

ДИВИДЕНДНА ПОЛІТИКА АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ: ВИКЛИКИ СУЧАСНОСТІ

Чубка О.М., Скоропад І.С., Ярошевич Н.Б.

Національний університет «Львівська політехніка»

Розкрито концептуальні положення формування дивідендної політики (у розрізі теорій, підходів, типів, форм виплати дивідендів). Показано відповідність теорій дивідендної політики їх підходам та типам. Наведено переваги та недоліки типів дивідендної політики та способам виплати дивідендів. На основі даних акціонерних товариств, що належать до ТОП-10 за обсягом сплачених дивідендів в Україні, визначено особливості дивідендної політики в сучасних умовах господарювання. Встановлено рівень впливу дивідендних виплат на ринкову ціну акцій товариств.

Ключові слова: дивідендна політика, теорії, підходи, типи, виплата дивідендів, ринкова ціна акцій.

Постановка проблеми. Однією із найважливіших ознак, що відрізняє акціонерне товариство від інших організаційно-правових форм, є здійснення дивідендної політики. Її основний зміст полягає у знаходженні компромісу у задоволенні інтересів акціонерів та фінансово-господарських потреб підприємства. Поліпшення добробуту акціонерів досягається шляхом збільшення дивідендних виплат, а розвиток підприємства – через проведення ефективної інвестиційної політики. На практиці використання чистого прибутку, який виступає об'єктом розподілу при здійсненні дивідендної політики, проводиться у двох основних напрямках: поповнення фонду споживання (виплата дивідендів) та фонду реінвестування (розвиток бізнесу). Завдання ускладнюється в кризових умовах господарювання, в яких перебуває значна частина суб'єктів господарювання. Отже, формування дієвої дивідендної політики залишається актуальним питанням діяльності акціонерних товариств.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні аспекти дивідендної політики започатковані представниками різних теорій і типів дивідендної політики, а саме Модільяні Ф., Мілер М., Блек Ф. (теорія незалежності дивідендів), Гордон М., Брігхем Е., Літнер Дж. (теорія пріоритетності дивідендів), Росс С. (арбітражна теорія), Бейкер М. (теорія задоволення вподобань інвесторів) тощо. Сучасні науковці (Віннікова В.В. [1], Григораш Т.Ф. [2], Гришко Н.С. [3], Мусієнко В.Д. [4], Тарасенко С.І. [5], Спільник І.В. [6], Суржик В.Г. [7]) продовжили дослідження механізмів реалізації дивідендної політики, приділивши достатньо уваги перевагам та недолікам конкретних її типів та підходів, особливостям здійснення дивідендної політики сучасних підприємств.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Досвід вітчизняних акціонерних товариств у здійсненні дивідендної політики перебуває на стадії становлення. У зв'язку з цим, особливості дивідендної політики в умовах мінливості глобальної економіки, нерозвинених корпоративних відносин, недосконалості фінансового ринку, нестачі інвестиційних ресурсів в Україні потребують подальшого вивчення.

Мета статті. Метою дослідження є обґрунтування теоретичних засад та особливостей проведення дивідендної політики в Україні. Досягнення зазначеної мети обумовило вирішення таких завдань:

- розкриття концептуальних положень формування дивідендної політики (у розрізі теорій, підходів, типів, форм виплати дивідендів);
- визначення особливостей дивідендної політики сучасних акціонерних товариств;
- встановлення рівня впливу дивідендних виплат на ринкову ціну акцій.

Виклад основного матеріалу. Формування дивідендної політики акціонерних товариств – це одне із найбільш складних завдань фінансового менеджменту в сучасних умовах, що обумовлене підвищенням ринкової вартості підприємства, здійсненням його інвестиційної політики, забезпеченням фінансової стійкості.

Реалізація дивідендної політики відбувається в певній послідовності, що включає аналіз факторів, що мають вплив на дивідендну політику, вибір типу дивідендної політики та відповідно до нього розподіл прибутку, визначення обсягу дивідендних виплат та форми виплати дивідендів, проведення оцінки ефективності дивідендної політики.

Дивідендна політика перебуває у тісному взаємозв'язку з різними показниками фінансово-господарської діяльності акціонерних товариств, серед яких:

- прибутковість: високі фінансові результати товариства дозволяють виплачувати дивіденди і одночасно вкладати кошти у свій розвиток, а низькі – обмежують чи скасовують дивіденди;
- рівень самофінансування: зменшення суми дивідендів дозволяє збільшити суму реінвестованого капіталу;
- фінансова стійкість (структура капіталу): сплата дивідендів зменшує приріст власного капіталу, а тезаврація прибутку – його збільшує;
- ліквідність і платоспроможність: виплата дивідендів у грошовій формі збільшує відтік грошових коштів; і навпаки, компанія з низькою ліквідністю може зменшити виплату дивідендів;
- інвестиційна привабливість: зменшення дивідендів пов'язують із фінансовими труднощами компанії, що може призвести до продажу акцій акціонерами.

Крім перерахованих показників, дивідендна політика пов'язана з ринковим курсом акцій, що виступає об'єктом дискусій багатьох науковців – прихильників і противників взаємозв'язку між виплатою дивідендів і вартістю акцій. Так, представники теорії незалежності, якій відповідає консервативний підхід (рис. 1) вважають, що

Теорії		Підходи	Типи			
Назва	Характеристика		Назва	Переваги	Недоліки	
Незалежності дивідендів (іррелевантності, нейтральності, політики)	Сума виплачених дивідендів не впливає на ринковий курс акцій, тому що останній визначається отриманими доходами товариства та потенціалом його розвитку. Віддається перевага отриманню вигоди у довгостроковому періоді через віддачу коштів в інвестований у товариство капітал порівняно із виплатою акціонерам дивідендів.	Консервативний	Залишкова політика дивідендних виплат	Реінвестування максимальної суми коштів у розвиток товариства, зменшення ризику банкрутства	Виплата дивідендів акціонерам залежить від фінансових результатів діяльності товариства (може бути незначною або взагалі відсутньою)	
Пріоритетності дивідендів (переваги дивідендів, «синиця в руках»)	Ринковий курс акцій залежить від виплати дивідендів: при їх невиплаті ринкова ціна акцій залишається незмінною, що стримує приплив інвестицій у це товариство; виплата дивідендів зумовлює зростання ринкової ціни акцій, що дає можливість їх власникам отримати більший дохід при продажі акцій. Віддається перевага максимізації дивідендних виплат порівняно з капіталізацією прибутку: «краще синиця в руках, ніж журавель у небі».		Агресивний	Політика стабільного рівня дивідендів	Надійність в отриманні дивідендів для акціонерів, підвищення репутації товариства, стабільність котирування акцій на ринку	Недостатність прибутку для виплати стабільних дивідендів в періоди кризи
Урегульованості і очікуваних дивідендів (сигнальна теорія дивідендів)	Виплата дивідендів впливає на зростання ринкового курсу акцій. Зростання дивідендів – це сигнал успішної діяльності товариства, а їх зменшення – фінансових проблем. Необхідно знаходити компроміс між фінансуванням інвестицій та задоволенням інтересів акціонерів щодо очікуваних дивідендних виплат. Виплата дивідендів визначається і очікуваннями акціонерів (великі інвестори схильні до реінвестування, а дрібні – до одержання дивідендів).			Політика постійного зростання розміру дивідендів	Впевненість акціонера в отриманні мінімальних дивідендів, а в сприятливі періоди – ще й додаткових виплат	Неефективне використання прибутку, відсутність власних ресурсів для довгострокового розвитку, збільшення загрози банкрутства при зниженні прибутку
		Помірний (компромісний)	Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (політика «екстра-дивідендів»)		Зниження інвестиційної привабливості акцій товариства при тривалій виплаті лише мінімальних дивідендів (без надбавок)	

Переваги	Форми виплати дивідендів	Недоліки
Здатність товариства генерувати грошовий потік	Виплата дивідендів готівкою	Виникнення подвійного оподаткування (спочатку прибутку до оподаткування, а тоді сплачених дивідендів); зменшення готівки товариства
Реінвестування прибутку для розвитку товариства; отримання акціонерами додаткового пакету акцій; зростання зареєстрованого капіталу на суму дивідендів, сплачених акціями.	Виплата дивідендів акціями	Проблеми з готівкою; зменшення ринкової вартості акцій та їх доходності в результаті збільшення кількості акцій (в обсязі більше 20%) або масового продажу акцій акціонерами
Отримання нового акціонерного капіталу, підтримання попиту на акції товариством; можливість вкладати дивіденди і збільшити власний капітал акціонером	Автоматичне реінвестування	Зниження диверсифікації портфелів цінних паперів акціонерів
Забезпечення стабільного зростання курсу акцій протягом тривалого періоду внаслідок зменшення кількості акцій в обігу та збільшення прибутку на одну акцію	Викуп акцій товариством	Можливість завищення загальної величини активів товариства

Рис. 1. Концептуальні положення формування дивідендної політики

Джерело: згруповано авторами на основі джерел [1–7]

зміна співвідношення дивідендів та реінвестованого прибутку на користь перших не впливає на ринковий курс акцій, тому немає необхідності витрачати кошти на виплату дивідендів, а доцільніше вкладати їх у розвиток підприємства, що забезпечить подальше зростання прибутку. Дивіденди можна виплачувати в тому випадку, якщо на підприємстві відсутні прийнятні інвестиційні проекти.

Натомість прихильники двох інших поширених теорій (яким відповідають агресивний і помірний підходи) притримуються протилежної думки, відстоюючи інтереси акціонерів: використання фінансових ресурсів на реінвестування знижує дохідність вкладень акціонерів, адже «кожна одиниця поточного доходу (виплаченого у формі дивідендів) у силу того, що вона очищена від ризику важить завжди більше, ніж дохід, відкладений на майбутнє, у зв'язку з притаманним йому ризиком» [3]. Стабільність виплати дивідендів, а тим більше їх збільшення, є ознакою стабільності фінансового стану товариства, його інвестиційної привабливості, внаслідок чого збільшується ринкова вартість акцій, а отже, і вартість самого підприємства. Це підтверджується численними світовими статистичними дослідженнями. Так, «американськими дослідниками достовірно

встановлено, що коли компанії оголошують про скорочення дивідендів, ринкова вартість їх акцій падає приблизно на 4,5%. В той же час, у відповідь на повідомлення щодо збільшення дивідендів ціна акцій зростає лише на 1%» [5].

«Періодичне застосування конкретного варіанту дивідендної політики вимагає виваженого, економічно обґрунтованого підходу з урахуванням особливостей національної економіки, специфіки конкретного підприємства та особливостей його діяльності» [2].

Оцінити особливості здійснення дивідендної політики в Україні доцільно на основі даних товариств, що входять до ТОП-10 за обсягом сплачених дивідендів у 2016 р. (табл. 1).

За підсумками фінансової звітності за 2016 рік акціонерні товариства сплатили дивідендів на загальну суму 5,53 млрд грн. [8].

Основні показники діяльності акціонерних товариств, що характеризують їх дивідендну політику, подані у табл. 2, а порівняння обсягу сплачених дивідендів та отриманого чистого фінансового результату наведено на рис. 2.

Такі акціонерні товариства як ПрАТ «ІНГЗК» (добування залізних руд), ПрАТ «Фоззі Рітейл» (діяльність у сфері права), ПАТ «Аграрний фонд» (оптова торгівля зерном), ПАТ «Укрелек-

Таблиця 1

Акціонерні товариства з найбільшим обсягом сплачених дивідендів за 2015–2016 рр.

Найменування емітента	Обсяг виплачених дивідендів, тис. грн.		Відсоток від загального обсягу виплачених дивідендів, %	
	2015 р.	2016 р.	2015 р.	2016 р.
ПрАТ «Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат» (ПрАТ «ІНГЗК»)	2437045	917043	15,19	16,58
ПрАТ «Фоззі Рітейл»	901463	888668	5,62	16,07
ПАТ «Укртранснафта»	156408	409789	0,98	7,41
ПАТ «Турбоатом»	219268	394403	1,37	7,13
ПАТ «Аграрний фонд»	42163	333216	0,26	6,02
ПАТ «Карлсберг Україна»	999023	316624	6,23	5,72
ПАТ «Новокраматорський машинобудівний завод» (ПАТ «НКМЗ»)	110614	221639	0,69	4,01
ПАТ «Укрелектроапарат»	162986	161388	1,02	2,92
ПрАТ «Едем»	127632	144118	0,80	2,61
ПАТ «Укрідроенерго»	393908	142790	2,46	2,58

Джерело: складено авторами за даними [8]

Таблиця 2

Показники діяльності акціонерних товариств України за 2016 р.

Емітенти	Номинальна вартість акцій, грн.	Кількість акцій, шт.	Загальна номінальна вартість, тис. грн.	Нерозподілений прибуток, тис. грн.	Чистий фінансовий результат, тис. грн.	Ринковий курс акцій, грн.
ПрАТ «ІНГЗК»	0,25	2759625600	689906	1234407	-69264	9,6916
ПрАТ «Фоззі Рітейл»	1	1980000	1980	336909	102636	-
ПАТ «Укртранснафта»	10	46022697	460227	4181881	1519285	-
ПАТ «Турбоатом»	0,25	422496520	105624	3200229	1065328	11,5
ПАТ «Аграрний фонд»	100000	50000	5000000	417476	48711	-
ПАТ «Карлсберг Україна»	1	1022432914	1022433	1764977	1005025	13
ПАТ «Укрелектроапарат»	400	223314	89326	1954517	460288	12000
ПАТ «Укрелектроапарат»	0,25	17980080	4495	29233	28729	-
ПрАТ «Едем»	1000	5000	5000	493739	154736	-
ПАТ «Укрідроенерго»	10	111855295	1118553	12211715	2209718	-

Джерело: складено авторами за даними [9]

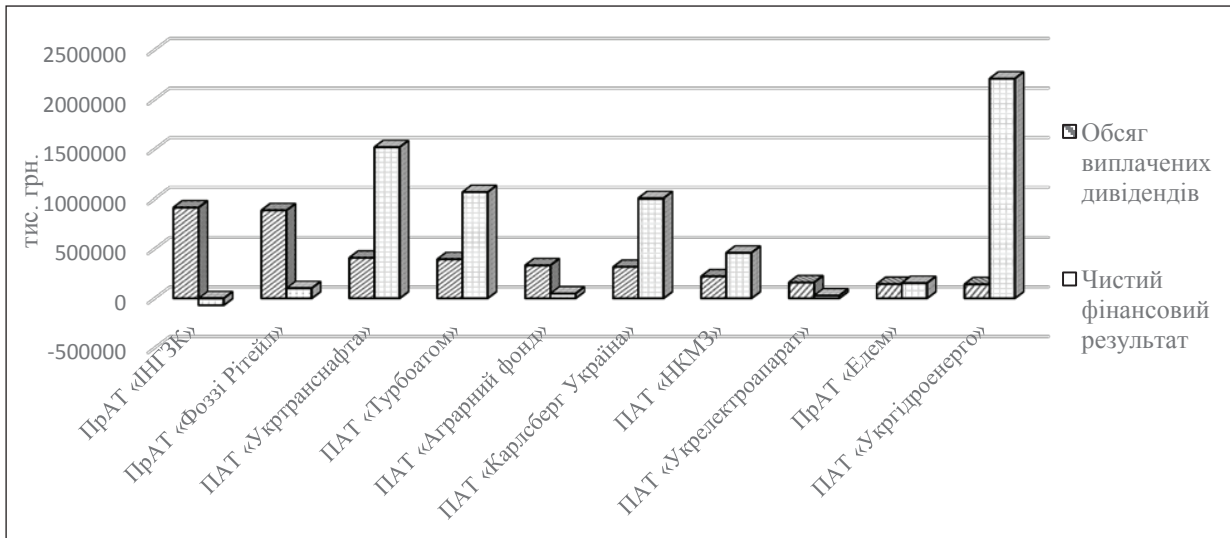


Рис. 2. Обсяг виплачених дивідендів та чистий фінансовий результат акціонерних товариств України у 2016 р.

троапарат» (виробництво електродвигунів, генераторів і трансформаторів), ПрАТ «Едем» (виробництво шпалер) при проведенні дивідендної політики використовують агресивний підхід, намагаючись максимально задовольнити інтереси акціонерів: чистий прибуток, що виступає джерелом формування фонду дивідендних виплат, у 2016 р. був меншим від суми виплачених дивідендів (для ПрАТ «ІНГЗК» рік був збитковий, а ПрАТ «Едем» 93,13% чистого прибутку спрямував на виплату дивідендів). В цьому випадку дивіденди виплачувались за рахунок такого резерву власних фінансових ресурсів як нерозподілений прибуток, що був сформований у попередні періоди. Політика товариств характеризується стабільністю виплати дивідендів навіть у несприятливі періоди та спрямована на підвищення їх інвестиційної привабливості. Акціонери почуваються цілком захищеними, вони впевнені у правильності свого вибору, що певним чином позначається на їх дивідендній історії та реакції ринку цінних паперів і потенційних інвесторів.

Практика нарахування та виплати дивідендів ПАТ «Укртранснафта» (трубопровідний транспорт), ПАТ «Укргідроенерго» (виробництво електроенергії) найбільше відповідає консервативному підходу дивідендної політики: нараховані не високі дивідендні виплати (26,97% та 6,46% від чистого прибутку), що означає пріоритетність інвестиційної діяльності товариств. Спостерігається «підключення» про задоволення інтересів акціонерів, проте в першу чергу ресурси спрямовуються на фінансування наявних напрямків розвитку бізнесу.

Решті товариств (ПАТ «Турбоатом» (виробництво двигунів і турбін), ПАТ «Карлсберг Україна» (виробництво пива), ПАТ «НКМЗ» (виробництво машин і устаткування для металургії), притаманний помірний підхід дивідендної політики: прибуток спрямований як на задоволення інтересів акціонерів (37,02%, 31,5%, 48,15% чистого прибутку спрямовано на виплату дивідендів), так і на забезпечення високих темпів розвитку товариств, підвищення їх фінансової стійкості. «Така політика сприяє мобільності товариства, а інвесторам дає впевненість в одержанні гарантованого дивіденду, що особливо доречно за

умов значної мінливості фінансових результатів. Визначення гарантованої частки дивіденду базується на песимістичних прогнозах щодо очікуваних фінансових результатів, а за результатами успішної діяльності можлива виплата додаткових дивідендів» [6].

Причинами, що спонукають керівництво товариств виділяти прибуток на виплату дивідендів є: прагнення зберегти акціонерів, котрі забезпечують фінансову стійкість товариства, утримуючи акції; задоволення інтересів в першу чергу мажоритарних, а також і міноритарних акціонерів у достатніх доходах; створення хорошої репутації товариства в очах акціонерів, потенційних інвесторів, кредиторів, інших учасників фондового ринку.

Рішення щодо виплати дивідендів сучасними акціонерними товариствами не розглядається як інструмент дії на ринкову вартість акцій в силу різних причин (небажання виставляти акції на ринку, низький рівень корпоративного управління, недотримання мінімальних вимог законодавства), адже лише ПрАТ «ІНГЗК», ПАТ «Турбоатом», ПАТ «Карлсберг Україна», ПАТ «НКМЗ» із 10 аналізованих здійснюють операції з акціями на біржовому ринку. Номінальна вартість акцій ПрАТ «ІНГЗК» та ПАТ «Турбоатом» становила лише 0,25 грн., ПАТ «Карлсберг Україна» – 1 грн., ПАТ «НКМЗ» – 400 грн., а їх ринкова вартість в середньому в 30 разів перевищувала номінальну. Таким чином, вплив дивідендних виплат на ринкову вартість акцій можна вважати таким, що не відповідає світовим тенденціям.

Висновок. Основна мета дивідендної політики сучасних акціонерних товариств узгоджена із завданнями, що стоять перед товариством, враховує внутрішні та зовнішні умови його фінансово-господарської діяльності та полягає у визначенні напрямків розподілу прибутку, обґрунтуванні оптимальних пропорцій такого розподілу. В будь-якому випадку дивідендна політика орієнтована на вирішення двох основних питань: максимізацію доходів акціонерів та забезпечення достатнього фінансування розвитку бізнесу.

Проведений аналіз показників діяльності акціонерних товариств, які виплатили у 2016 р. найбільше дивідендів акціонерам, дозволив зробити

висновок про використання при проведенні дивідендної політики різних підходів: консервативного, агресивного та помірнього. Кожне товариство має розроблені свої власні дивідендні правила, які враховують мету, перспективи діяльності, особливості корпоративного управління. Якщо світова практика показує, що акціонери отримують від 30% до 70% доходів корпорацій, то в Україні виплачуються дивіденди навіть при збитковій діяльності (як показав приклад ПрАТ «ІНГЗК»), а іноді дивіденди складають 93,13% чистого прибутку (ПрАТ «Едем»).

Разом з тим в Україні ще не є сформованою залежність «дивіденд – ринкова ціна акції»: акції акціонерних товариств, що в основному використовують помірний підхід у дивідендній політиці, перебувають в обігу на фондовому ринку та користуються високим попитом; торгівля акціями інших акціонерних товариств на ринку у 2016 р. не здійснювалась. Отже, у зв'язку з особливостями вітчизняної економіки та низьким рівнем розвитку фондового ринку в Україні вплив дивідендних виплат на ринкову ціну акцій практично відсутній.

Список літератури:

1. Віннікова В.В. Обґрунтування фонду дивідендних виплат на підприємстві у поточному періоді та довгостроковій перспективі / В.В. Віннікова // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. – № 2(47). – 2011. – С. 212–217.
2. Григораш Т.Ф. Теоретичні підходи до розуміння поняття «дивідендна політика» як фактора управління власним капіталом / Т.Ф. Григораш, В.В. Артеменко, А.О. Бондаренко // Молодий вчений. – № 5(45). – 2017. – С. 556–560.
3. Гришко Н.С. Особливості формування дивідендної політики підприємства / Н.С. Гришко, Т.С. Линник // Ефективна економіка. – № 5. – 2011.
4. Мусієнко В.Д. Дивідендна політика підприємств та аналіз її ефективності на прикладі гірничо-збагачувальних підприємств Криворізького регіону / В.Д. Мусієнко, Д.В. Ясиненко // Формування ринкових відносин в Україні. – № 5(144). – 2013. – С. 205–208.
5. Тарасенко С.І. Дивідендна політика та вартість компанії / С.І. Тарасенко // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – № 3(13). – 2012. – С. 131–140.
6. Спільник І.В. Аналітичне підґрунтя формування дивідендної політики / І.В. Спільник, О.М. Загородна // Економічний аналіз. – № 2. Том 15. – 2014. – С. 79–92.
7. Суржик В.Г. Корпоративні фінанси: теоретичний і практичний аспекти / В.Г. Суржик // Чернігівський науковий часопис. Економіка і управління. – № 2(2). – 2011. – С. 96–101.
8. Річний звіт НКЦПФР за 2016 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/07/zvit-komosii-2016-ukr-web.pdf>.
9. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://smida.gov.ua/db/emitent/search>.

Чубка О.М., Скоропад І.С., Ярошевич Н.Б.

Національний університет «Львівська політехніка»

ДИВИДЕНДНА ПОЛІТИКА АКЦІОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА: ВЫЗОВЫ СОВРЕМЕННОСТИ

Аннотация

Раскрыты концептуальные положения формирования дивидендной политики (в разрезе теорий, подходов, типов, форм выплаты дивидендов). Показано соответствие теорий дивидендной политики их подходам и типам. Приведены преимущества и недостатки типов дивидендной политики и способов выплаты дивидендов. На основе данных акционерных обществ, принадлежащих в ТОП-10 по объему выплаченных дивидендов в Украине, определены особенности дивидендной политики в современных условиях хозяйствования. Установлен уровень влияния дивидендных выплат на рыночную цену акций обществ.

Ключевые слова: дивидендная политика, теории, подходы, типы, выплата дивидендов, рыночная цена акций.

Chubka O.M., Scoropad I.S., Yaroshevuch N.B.

National University «Lviv Polytechnic»

THE DIVIDEND POLICY OF CORPORATIONS: CHALLENGES OF MODERNITY

Summary

The conceptual provisions of the formation of dividend policy (in terms of theories, approaches, types, forms of payment of dividends) are revealed. Accordance of theories of dividend policy to their approaches and types is shown. The advantages and disadvantages of dividend policy types and methods of paying dividends are presented. Based on the data of the joint-stock companies, belonging to the TOP-10 in terms of paid dividends in Ukraine, the features of dividend policy in the current conditions of management are defined. The level of influence of dividend payments on the market price of shares of companies is established.

Keywords: dividend policy, theories, approaches, types, payment of dividends, the market price of shares of companies.