

УДК 658.155.2

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО РОЗУМІННЯ ПОНЯТТЯ «ДИВІДЕНТНА ПОЛІТИКА» ЯК ФАКТОРА УПРАВЛІННЯ ВЛАСНИМ КАПІТАЛОМ

Григораш Т.Ф., Артеменко В.В., Бондаренко А.О.

Університет митної справи та фінансів

Досліджено теоретичні підходи до розуміння поняття «дивідентна політика» як фактора управління власним капіталом. Визначено мету, етапи та типи дивідендної політики. Виділено основні форми виплати дивідендів. Встановлено підходи до формування дивідендної політики. Визначено пропозиції для метою підвищення ефективності дивідендної політики.

Ключові слова: дивідентна політика, прибуток, нерозподілений прибуток, капіталізована прибутковість, альтернативні доходи.

Постановка проблеми. Останніми роками проблема розподілу прибутку підприємства набуває особливої актуальності для суб'єктів господарювання. Для успішного функціонування підприємства прибуток, що залишається в його розпорядженні, має бути розподілено на дві основні частини: фонд виплати винагороди власникам підприємства у формі дивідендів на акції або у формі процентів на пайові внески; фонди розвитку підприємства в наступному періоді. Процес такого розподілу прибутку називають дивідендною політикою підприємства, варіанти якої визначають його власники та фінансові менеджери [4].

Виразенням грошових нагромаджень, створених підприємствами будь-якої форми власності, є прибуток. Як економічна категорія він характеризує фінансовий результат підприємницької діяльності підприємств. Прибуток є показником, який найбільш повно відображає ефективність виробництва, обсяг і якість виробленої продукції, стан продуктивності праці, рівень собівартості. Тому ефективне керування процесами формування, а також доцільний розподіл і раціональне використання прибутку є факторами, які прямо пропорційно впливають на обсяг формування прибутку підприємства у майбутніх періодах.

Одним із напрямів розподілу прибутку є виплата дивідендів акціонерам. Дивіденди являють собою грошовий дохід акціонерів і деякою мірою сигналізують їм про те, що підприємство, в акції якого вони вклали свої кошти, працює успішно. Формування дивідендної політики підприємства є одним із найбільш складних завдань фінансового менеджменту в сучасних умовах. Необхідність вирішення цього завдання обумовлена забезпеченням вимог фінансової стратегії щодо підвищення ринкової вартості підприємства, інвестиційної політики, політики формування власних фінансових ресурсів [2].

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Над питанням удосконалення дивідендної політики акціонерних товариств працюють як зарубіжні так і вітчизняні вчені-економісти, серед яких: Г. Александер, Дж. Бейлі, С. Бріггем, М. Гордон, М. Короленко, Дж. Лінтнер, С. Лук'янчук, М. Міллер, Фр. Моділіані, Я. Невмержицький, Б. Стеценко, В. Шапран, У. Шарп. Разом з тим, дослідження різних типів дивідендної політики підприємства та пошук найбільш оптимального варіанту серед них залишається

актуальним завданням сучасного процесу корпоративного управління та розвитку.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Основною проблемою, що вирішується під час проведення дивідендної політики, а саме під час розподілення чистого прибутку, є оцінка можливості його реінвестування за більш високою ставкою [6].

Мета статті. Головною метою цієї статті є теоретичний аналіз та узагальнення підходів до дивідендної політики.

Виклад основного матеріалу. Під поняттям «дивіденд» зазвичай прийнято розуміти прибуток, що періодично (зазвичай щорічно) виплачується акціонерам за кожен акцію з прибутку акціонерного товариства [1].

Складовою дивідендної політики підприємства є вибір найприйнятнішої для всіх зацікавлених сторін форми виплати дивідендів. Загалом дивіденди можуть виплачуватися в таких формах:

- грошова;
- не грошова;
- змішана форма;
- приховані дивіденди.

Величина дивідендів не є постійною, а формується залежно від суми прибутку та частки, що розподіляється між акціонерами. Тому розробка і реалізація ефективної дивідендної політики є одним з важливих напрямів діяльності фінансового менеджера і потребує глибокого розуміння факторів, що на неї впливають, а також зв'язків з іншими управлінськими рішеннями.

Формування дивідендної політики для кожної компанії має свої особливості, обумовлені багатьма факторами. Проте, на наш погляд, Албакін Т. та Албакін А. найточніше виділяють загальні етапи:

- вибір виду дивідендної політики відповідно до розробленої стратегії розвитку;
- визначення умов та форм виплати дивідендів;
- оцінка ефективності дивідендної політики.

Як відомо, початком широких наукових дискусій стосовно дивідендної політики послугувала стаття М. Міллера і Ф. Моділіані. Автори показали, що в умовах досконалого ринку вартість фірми не залежить від дивідендного вибору, а багатство акціонерів, на їхню думку, визначається здатністю фірми генерувати прибуток, і в більшій мірі залежить від ефективності інвестиційної політики, а не від способів розподілу прибутку. Представлена ними модель заклала основи

теорії іррелевантності дивідендів. Іншими словами, дивідендна політика не є фактором впливу на ринкову вартість фірми, з чого випливало, що дивіденди повинні нараховуватися за залишковим принципом після фінансування прийнятних інвестиційних проектів [11].

Розвиток теоретичних підходів до питання про дивідендну політику в подальшому здійснювався з урахуванням зниження значущості припущень іррелевантності дивідендів.

Майрон Гордон і Джон Лінтнер виступали опонентами теорії незалежності дивідендної політики і в своїх працях стверджували, що дивідендна політика істотна і впливає на величину сукупного багатства акціонерів. Інвестори завжди прагнуть виключити або звести до мінімуму фінансовий ризик, тому для них краще отримати дивіденди, ніж очікувати майбутніх доходів, які можливі у разі продажу акцій. Крім того, поточні дивідендні виплати зменшують рівень невизначеності інвесторів щодо доцільності і вигідності інвестування в дану компанію, тим самим їх задовольняє менша норма прибутку на інвестований капітал, що використовується в якості коефіцієнта дисконтування, що призводить до зростання ринкової оцінки акціонерного капіталу.

На їхню думку, ринок буде оцінювати компанію, які виплачують великі дивіденди, значно вище. Ця теорія, відома також як теорія суттєвості дивідендної політики або «синиці в руках», виходить з того, що існує дивідендна політика, яка визначає цільовий (оптимальний) розмір дивідендів [12].

У західній літературі також широкої популярності набув так званий маржинальний принцип нерозподіленого прибутку. Його сутність полягає в тому, що капітальні проекти, які фінансуються за рахунок нерозподіленого прибутку, повинні приносити вищу ставку прибутку, ніж той капітал, котрий одержують акціонери у вигляді дивідендів. У даному випадку мова йде про альтернативні доходи (opportunity cost – «ціну шансу»), тобто одержання більш високого доходу за альтернативним видом інвестицій [7].

Підвищена увага вітчизняних і зарубіжних науковців до різних аспектів дивідендної політики визначається рядом обставин. Основні з них, на наш погляд, сформульовані Д. Шимом і Д. Сигелом, які відзначають наступне:

- по-перше, дивідендна політика впливає на відносини з інвесторами. Акціонери негативно ставляться до компаній, які скорочують дивіденди, тому що пов'язують таке скорочення з фінансовими труднощами компанії і можуть продати свої акції, спричиняючи на зниження їх ринкової ціни;

- по-друге, дивідендна політика впливає на фінансову програму і бюджет капіталовкладень підприємства;

- по-третє, дивідендна політика впливає на рух грошових коштів підприємства («компанія з низькою ліквідністю може бути вимушена обмежити виплати дивідендів»);

- по-четверте, дивідендна політика скорочує власний капітал, оскільки дивіденди виплачуються з нерозподіленого прибутку. В результаті це приводить до збільшення коефіцієнта співвідношення боргових зобов'язань і акціонерного капіталу [3].

До найбільш дискусійних і значущих чинників, що визначають поведінку інвесторів на ринку, відносять рівень оподаткування доходів інвесторів. Праці Роберта Літценберґера і Крішні Рамасвами поклали початок теорії податкової диференціації, згідно з якою з позиції акціонерів пріоритетне значення має не дивідендна, а капіталізована прибутковість, так як дохід від капіталізації обкладався меншим податком, ніж доходи, отримані у вигляді дивідендів. Якщо ставка податку на дивіденди більше ставки податку на дохід від приросту капіталу, то інвестори вимагають підвищеної прибутковості вкладень в акції фірм, які виплачують дивіденди, що призводить до зниження ціни акції. Таким чином, фірмам стає невигідно виплачувати високі дивіденди. Важливість теорії податкової диференціації підтверджується увагою влади до податкового регулювання рівня виплат дивідендів [13].

Проведемо аналіз дивідендної політики на прикладі підприємства ПАТ «Волиньголовпостач». Підприємство використовує прогресивний дивіденд. Цей вид дивідендної політики досить часто застосовується у практиці акціонерних корпорацій і полягає у розрахунку вартості дивідендів у залежності від розміру отриманого прибутку. Політика прогресивного дивіденду характерна для привілейованих акцій, проте деякі корпорації можуть застосовувати її і до звичайних акцій. Позитивний аспект такого застосування – наближення звичайних акцій за своїми характеристиками ризику до привілейованих акцій при одинарній наявності в них, як і в усіх інших звичайних акцій, права на участь в управлінні компанією.

Показники дивідендної політики ПАТ «Волиньголовпостач» представлено у таблиці 1.

Таблиця 1
Показники дивідендної політики
ПАТ «ВГП» за 2014-2016 рр.

Показники	2014	2015	2016	Відхилення
1. Середньорічна кількість простих акцій, грн.	2432302	2432302	8832302	6400000
2. Чистий прибуток (збиток) на одну акцію, грн	758,95	63,73	838,97	80,02
3. Дивіденди на одну просту акцію, грн.	– 0,23	–	–	–
4. Коефіцієнт цінності акцій	3299,0	277,0	3647,0	348
5. Рентабельність акції, %	0,03	0,36	0,027	-0,003

Розроблено авторами за даними офіційного сайту ПАТ «ВГП» [8]

Як бачимо з таблиці 1, середньорічна кількість простих акцій на підприємстві у 2016 році порівняно з 2014-2015 роками зросла на 6400 тис. грн. (72,5%), чистий прибуток на одну акцію порівняно з 2014 роком зріс на 80,02 грн. (9,5%). Незважаючи на це, розмір дивідендів на одну просту акцію, сплачених у 2015 році, був дуже малий – 23 коп. Разом з тим простежується зростання коефіцієнта цінності акцій, при цьо-

му рентабельність акцій зменшується, тобто витрати на оплату дивідендів зменшуються, хоча попит на акції товариства на ринку зростає, що є свідченням доволі привабливої дивідендної політики ПАТ «ВГП».

Стандартною формою виплати дивідендів на ПАТ «ВГП» є грошова. На ПАТ «ВГП» практикується також виплата дивідендів акціями нової емісії. Це є найкращою формою для підприємства, оскільки попереджає вплив фінансових ресурсів.

При використанні цієї форми дивідендних виплат ПАТ «ВГП» досягає таких цілей:

- задоволення інтересів деяких акціонерів щодо отримання поточних доходів за рахунок продажу на ринку додатково одержаних акцій;

- одержання податкових пільг (зокрема, відповідно до ст. 159 ПКУ) [9] від оподаткування звільняються дивіденди, виплачені у формі корпоративних прав, якщо така виплата не змінює пропорцій участі акціонерів у статутному капіталі, а також емітент не включає суму реінвестованих дивідендів і в склад валового доходу;

- посилення позицій підприємства на ринку корпоративного контролю.

Підходи до проблем встановлення ставок оподаткування цих двох видів доходів за окремими категоріями платників податків у різних країнах по-різному. Наприклад, у Німеччині та Японії ставка податку на прибуток вище, ніж на дивіденди, а у Франції – нижче; у Великобританії, Австралії, Канаді ставки податку на дивідендний дохід і реінвестований прибуток однакові [10]. У багатьох країнах ставки податків диференційовані по відношенню до різних категорій платників податків, тому часто дивідендна політика акціонерних товариств формується в залежності від тієї чи іншої групи інвесторів.

Також науковці виділяють сигнальну теорію дивідендів або «теорію сигналізування». Ця теорія побудована на тому, що основні моделі оцінки поточної реальної ринкової вартості акцій у якості базисного елемента використовують розмір дивідендів, що виплачуються за нею. Таким чином, ріст рівня дивідендних виплат визначає автоматичне зростання реальної, а також дивідендної ринкової вартості акцій, що в результаті їх реалізації приносить акціонерам додатковий дохід. Крім того, виплата високих дивідендів «сигналізує» про те, що компанія знаходиться на підйомі й очікує суттєве зростання прибутку в наступному періоді.

Згідно з теорією відповідності дивідендної політики складу акціонерів (або «теорія клієнтури») компанія повинна здійснювати таку дивідендну політику, яка відповідає очікуванням більшості акціонерів, їх менталітету. Якщо основний склад акціонерів надає перевагу поточному доходу, то дивідендна політика повинна виходити з переважного напрямку прибутку на цілі поточного споживання. І навпаки, якщо основний склад акціонерів надає перевагу збільшенню своїх очікуваних доходів, то дивідендна політика повинна виходити з переважної капіталізації прибутку в процесі його розподілу.

Теоретично кожен із наведених видів дивідендної політики може використовуватись підприємством протягом певного періоду діяльності заради досягнення певної мети. Вибір і прак-

тична реалізація конкретного виду дивідендної політики підприємства зумовлена рядом факторів економічного, правового, соціального й адміністративного впливу. Таким чином, періодичне застосування конкретного варіанту дивідендної політики вимагає виваженого, економічно обґрунтованого підходу з урахуванням особливостей національної економіки, специфіки конкретного підприємства та особливостей його діяльності [5].

Практичне використання цих теорій дозволило виділити три підходи до формування дивідендної політики – «консервативний», «помірний» («компромісний») і «агресивний». Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики (таблиця 2).

Таблиця 2

Основні типи дивідендної політики

Визначальний підхід до формування дивідендної політики	Типи дивідендної політики
1. консервативний підхід	1. залишкова політика дивідендних виплат 2. політика стабільного розміру дивідендних виплат
2. помірний (компромісний) підхід	3. політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди
3. агресивний підхід	4. політика стабільного рівня дивідендів 5. політика постійного зростання розміру дивідендів

Джерело: [14]

Залишкова політика дивідендних виплат передбачає, що фонд виплати дивідендів створюється після того, як за рахунок прибутку задоволена потреба у формуванні власних фінансових ресурсів, що забезпечують, повною мірою, реалізацію інвестиційних можливостей підприємства. Якщо за наявними інвестиційними проектами рівень внутрішньої ставки дохідності перевищує середньозважену вартість капіталу (або інший вибраний критерій, наприклад, коефіцієнт фінансової рентабельності), то основна частина прибутку повинна бути спрямована на реалізацію таких проектів, оскільки вона забезпечить високий темп росту капіталу (відкладеного доходу) власників. Перевагою політики цього типу є забезпечення високих темпів розвитку підприємства, підвищення його фінансової стійкості. Недолік цієї політики полягає в нестабільності розмірів дивідендних виплат, повній непередбачуваності їх розмірів у наступному періоді і навіть відмові від їх виплат у період високих інвестиційних можливостей, що негативно відбивається на формуванні рівня ринкової ціни акцій. Така дивідендна політика використовується, зазвичай, лише на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, пов'язаних з високим рівнем його інвестиційної активності. Приклади дивідендної політики можна представити у таблиці 3.

Висновки і пропозиції. Відповідно до поставленої мети, в статті проведено теоретичний аналіз та узагальнення підходів до дивідендної політики.

Проведене дослідження дає можливість зробити наступні висновки.

Дивідендна політика – це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприєм-

Таблиця 3

Приклади дивідендної політики

Назва	Характеристика	Переваги	Недоліки
1. Політика стабільного розміру дивідендних виплат	Передбачає виплату незмінної їх суми протягом тривалого періоду (при високих темпах інфляції сума дивідендних виплат коректується на індекс інфляції).	Перевагою є надійність, яка створює почуття впевненості в акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин, визначає стабільність котирування акцій на фондовому ринку.	Недоліком є слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства, відповідно у періоди несприятливої кон'юнктури та низького розміру формованого прибутку інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля.
2. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди	Така дивідендна політика дає найбільший ефект на підприємствах з нестабільним у динаміці розміром формування прибутку.	Перевагою є стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімально передбаченому розмірі при високому зв'язку з фінансовими результатами діяльності підприємства, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності.	Недоліком є те, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується і, відповідно, падає їх ринкова вартість.
3. Політика стабільного рівня дивідендів	Передбачає встановлення довготривалого нормативного коефіцієнта дивідендних виплат відносно суми прибутку.	Перевагою є простота її формування та тісний зв'язок з розміром формованого прибутку.	Недоліком є нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, що визначається нестабільністю суми формованого прибутку.
4. Політика постійного зростання розміру дивідендів	Передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат у розрахунку на одну акцію.	Перевагою є забезпечення високої ринкової вартості акцій компанії і формування її позитивного іміджу у потенційних інвесторів при додаткових емісіях.	Недоліком є відсутність гнучкості в її проведенні та постійне зростання фінансової напруженості – якщо темп зростання коефіцієнта дивідендних виплат зростає, то інвестиційна активність скорочується, а коефіцієнти фінансової стійкості знижуються.

ства у сфері виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. Приймаючи рішення стосовно дивідендної політики, слід враховувати, що вони впливають на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства: величину самофінансування, структуру капіталу, ціну залучення фінансових ресурсів, ринковий курс корпоративних прав, ліквідність та ряд інших. Найбільш чітко вираженим є зв'язок між дивідендною політикою та самофінансуванням підприємства: чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій.

З метою підвищення ефективності дивідендної політики слід взяти до уваги наступні пропозиції:

1. Здійснення прогнозування фінансових потреб з урахуванням факторів: рівня економічної активності на ринку; майбутньої частки ринку; виробничо-посередницьких можливостей під-

приємства; стратегії ціноутворення; інфляційних впливів; впливу рекламних кампаній, умов кредитування, просування товарів тощо.

2. З урахуванням існуючих недоліків у законодавчому регулюванні дивідендної політики в Україні, чітко і точно зазначати в протоколі загальних зборів акціонерів наступне: суму, що направляється на виплату дивідендів; дату складання відомості нарахування дивідендів і обґрунтування цієї дати; порядок повідомлення акціонерів про виплату дивідендів; дату початку виплати дивідендів; спосіб виплати та адресу пункту виплати (каса акціонерного товариства, банк і т.д.); місцезнаходження реєстратора для уточнення реквізитів акціонерів.

3. Визначення способу отримання дивідендів в анкеті акціонера.

4. При здійсненні дивідендної політики виплат використовувати основні положення теорії задоволення вподобань інвесторів.

Список літератури:

1. Закон України «Про акціонерні товариства» р. 17.09.2008 № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50-51. – С. 384.
2. Аналіз практики дивідендних виплат [Електронних ресурс] / Н.В. Харченко // Вісник Полтавської державної аграрної академії, 2012. – № 1. – 148-153 с. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/chem_chem_biol/VPDAA/2012
3. Беженар Т.В. Особливості проведення дивідендної політики на вітчизняних акціонерних товариствах [Електронний ресурс] / Т.В. Беженар, О.С. Козачок. – Режим доступу: http://asconf.com/rus/archive_view/1106
4. Віннікова В. Сутність та зміст р. дендної політики підприємства [Текст] / В. Віннікова // Вісник ТНЕУ, 2011. – № 4. – С. 77-82.
5. Круглова О.А. Систематизація показників оцінки ефективності дивідендної політики підприємства / О.А. Круглова, В.В. Віннікова // Економічний простір: зб. Наук. р. – Дніпропетровськ: ПДАБА, 2011. – № 55. – С. 230-239.

6. Салига К. Дивідендна політика підприємства як напрям покращення його інвестиційної привабливості [Текст] / К. Салига, А. Стринадко // Економічний аналіз. – 2011. – Вип. – 8. Частина 2. – С. 59-61.
7. Свідерська І.М. Проблеми реалізації дивідендної політики підприємств [Електронний ресурс] / І.М. Свідерська // Режим доступу: http://www.rusnauka.com/25_PNR_2013/Economics/3_143876.doc.htm
8. Янчева Л.М. Дивіденди: теорія, практика, облік: [монографія] / Л.М. Янчева, Н.С. Акімова, Т.В. Бочуля. – Х.: ХДУХТ, 2010. – С. 177.
9. Інтернет-портал ПАТ «ВГП» [Електронний ресурс] – <http://ruta.ua/ua/vgp/>
10. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] – <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>
11. Miller M.H. Dividend Policy, Growth and the Valuation Shares / M.H. Miller, F. Modigliani // Journal of Business. – 1961. – № 34. – P. 411-433.
12. Gordon M.J. Dividends, Earnings, and Stock Prices / M.J. Gordon // Review of Economics and Statistics. – 1959. – № 41. – P. 99-105.
13. Litzemberger R.H. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices / R.H. Litzemberger, K. Ravaswamy // Journ. Financial Econ. – 1979. – June. – P. 163-196.
14. Дивідендна політика [Електронний ресурс] -http://pidruchniki.com/12210605/investuvannya/dividendna_politika

Григораш Т.Ф., Артеменко В.В., Бондаренко А.А.

Університет таможенного дела и финансов

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ПОНЯТИЮ «ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА» КАК ФАКТОРА УПРАВЛЕНИЯ СОБСТВЕННЫМ КАПИТАЛОМ

Аннотация

Исследованы теоретические подходы к понятию «дивидендная политика» как фактора управления собственным капиталом. Определены цель, этапы и типы дивидендной политики. Выделены основные формы выплаты дивидендов. Установлены подходы к формированию дивидендной политики. Определены предложения с целью повышения эффективности дивидендной политики.

Ключевые слова: дивидендная политика, прибыль, нераспределенная прибыль, капитализированная прибыль, альтернативные доходы.

Grigorash T.F., Artemenko V.V., Bondarenko A.O.

University of Customs and Finance

THEORETICAL GOING NEAR CONCEPT «DIVIDEND POLITICS» AS MANAGEMENT FACTOR BY PROPERTY ASSET

Summary

Theoretical approaches to the notion of «dividend policy» as a factor of managing own capital have been explored. The purpose, stages and types of dividend policy have been defined. The main forms of dividend payment have been singled out. Approaches to the formation of dividend policy have been established. The proposals for improving the effectiveness of dividend policy have been determined.

Keywords: dividend policy, profit, retained earnings, capitalized profit, alternative incomes.