

Դ.Ա. ԽԱՌԱՏՅԱՆ

**ՀՀ ՀԵՌԱՀԱՂՈՐԴԱԿՑՈՒԹՅԱՆ ՈԼՈՐՏԻ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՍԵՓԱԿԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇԱՀՈՒԹԱԲԵՐՈՒԹՅԱՆ ՈՐՈՇԻՉ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ
(Վանաձոր)**

Ուսումնասիրվել են ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների՝ «ԱրմենՏել» ՓԲԸ-ի, «Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ-ի և «Յուքոմ» ՍՊԸ-ի սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնները. Ակտիվների շրջանառությունը, զուտ շահույթի մարժան և ֆինանսական լծակը: Կատարվել է ստացված արդյունքների համեմատական վերլուծություն:

Առանցքային բաներ. սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոններ, Դյուպոն մեթոդ:

Ցանկացած կազմակերպության հիմնական նպատակն է շահույթի գեներացումը և բաժնետերերի սեփական կապիտալի մաքսիմալացումը: Բրեյլին, Մայերսը և Ալլենը, Բրիդհամը և Էրդհատը և այլք պնդում են, որ կազմակերպության շուկայական արժեքի մաքսիմալացումը նրա արդյունավետ կառավարման ամենակարևոր գործառույթն է [1, 2]: Հետևաբար, սեփական կապիտալի շահութաբերությունը կարևոր ցուցանիշ է, հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ՍԿԾ-ը չափում է նրանով, թե ինչ արդյունավետությամբ է կազմակերպության ղեկավարությունը շահույթ գեներացնում բաժնետերերի համար: Աշխատանքի նպատակն է կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը և նրա գործունեության վատթարացման կամ բարելավման պատճառների բացահայտումը: Հետազոտության շրջանակներում ուսումնասիրվում են ՍԿԾ-ն վրա ազդող գործոնները՝ ակտիվների շրջանառությունը, զուտ շահույթի մարժան և ֆինանսական լծակը:

Դյուպոն մոդելը կարևոր գործիք է, որն արտացոլում է ոչ միայն հաշվեկշռի, շահույթի և վնասների ֆինանսական հաշվետվությունների փոխկապվածությունը, այլև ՍԿԾ-ն բարելավելու ուղղությամբ մշակվող ռազմավարությունները [3]: Դյուպոն մեթոդն առաջին անգամ ներկայացվել է որպես զուտ շահույթի մարժայի և ակտիվների շրջանառության արտադրյալ, որը արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով.

$$ROA = NI/R \times R/TA = NI/TA , \tag{1}$$

որտեղ ROA-ն ակտիվների շահութաբերությունն է, NI-ն՝ զուտ շահույթը, R-ն՝ հասույթը և TA-ն՝ ընդամենը ակտիվները:

Ակտիվների շահութաբերության մաքսիմալացումը համարվում էր կազմակերպության հիմնական նպատակներից մեկը և գիտակցումը, որ ակտիվների շահութաբերությունը կախված է և՛ շահութաբերությունից, և՛ արդյունավետությունից, հանգեցրեց գործառնական բոլոր կազմակերպությունում կատարվող որոշումների պլանավորման և վերահսկման համակարգի մշակմանը [4]: Այս առումով, կազմակերպությունները սկսեցին կիրառել Դյուպոն մեթոդը որպես կազմակերպության արդյունավետության չափման գործիք: 1970 թ-ից սկսած կազմակերպության հիմնական նպատակը դարձավ նրա բաժնետերերի շահույթի մաքսիմալացումը, որը հանգեց սկզբնական Դյուպոն մոդելի կարևոր փոփոխության. ֆինանսական լծակը դարձավ ֆինանսական մենեջերների հետաքրքրության առարկան և ընդգրկվեց սկզբնական Դյուպոն մոդելի մեջ: Արդյունքում՝ մշակվեց փոփոխված Դյուպոն մոդելը, որը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևերով.

$$ROE = ROA \times TA/SE , \quad (2)$$

$$ROE = NPM \times AT \times FL , \quad (3)$$

որտեղ ROE-ն սեփական կապիտալի շահութաբերությունն է, SE-ն՝ սեփական կապիտալը, NPM-ն՝ զուտ շահույթի մարժան, AT-ն՝ ակտիվների շրջանառությունը, FL-ն՝ ֆինանսական լծակը:

Այսպիսով, Դյուպոն մեթոդն ընդգրկում է հետևյալ կատեգորիաների գործակիցները՝ շահութաբերություն, շրջանառություն/արդյունավետություն և վճարունակություն:

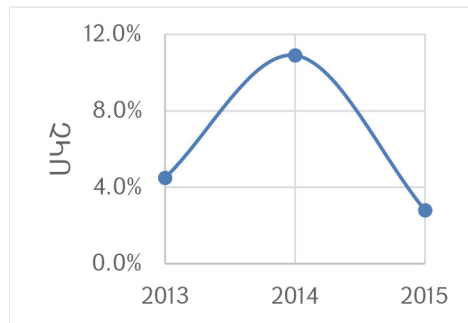
Շահութաբերության գործակիցները գնահատում են կազմակերպության շահույթ գեներացնելու կարողությունը, հաշվի առնելով կատարված ծախսերը: Համախառն, գործառնական և զուտ շահութաբերության գործակիցները ամենալայն կիրառությունն ունեն, որոնք նկարագրում են կազմակերպության եկամտաբերությունը գործունեության տարբեր աստիճաններում: Զուտ շահույթի մարժան (ՋՇՄ) առավել ընդգրկում գործակից է, քանի որ այն օգտագործում է շահույթի և վնասների հաշվետվության ամենակարևոր ցուցանիշը՝ զուտ շահույթը: ՋՇՄ-ն շահութաբերության հաշվարկման լավագույն գործակիցն է, քանի որ այն ցույց է տալիս՝ կազմակերպությունը ինչպիսի արդյունավետությամբ է բաժնետերերի համար հասույթից գեներացնում շահույթ:

Շրջանառության կամ արդյունավետության գործակիցները էական նշանակություն ունեն, քանի որ դրանք գնահատում են կազմակերպության ակտիվների օգտագործման արդյունավետությունը շահույթ գեներացնելու համար: Արդյունավետության գործակիցներ, որպես կանոն, օգտագործվում են կազմակերպության ակտիվների և պարտավորությունների օգտագործման արդյունավետու-

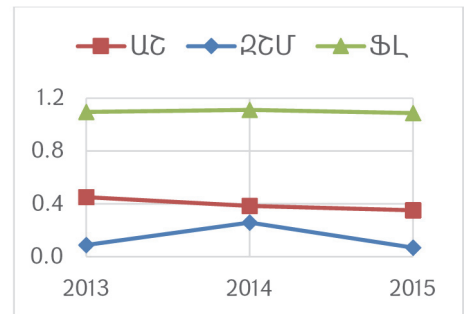
թյունը գնահատելու համար: Թեև շահութաբերությունը կարևոր է, սակայն այն միշտ չէ, որ լիովին ցույց է տալիս, թե կազմակերպությունը ինչպիսի արդյունավետությամբ է ստեղծում ապրանքներ և ծառայություններ: Կազմակերպության կողմից գեներացրած շահույթը ցույց է տալիս նրա գործունեության արդյունքը, չմանրամասնելով, թե ինչպիսի արդյունավետությամբ է այն կառավարում դիվիդենտները, պարտքը և այլ ցուցանիշները [5]: Հարկ է նշել, որ Դյուպոն մեթոդում կրկին ընդգրկված է արդյունավետության/ շրջանառության գործակից-ներից ամենաէականը՝ ակտիվների շրջանառությունը:

Վճարունակության գործակիցները գնահատում են կազմակերպության ֆինանսական պարտավորությունները վճարելու ունակությունը: Ֆինանսական լծակը ցույց է տալիս, թե կազմակերպության կապիտալի որ մասն է ֆինանսավորվում պարտքով: Պարտքի միջոցով ֆինանսավորումը կարող է և՛ օգտական լինել, և՛ վնասակար: Եթե պարտքի եկամուտները ներդրվեն այնպիսի նախագծերում, որոնք ապահովում են բարձր եկամտաբերություն, ապա կազմակերպությունը կարողանում է կատարել պարտքը մարելու համար վճարումները: Սակայն պարտքի միջոցով ֆինանսավորումը բարձր եկամտաբերություն չապահովելու պարագայում բացասական է անդրադառնում կազմակերպության ֆինանսական կայունության վրա: Դյուպոն մեթոդում վճարունակության գործակիցներից ընդգրկված է ֆինանսական լծակը, որը ուղղակիորեն ցույց է տալիս պարտքի չափը կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքում:

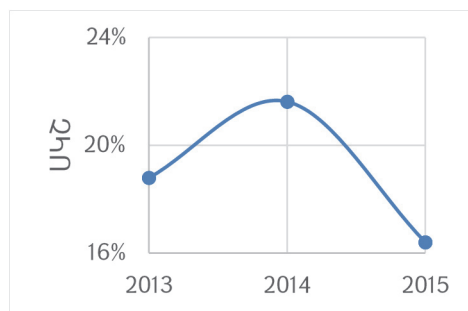
Էեռահաղորդակցության ոլորտի ամենամեծ մասնաբաժինն ունեցող հասվածը բջջային հեռախոսակապի ծառայությունների մատուցման շուկան է: ՀՀ բջջային հեռախոսակապի ծառայությունների մատուցման շուկայում գործում են 3 կազմակերպություններ՝ «ԱրմենՏել» ՓԲԸ-ն իր «Beeline» ապրանքանիշով, «Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ-ն իր «Vivacell-MTS» ապրանքանիշով և «Յուքոմ» ՍՊԸ-ն, որին 2015 թ. միացել է «Orange Armenia» ընկերությունը: Նշենք, որ 2013-2014 թթ. հաշվետվությունները «Orange Armenia» ընկերությանն են: 2015 թ-ին միանալով «Յուքոմ» ընկերությանը՝ «Orange Armenia»-ն հանդես է գալիս նրա անվան տակ: Սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնների վերլուծությունը կատարվել է բջջային հեռախոսակապի ծառայությունների մատուցման շուկայի 3 կազմակերպությունների օրինակով: Դյուպոն գործակիցները հաշվարկելու համար օգտագործվել են «ԱրմենՏել» ՓԲԸ-ի, «Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ-ի և «Յուքոմ» ՍՊԸ-ի ֆինանսական հաշվետվությունների տվյալները [6,7,8]. Արդյունքները պատկերված են նկ. 1,2,3,4 -ում և աղյուսակում:



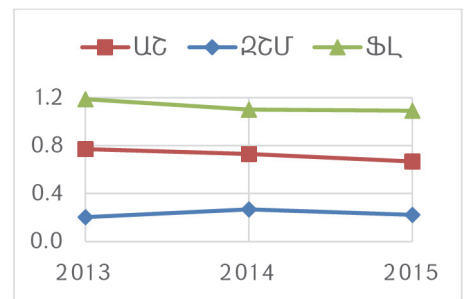
Նկ. 1. «ԱրմենՏեյլ» ՓԲԸ-ի ՍԿՇ-ն դինամիկան



Նկ. 2. «ԱրմենՏեյլ» ՓԲԸ-ն ՍԿՇ-ը բնորոշող ցուցանիշների դինամիկան



Նկ. 3. «Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ-ն ՍԿՇ-ն դինամիկան



Նկ. 4. «Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ-ն ՍԿՇ-ը բնորոշող ցուցանիշների դինամիկան

ՍԿՇ-ն փոփոխությունների դինամիկան վկայում է այն մասին, որ կազմակերպությունների ֆինանսական վիճակը 2014 թ.-ին բարելավվել է, սակայն 2015 թ.-ին վատթարացել է: Ըստ աղյուսակի արդյունքների՝ «Յուբոմ» ՍՊԸ-ի սեփական կապիտալի շահութաբերությունը բացասական է 2013-2015 թթ. Ընկած ժամանակահատվածում, քանի որ կազմակերպությունը կրել է մեծ վնասներ. ՋՇՄ-ն ունի բացասական արժեք: Անկախ ՍԿՇ-ն դինամիկայից՝ ակնհայտ է, որ «Ղ-Տելեկոմ» ընկերության ՍԿՇ-ն բացարձակ արժեքով ամենամեծն է, որը շուկայում ընկերության առաջատար լինելու գրավականներից մեկն է: Նկ. 2, 4-ում և աղյուսակում ներկայացված են ՍԿՇ-ի որոշիչ գործակիցները: Համեմատելով արդյունքները՝ կարելի է ասել, որ «Ղ-Տելեկոմ» ընկերության ֆինանսական արդյունավետությունը բավականին բարձր է մրցակիցներից, քանի որ ոչ միայն ԱՇ-ն, այլև ՋՇՄ-ն ավելի մեծ արժեքներ ունեն:

«Յուքոմ» ՍՊԸ-ն ՍԿՇ և դրանք բնորոշող ցուցանիշների դինամիկան

Տարի	2013	2014	2015
Սեփական կապիտալի շահութաբերություն	-10.08%	-11.85%	-85.77%
Զուտ շահույթի մարժա	-0.163	-0.173	-0.118
Ակտիվների շրջանառություն	0.489	0.504	0.278
Ֆինանսական լծակ	1.264	1.361	25.946

Վերլուծության արդյունքները փաստում են, որ «Ղ-Տելեկոմ» ընկերությունը 2013-2015 թթ-ին ընկած ժամանակահատվածում, լինելով շուկայի առաջատարը, ոչ միայն ֆինանսական ավելի մեծ արդյունավետություն է ապահովել, այլև շահութաբերության բարձր մակարդակ: «Ղ-Տելեկոմ» ընկերությանը հաջորդում է «ԱրմենՏել» ընկերությունը՝ համեմատաբար ցածր ֆինանսական արդյունավետությամբ և շահութաբերությամբ: «Յուքոմ» ընկերության ֆինանսական ցածր արդյունավետության պատճառներից մեկը կարող է լինել շուկա համեմատաբար ուշ մուտք գործելու և տեղակայվելու փաստը: Բացի այդ, «Orange Armenia» ընկերությունը 2013-2014 թթ. ընթացքում կրել է մեծ վնասներ. աղյուսակից երևում է, որ ՖԼ-ն 2015 թ-ին բավականին մեծ արժեք ունի, ինչը ցույց է տալիս, որ ընկերությունների միացման արդյունքում պարտքի մեծ ծավալ է առաջացել կապիտալի կառուցվածքում: Պետք է նշել, որ ԱՇ-ն «Ղ-Տելեկոմ» ընկերությունում բավականին բարձր է՝ համեմատած մրցակիցների հետ, ինչը վկայում է այն մասին, որ ակտիվների կառավարումը «ԱրմենՏել» և «Յուքոմ» ընկերություններում արդյունավետ չէ: Ուստի, «ԱրմենՏել» և «Յուքոմ» ընկերությունները ՍԿՇ-ն մեծացնելու համար պետք է լավարկեն իրենց ակտիվների կառավարումը:

ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. **Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F.** Principles of corporate finance. - New York, NY: McGraw-Hill/Irwin, 2006.-875 p.
2. **Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C.** Financial Management: Theory and Practice (13-th ed.). - Australia: South-Western Cengage Learning, 2011.- 1119 p.
3. **Liesz, T.J.** Really modified Du Pont analysis: Five ways to improve return on equity. // SBIDA Conference Proceedings. - (2002)-P.10.
4. **Liesz, T. J., & Maranville, S. J.** Ratio Analysis featuring the Dupont Method: an overlooked topic in the finance module of small business management and entrepreneurship courses // Small Business Institute® Journal, -2011.-1(1).-P. 17-34.

5. **Herciu, M., Ogorean, C., & Belascu, L.** A Du Pont Analysis of the 20 Most Profitable Companies in the World //2010 International Conference on Business and Economics Research. -2011. –I. - P. 45-48.
6. «ԱրմենՏել» ՓԲԸ-ն ֆինանսական հաշվետվություններ
<https://beeline.am/am/financialindicators>
7. «Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ-ի ֆինանսական հաշվետվություններ
<http://www.mts.am/en/company/financial-reports>
8. «Յուքոմ» ՍՊԸ-ի ֆինանսական հաշվետվություններ
<https://www.ucom.am/hy/footer/general/reports/>

Д.А. ХАРАТЯН

**ДЕТЕРМИНАНТЫ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ СОБСТВЕННОГО
КАПИТАЛА И ИХ СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДЛЯ
ОРГАНИЗАЦИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ РА**

Исследованы детерминанты рентабельности собственного капитала (норма прибыли, оборачиваемость активов, финансовый рычаг) для организаций телекоммуникационной отрасли РА: ЗАО “Арментел”, ЗАО “К-телеком” и ЛТД “Юком”. Сделан сравнительный анализ полученных результатов.

Ключевые слова: детерминанты рентабельности собственного капитала, Дюпон- модель.

D.A. KHARATYAN

**DETERMINANTS OF RETURN ON EQUITY AND THEIR
COMPARATIVE ANALYSIS FOR THE COMPANIES OF THE
TELECOMMUNICATION FIELD OF RA**

Determinants of return on equity (asset turnover, net profit margin and financial leverage) are studied for the companies of the telecommunication field, such as: “Armentel” CJSC, “Gh-telecom” CJSC and “Ucom” LTD. A Comparative analysis of the results obtained is carried out.

Keywords: determinants of return on equity, DuPont model.