

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України від 11.07.2019 № 975)



Ефективна економіка № 8, 2014

УДК 336.76

*В. В. Бабіченко,
к. е. н., Заступник Голови Правління,
начальник фінансово-економічного управління ПАТ «Укртатнафта», м. Кременчук*

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОРПОРАЦІЙ: ВИКЛИКИ СУЧАСНОГО ЕТАПУ

*V. V. Babichenko,
PhD, Deputy Chairman of the Board,
Head of Finance and Economics Department PJSC "UKRTATNAFTA"*

DIVIDENDS POLICY OF CORPORATIONS: CHALLENGES OF MODERN STAGE

В статті розглядаються питання дивідендної політики сучасних корпорацій. Виокремлено фактори, які визначають пропорції розподілу прибутку провідними світовими ТНК. Досліджується зв'язок дивідендної політики та управлінських рішень щодо структури капіталу та інвестицій корпорацій. Обґрунтовано підходи до визначення місця та ролі дивідендної політики в стратегії розвитку сучасних ТНК.

This article deals with dividends policy of modern corporations. The factors that determine the proportions of profit distribution by leading world TNC are distinguished. The connection between dividends policy and managerial decisions concerning capital structure and corporations' investments are researched. Approaches to the determining of the place and role of dividends policy in the development strategy of modern TNC.

Ключові слова: *корпорація, дивіденди, дивідендна політика, нерозподілений прибуток, акції, ціна акції, структура капіталу.*

Key words: *corporation, dividends, dividends policy, undivided profit, share, share price, capital structure.*

Постановка проблеми. Дивідендна політика небезпідставно вважається науковцями та практиками одним із найбільш складних питань у фінансовій стратегії на мікрорівні. На цей час існує значна кількість теоретичних концепцій, які обґрунтовують можливість реалізації багатьох сценаріїв – від повної відмови від дивідендних виплат до максимізації їх розміру та частоти виплат. Проте, як правило, менеджери корпорацій використовують власні, інколи цілком суб'єктивні, підходи до питання розподілу прибутку. Часто їх вибір відбувається через численні спроби та помилки, а параметри дивідендної політики обумовлюються як стереотипами, що склалися на рівні менеджерів, так і впливом зовнішніх факторів.

Суттєвим чином, на параметри дивідендної політики впливають і характеристики моделі корпоративного управління в тій чи іншій країні. Так, у в Україні спостерігається майже повна відмова від виплати дивідендів більшістю корпорацій. При цьому, прихильники такої політики часто посилають на досвід розвинених країн, де не так багато корпорацій виплачує дивіденди; її противники вказують, що таким чином вітчизняні підприємства суттєво знижують власну інвестиційну привабливість.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання дивідендної політики розглядало в роботах багатьох науковців. У цьому контексті слід насамперед відзначити праці провідних західних вчених, які були фундаторами цього напрямку у фінансовій науці – Г. Дональдсона, С. Маєрса, М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Рока, Ю. Фама та ін. Серед вітчизняних вчених доцільно підкреслити внесок М. Білик, І. Бланка, Д. Леонова, І. Прасолова, Б. Стеценка, В. Суторміної.

Разом з тим, у сучасних реаліях дивідендна політика залишається одним із найбільш неоднозначних питань фінансової теорії та практики, яке вимагає подальших наукових розробок, особливо, зважаючи на мінливість глобальної економіки.

Виходячи з викладеного вище, *мета статті* – детермінувати фактори, що визначають дивідендну політику провідних корпорацій, а також визначити можливі напрямки модифікації дивідендної політики.

Виклад основного матеріалу. Недостатня визначеність у теоретичних концепціях дивідендної політики обумовлює й суттєві особливості прагматичних рішень. Сучасні корпорації в управлінні дивідендною політикою враховують значну кількість чинників, пов'язаних як із власним фінансовим станом, так і з тенденціями зовнішнього фінансового середовища. Разом з тим мусимо визнати, що на сучасному етапі загальна кількість корпорацій, які виплачують дивіденди, за даними Світової федерації бірж, є незначною (рис. 1).

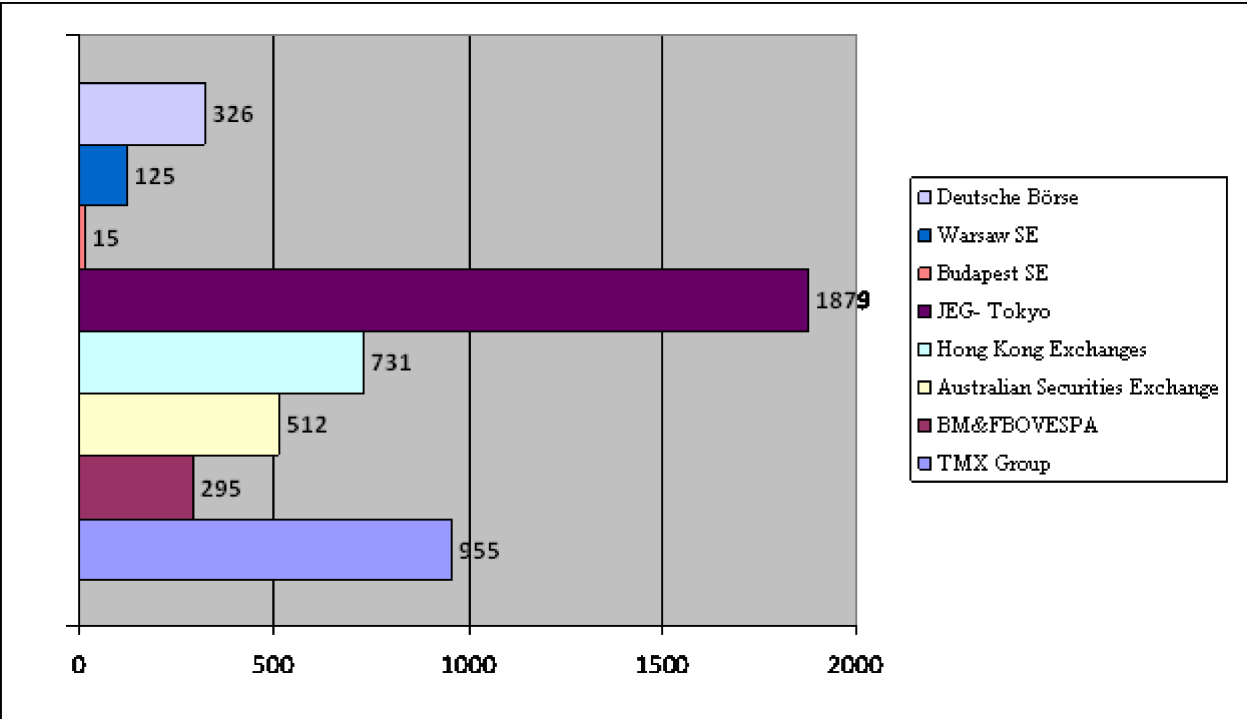


Рис. 1. Кількість лістингових емітентів, що виплачували дивіденди у 2012 році, од.
Джерело: складено автором за даними WFE [1].

Як бачимо, існує суттєва різниця між кількістю лістингових емітентів, які виплачують дивіденди. Так, якщо на JEG-Tokio їх майже 1900, то на ринках, що розвиваються, значно менше, зокрема на Budapest SE та Warsaw SE — тільки 15 та 125 відповідно. Разом з тим розглядати ці процеси виключно на підставі поширення різних моделей корпоративного управління не варто. На наш погляд, їх причини лежать значно глибше, адже процеси фінансової глобалізації привели до того, що на провідних біржах обертаються акції іноземних емітентів, відповідно виникає певний «симбіоз» між моделлю корпоративного управління країни, резидентом якої є емітент, і практикою виплати, характерною для конкретного ринку.

Корпорації з розвинутих країн більшою мірою схильні до виплат дивідендів порівняно з корпораціями з країн із «транзитивними» економіками. Проте показник дивідендної дохідності залишається надзвичайно низьким (рис. 2).

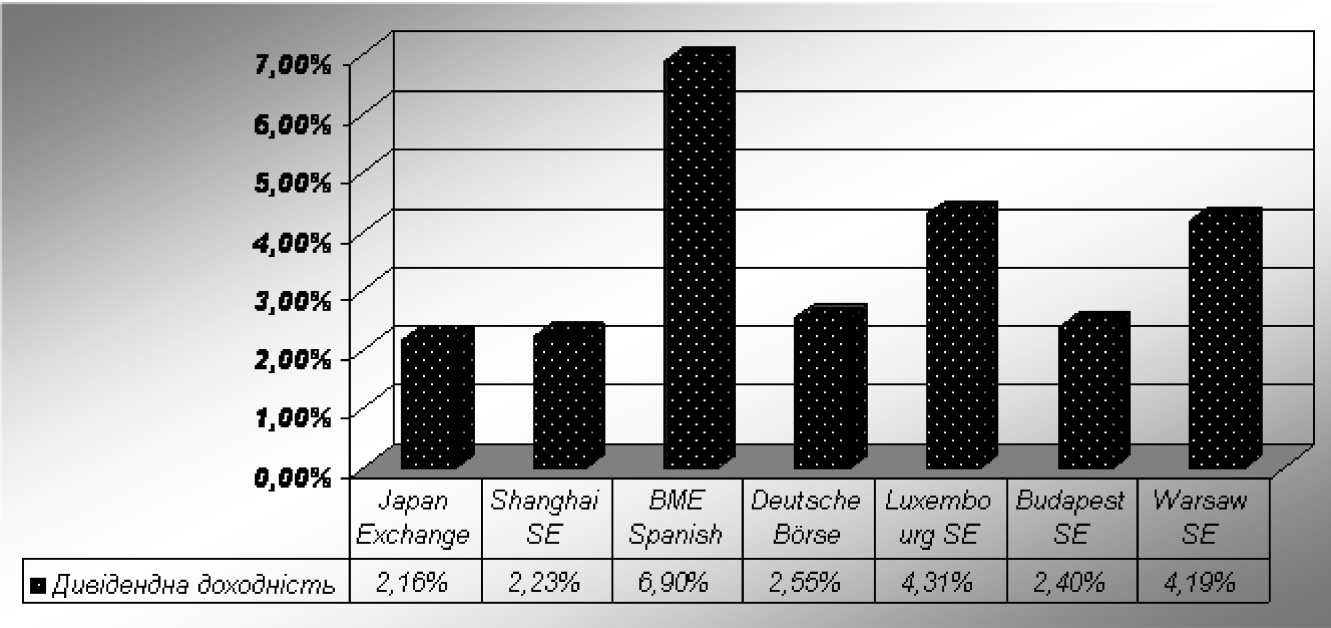


Рис. 2. Дивідендна дохідність акцій на окремих фондових біржах світу у 2012 р., %
Джерело: складено автором за даними WFE [1].

Дивідендна дохідність на фондових біржах світу коливається в межах 1–3 % і вкрай рідко перевищує це значення, причому спостерігається висока волатильність зазначеного показника. Це дає підстави зробити кілька важливих висновків:

- по-перше, під час формування своєї дивідендної політики корпорації враховують поточний стан фондового ринку й макроекономічні тенденції. Це визначає динамічність дивідендної політики та зміну абсолютного значення виплачуваних дивідендів навіть у короткостроковому періоді;
- по-друге, дивіденди, як правило, не відіграють значної ролі у формуванні доходів акціонерів, поступаючись курсовому приросту;
- по-третє, рівень дивідендної дохідності змінюється під впливом рівня розвитку фондового ринку — для розвинутих ринків він, як правило, нижчий порівняно з «транзитивними» ринками.

Представляє інтерес дивідендна політика корпорацій США. Саме в США курсовий приріст є основним видом доходів акціонерів. За його рахунок формується 80–90 % від загальної дохідності акцій. Разом з тим це не знижує особливої ролі дивідендів. Звернемо увагу на те, що доволі часто дохідність курсового приросту для акцій у США має від’ємне значення (наприклад, це було зафіксовано у 2001, 2002 та 2008 рр.) [2]. Саме в ці періоди дивідендна складова дохідності набувала особливого значення, суттєво підтримуючи курс цінних паперів.

Протягом 2000–2010 рр. співвідношення «дивіденди – нерозподілений прибуток» формувалося на користь дивідендів, що свідчить про активну дивідендну політику. Проте чистий прибуток, що розподіляється серед акціонерів у вигляді дивідендів, знизився із 74,4 % у 2000 р. до 52,35 % у 2010 р., а частина, яка залишалася, спрямовувалася у фонд нерозподіленого прибутку. Однак варто зазначити, що зростання дивідендів в абсолютних сумах відставало від темпів зростання нерозподіленого прибутку (рис. 3).



Рис. 3. Розподіл чистого прибутку в корпораціях США у 2000—2010 рр., %

Джерело: складено автором за [3].

З одного боку, нерозподілений прибуток є надзвичайно важливим джерелом фінансування, з другого — дивіденди позитивно сприймаються окремими групами акціонерів, що збільшує здатність корпорацій США залучати фінансування із зовнішніх джерел. У США дивіденди виплачуються в основному фізичним особам, а частка юридичних осіб незначна.

На початку 90-х років питома вага дивідендів, що виплачуються на користь юридичних осіб, становила від 6 до 9 %, але вже до кінця десятиліття вона стала мізерною. Починаючи з 1997 р. 97–99 % дивідендів виплачувалися фізичним особам. Що стосується процентного співвідношення дивідендів і загальної суми доходів фізичних осіб, то слід відзначити підвищення частки дивідендів із 4,4 % у 2000 р. до 5,8 % у 2010 р..

По суті, йдеться про практичний прояв «ефекту клієнтури». Він полягає в тому, що одним із найважливіших чинників, який ураховується менеджерами корпорацій під час вибору дивідендної політики, є структура власності. Якщо в ній переважають міноритарні власники — фізичні особи, корпорації повинні застосовувати активну дивідендну політику, насамперед орієнтовану на постійну виплату дивідендів (хоча при цьому такі дивіденди можуть бути невисокими).

Така дивідендна політика обумовлена:

- *по-перше*, негативним впливом коливань у величині дивідендів на підвищення очікуваної ставки доходу на акціонерний капітал;

- *по-друге*, акціонери, особливо та їх частина, котра спрямовує одержані дивіденди на споживання, заінтересовані у постійному характері доходів, тому нерегулярна виплата дивідендів може знизити попит на акції й призвести до зменшення їхньої ринкової ціни.

Саме акціонери — фізичні особи позитивно сприймають таку дивідендну політику, тоді як інституційні інвестори більшою мірою заінтересовані в зростанні курсової вартості акцій корпорації.

Цікавим є досвід дивідендної політики провідних ТНК, що представляють автомобілебудування, нафтогазовий та фінансовий сектор. Насамперед зауважимо, що в умовах нестабільності глобальної економіки знижують здатності генерувати прибуток (табл. 1).

Таблиця 1

Фінансовий результат провідних ТНК у 2008–2012 рр., млн. дол.

Компанія	2008	2009	2010	2011	2012
Daimler	1975	–3801	6129	7802	8596
Ford	–14766	2717	6561	20213	5665
Toyota	17146	–4448	2251	4909	3450
Volkswagen	6548	1309	9476	20445	28965
BP	21666	16759	–3324	26097	11816
Exxon	45220	19280	30640	41060	44880
Petrobras	18879	15504	19184	20121	11034
PetroChina	18073	15584	22812	23142	20977
Shell	26476	12718	20474	31185	26840
Berkshire	4994	8055	12967	10254	14824
Citigroup	–27684	–1606	10602	11100	7500
ICBC	15960	18918	25136	33038	38333
JP Morgan	5605	11728	17370	18976	21284
Wells Fargo	2655	12275	12362	15869	18897

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

Загалом представлені корпорації підтверджують статус лідерів глобального економічного середовища й демонструють цілком прийнятні результати своєї діяльності: з 14 ТНК тільки п’ять компаній в окремі роки мали збитки, тоді як інші дев’ять щорічно отримували прибуток. Це при тому, що тенденції в попиті на товари та послуги, які надаються цими корпораціями, були неоднозначними, особливо в період 2009–2010 рр.

Таким чином, зважаючи на високий рівень результативності діяльності провідних корпорацій, такі компанії мали можливість виплачувати дивіденди своїм акціонерам у переважній більшості періодів протягом 2008–2012 рр. Загалом для прийняття рішення щодо дивідендної політики важливим є дослідження процесів, пов’язаних із використанням прибутку як джерела фінансування (рис. 4).

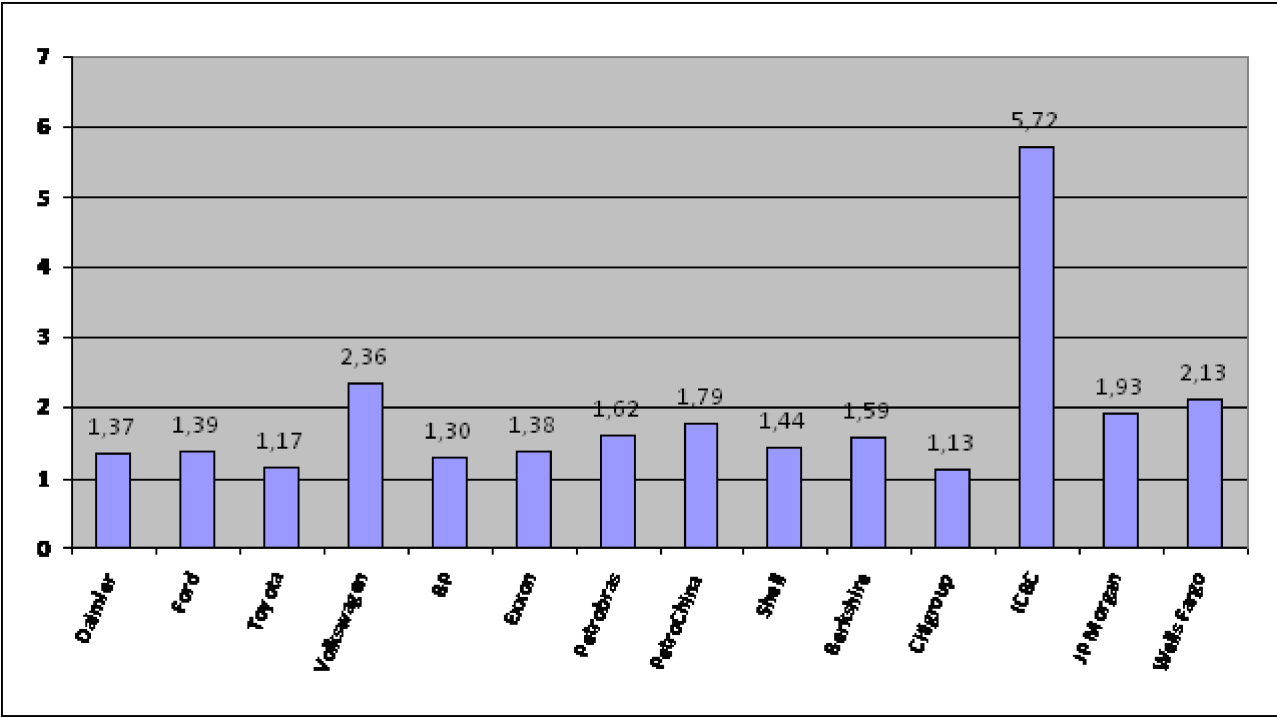


Рис. 3. Індеси зміни нерозподіленого прибутку для корпорацій вибірки протягом 2008-2012 рр.

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

Примітка. 1. Для корпорації Ford – порівняно з 2011 рр.

Як бачимо, корпорації намагаються максимально використати можливості самофінансування – особливо яскраво ці тенденції проявилися у період кризи та в посткризовий час, оскільки доступ до джерел боргового фінансування суттєво знизився. Нарощування обсягів нерозподіленого прибутку досліджуваних корпорацій призводить і до поступового зростання його обсягів у структурі власного капіталу корпорацій.

Також можна зробити наступні висновки щодо особливостей дивідендної політики корпорацій вибірки на сучасному етапі розвитку:

- по-перше, привертає увагу той факт, що окремі корпорації в розглядуваному періоді відмовилися від дивідендних виплат, або зробили це тільки в одному з періодів. Зокрема, дві компанії фінансового сектору – Berkshire та Citigroup, одна нафтова компанія – PetroChina жодного разу на протязі п’яти років не виплачували дивіденди акціонерам. В свою чергу, корпорації Ford та Еххон зробили це тільки в одному з років (2012 та 2008 – відповідно);

- по-друге, інша група компаній намагається дотримуватися високої періодичності дивідендних виплат. Зокрема, в цій групі представлено 9 корпорацій, з них: 6 – виплачували дивіденди в кожному з періодів; 3 – з незначними перервами (табл. 2).

Таблиця 2. Кошти, спрямовані на виплату дивідендів підприємствами вибірки, млн. дол. США					
Корпорація	2008	2009	2010	2011	2012
Daimler	2821	0	121	2550	3105
Ford	0	0	0	0	573
Toyota	4300	4479	2071	1697	1908
Volkswagen	1008	1256	1046	1638	2214
BP	10342	10483	2627	4072	5294
Exxon	8058	8023	8498	9020	10092
Petrobras	4343	7627	5398	6422	3272
PetroChina	7389	7338	8054	10033	9321
Shell	9841	10717	9979	7315	7682
Berkshire	0	0	0	0	0
Citigroup	7526	3237	0	107	143
ICBC	6374	8074	8596	10178	11388
JP Morgan	5911	3422	1486	3895	5194
Wells Fargo	4312	2178	737	844	892

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

У розрахунку на одну акцію корпорації вибірки виплачують відносно невисокі дивіденди. Така ситуація пояснюється окрім зазначеного ще й тим, що їх акції котируються на провідних фондових біржах, які висувають жорсткі вимоги щодо кількості акцій, які перебувають в обігу. Це, у свою чергу, спонукає корпорації випускати пайові цінні папери з достатньо низьким номіналом.

Висновки. Аналіз практики дивідендних виплат показав, що на сучасному етапі розвитку корпорації намагаються зробити власну дивідендну політику прогнозованою — або стабільно виплачувати дивіденди, або зовсім відмовитися від їх виплат. Водночас усі без винятку корпорації розглядають нерозподілений прибуток як надзвичайно важливе джерело фінансування, максимально використовуючи його для інвестицій.

Такі підходи до структури капіталу та дивідендної політики є надзвичайно важливими для корпорацій з країн із «транзитивними» економіками. По суті, йдеться про те, що дивідендна політика корпорації знаходиться на межі компромісу: між намаганням максимально використовувати прибуток для підтримання інвестиційної активності та спробами підвищити заінтересованість інвесторів у придбанні акцій за рахунок дивідендних виплат.

Література.

1. Annual query tool [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/WFE2012%20final.pdf>.
2. Statistical Abstract of the USA 2011. Equities, Corporate Bonds, And Municipal Securities-Holdings and Net Purchases, by Type of Investor [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.census.gov/compendia/statab/tables/07s1182.xls>.
3. Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce

References.

1. The official site of WFE (2014), “Annual query tool“, available at: <http://www.world-exchanges.org> (Accessed 1 June 2014).

2. The official site of U.S. Census Bureau (2014), “Equities, Corporate Bonds, And Municipal Securities-Holdings and Net Purchases, by Type of Investor“, available at: <http://www.census.gov> (Accessed 1 June 2014).
3. The official site of Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce, available at: www.bea.gov (Accessed 1June 2014).

Стаття надійшла до редакції 01.08.2014 р.

1379
7702

poligrafua

(<http://www.poligrafua.net/>).

bigmir)net

2246

978

(<http://www.bigmir.net/>).

ТОВ "ДКС Центр"

Брошу.