовим потоком, оскільки цей показник являє собою величину грошового потоку, який залишається у акціонерів після покриття витрат на капітал.

CVA показує в абсолютному виразі величину операційного грошового потоку понад затрат на капітал. Ця величина може бути і від'ємною, що буде вказувати на недостатність грошового потоку для збереження вартості інвестованого капіталу.

Показник грошової доданої вартості CVA (Cash Value Added) визначається аналогічно з показником

EVA, але замість чистого операційного прибутку використовують чистий грошовий потік від операційної діяльності без врахування сплати податків ANOCF (Adjusted Net Operating Cash Flow) [4].

$$CVA = \text{ANOCF} - \text{IC} \times \text{WACC}, \quad (17)$$

де ANOCF – чистий грошовий потік від операційної діяльності без сплати податків;

Розрахунок цього показника по досліджуваному підприємству становить:

$$CVA = 11\ 809\ 326 - 82\ 845\ 562 \times 0,1245 = 1495054 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, $CVA > 0$, компанія заробляє досить коштів для своєї поточної діяльності, тому її вартість збільшується.

Висновки. У статті запропонований алгоритм визначення резервів підвищення вартості корпоративних прав підприємства на прикладі фінансової діяльності ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг». Було з'ясовано, що це одна з найбільших компаній України, яка виготовляє повний спектр металургійних товарів як в Україні, так і за її межами. Моніторинг поточної фінансової діяльності підприємства виявив певні проблеми фінансів підприємства і дав можливість вчасно відреагувати на них. Цей етап є базовим, підготовчим для фінансового менеджера, який вишукує резерви підвищення вартості підприємства. Для цього йому необхідно використовувати прийоми фінансового менеджменту для збільшення операційного і чистого прибутку та розрахувати окремі фінансові інструменти, які характеризують зміни у вартості корпоративних прав. У світовій практиці вони є маркерами вартісно-орієнтованого управління підприємством. Водночас наведені фінансові інструменти ще дуже слабо використовуються у вітчизняній практиці, і повністю відсутня методика їх розрахунку. З цієї причини удосконалення методики розрахунку названих показників залишається ще частиною невирішеної проблеми.

Список використаних джерел:

1. ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»: веб-сайт. URL: <https://ukraine.arcelormittal.com/> (дата звернення: 18.12.2019).
2. Звіт зі сталого розвитку ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг». Кривий Ріг, 2019. 46 с.
3. Річна звітність ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг». Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України: веб-сайт. URL: <https://smida.gov.ua/> (дата звернення: 18.12.2019).
4. Довгань Л.П. Фінансові інструменти підвищення вартості бізнесу. Методичні рекомендації для організації самостійної роботи з навчальної дисципліни «Фінансові інструменти підвищення вартості бізнесу». Університет державної фіскальної служби України. Ірпінь, 2016. 42 с. URL: <http://library.nusta.edu.ua/metod-ma-clos-menu> (дата звернення: 24.12.2019).

References:

1. PAT «ArselorMittal Kryvyj Righ». Krivoy Rog: veb-sajt. URL: <https://ukraine.arcelormittal.com/> (access: 18.12.2019).
2. Zvit zi stalogo rozvytku PAT «ArselorMittal Kryvyj Righ» [Sustainability Report PJSC ArselorMittal Krivoy Rog]. Kryvyj Righ, 2019. 46 s.
3. Richna zvitnistj PAT «ArselorMittal Kryvyj Righ». Aghentstvo z rozvytku infrastruktury fondovogho rynku Ukrajinj: veb-sajt. URL: <https://smida.gov.ua/> (access: 18.12.2019).
4. Dovghanj L.P. *Finansovi instrumenty pidvyshhennja vartosti biznesu. Metodichni rekomendaciji dlja orghanizaciji samostijnoji roboty z navchalnoji dyscypliny «Finansovi instrumenty pidvyshhennja vartosti biznesu»* [Financial tools to increase business value. Guidelines for the organization of independent work in the discipline «Financial tools to increase business value»]. Universytet derzhavnoji fiskalnoji sluzhby Ukrajinj. Irpinj, 2016. 42 s. URL: <http://library.nusta.edu.ua/metod-ma-clos-menu> (access: 24.12.2019).