

ЛІТЕРАТУРА

1. Ластовецький В. Класифікація витрат виробництва / В. Ластовицький // Економіка України. – 1999. – № 3. – С. 78–81.
2. Проскуріна Н. М. Класифікаційні ознаки аудиторських процедур / Н. М. Проскуріна // Забезпечення сталого розвитку економіки на макро- та мікрорівнях : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 12–13 лют. 2011 р.). – О. : ГО «Центр економічних досліджень та розвитку», 2011. – С. 106–109.
3. Аренс А. Аудит : [пер. с англ.] / А. Аренс, Дж. Лоббек ; гл. ред. сериї проф. Я. В. Соколов. – М. : Финансы и статистика, 1995. – 560 с.
4. Міжнародні стандарти контролю якості, аудиту, огляду, іншого надання впевненості та супутніх послуг : пер. з англ. О. Л. Ольховікова, О. В. Селезньов, О. О. Зеніна, О. В. Гик, С. Г. Бендер. – К. : Міжнародна федерація бухгалтерів ; Аудиторська палата України, 2010. – Ч. 1. – 846 с.
5. Рядська В. В. Аудит : навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / В. В. Рядська, Я. В. Петраков. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 416 с.
6. Пшенична А. Ж. Аудит : навч. посіб. / А. Ж. Пшенична. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 320 с.
7. Андреев В. Д. Практический аудит: справочное пособие / В. Д. Андреев. – М. : Экономика, 1994. – 366 с.
8. Білуха М. Т. Аудит у бізнесі : посіб. для бізнесменів / М. Т. Білуха. – Д. : Фірма «Преском», 1994. – 236 с.
9. Рудницький В. С. Методологія і організація аудиту / В. С. Рудницький. – Т. : Економічна думка, 1998. – 192 с.
10. Проскуріна Н. М. Внутрішньофірмові стандарти аудиту: значення та принципи побудови / Н. М. Проскуріна // Соціально-економічний розвиток України і регіонів : тези доповідей з І міжнар. наук.-практ. конф. (м. Запоріжжя, 19–20 листоп. 2009 р.). – Запоріжжя : КПУ, 2009. – С. 138–139.
11. Барышников Н. П. Организация и методика проведения общего аудита / Н. П. Барышников. – М. : Филинь, 1998. – 486 с.
12. Шеремет А. Д. Аудит : учебник / А. Д. Шеремет, В. П. Суйц. – [2-е изд., доп. і перераб.]. – М. : Инфра-М, 2002. – 352 с.

УДК 658.155.2:330.123.3

ОБГРУНТУВАННЯ ФОНДУ ДИВІДЕНДНИХ ВИПЛАТ НА ПІДПРИЄМСТВІ У ПОТОЧНОМУ ПЕРІОДІ ТА ДОВГОСТРОКОВІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

В. В. Віннікова

У загальному процесі формування дивідендної політики підприємства важливим кроком є вибір певного підходу до її розробки та обґрунтування величини дивідендних виплат. Змістовно це різні етапи, проте вони тісно пов'язані. За інших умов величина фонду дивідендних виплат залежить від обраного методу розрахунку, в основі якого дотримання відповідного підходу (консервативного, поміркованого чи агресивного) до формування дивідендної політики. Разом з тим, низка характеристик щодо величини фонду дивідендних виплат безпосередньо та показників еко-

номічного розвитку господарюючого суб'єкта, що пов'язані з дивідендними виплатами зокрема, слугують критерієм прийняття рішення щодо дотримання відповідного підходу у формуванні дивідендної політики підприємства.

Питання формування дивідендної політики відображені в працях М. Міллера та Ф. Модильяні, М. Гордона, М. Бейкера, Р. Шіллера, Дж. Лінтнера, С. Росса та ін. Серед розробок вітчизняних науковців відомим є праці І. О. Бланка, О. О. Терещенка, Н. В. Харченка, Л. О. Лігоненко, Н. Г. Пігуль, А. Б. Педько та ін. Незважаючи на актуальність досліджень, у

даному напрямку та численність праць необхідно зазначити, що окремі положення формування та реалізації дивідендної політики на підприємстві недостатньо розроблені та висвітлені в економічній літературі. Зокрема це стосується питання вибору відповідного типу дивідендної політики та прийняття рішення щодо формування величини фонду дивідендних виплат.

За результатами дослідження проблематики обґрунтування величини фонду дивідендних виплат на підприємстві ми дійшли висновку, що універсальної методики узгодження інтересів власників і підприємства не існує. Методичні підходи, що подані у літературі [8–15], вирізняються акцентуванням на різних аспектах (юридичних, організаційних, економічних) проблеми розподілу чистого прибутку. В основі розробок, що пропонуються, дотримання різних критеріїв у прийнятті управлінських рішень, урахування етапу життєвого циклу підприємства, використання аналогового методу та методу альтернативних доходів під час визначення фонду дивідендних виплат та ін.

Різноманітність пропозицій щодо обґрунтування оптимальної дивідендної політики підприємства зумовлена широтою, різноспрямованістю та дискусійністю теоретичних розробок з даної проблеми. Як базові при цьому виділяють теорію незалежності ціни компанії від сплачених дивідендів М. Міллера та Ф. Модильяні, теорію значущості дивідендів М. Гордона, теорію мінімізації дивідендів, сигнальну теорію дивідендів, «арбітражну теорію» С. Росса, теорію задоволення вподобань інвесторів М. Бейкера та ін. [1–6].

Теоретичні підходи до обґрунтування дивідендної політики слугують підґрунтям численних методів визначення фонду дивідендів, про що свідчать розробки, подані у працях [7–9, 11]. Зокрема, у роботах [9, 11] наведено покрокову процедуру визначення величини дивідендів за дотримання агресивного, поміркованого та консервативного підходів до вибору дивідендної політики. А саме представлено послідовність розрахунку дивідендів за методами вільного залишку чистого прибутку звітного періоду; загальної суми вільного за-

лишку чистого прибутку звітного періоду та нерозподіленого прибутку минулих років; постійного розміру дивідендів; стійкого приросту дивідендів у абсолютній величині; стійкого приросту дивідендів на відповідний процент; постійного коефіцієнта виплат; постійної та змінної частини дивідендів при формуванні змінної частини дивідендів за приростом абсолютної величини; постійної та змінної частини дивідендів при формуванні змінної частини дивідендів за приростом на відповідний відсоток [9, с. 149–156; 11, с. 255–259]. Якщо у вищевказаних працях увагу акцентовано на процедурі визначення величини фонду дивідендних виплат за допомогою різних методів, то у розробках [8, 10, 13–15] звернуто увагу на критерії та передумови реалізації відповідної дивідендної політики. Зокрема, у праці [8] відзначено, що критерієм вибору на користь визначеної дивідендної політики є показник ринкового курсу корпоративних прав [8, с. 231]. В основі прийняття рішень щодо дотримання визначеної дивідендної політики абсолютний розмір і динаміка величини корпоративних прав. За інших рівних умов прийнятною для власників буде той порядок розподілу чистого прибутку, що забезпечуватиме більш високий курс корпоративних прав. Поданий підхід має низку переваг, а саме: а) ґрунтується на показникові ринкової вартості акцій, що є узагальнюючою характеристикою для оцінки ефективності будь-яких дій на підприємстві, у тому числі й порядку розподілу прибутку; б) пов'язує інтереси власника та підприємства через використання показників дивіденду та рентабельності власного капіталу; в) враховує чинники формування дивідендної політики, а саме рентабельність вкладень в альтернативні інвестиції. Попри переваг поданий підхід не є уніфікованим. Як наголошено у роботі [8], класична залежність курсу акцій від дивіденду та ставки за альтернативними вкладеннями, що використано при формалізації величини корпоративних прав, не завжди реалізується на практиці [8, с. 232]. У праці [14] подано пропозиції щодо формування «раціональної дивідендної політики» з урахуванням стадії життєвого циклу підприємства та його цілей розвитку, факторів, що впливають на

дивідендну політику, а також формалізованого критерію, за який обрано максимізацію доходів власників [14, с. 7–10]. Інший підхід до формування дивідендної політики представлено у праці [13]. Для підприємств із несталою структурою акціонерної власності автором подано механізм розподілу прибутку за критерію максимального темпу зростання активів корпорації [13, с. 13–15]. У праці [15] для обґрунтування розміру дивідендних виплат застосовано метод багатокритеріальної оптимізації. Зокрема автор розробив модель прийняття рішення про необхідність і розмір виплати дивідендів, в основі якої лежать критерії максимізації обсягу інвестованого у розвиток підприємства капіталу та мінімізації витрат на його обслуговування [15, с. 13–14]. Практичною спрямованістю вирізняються пропозиції щодо формування фонду дивідендних виплат, подані у розробках [10, с. 45–49]. Для обґрунтування розміру дивідендних виплат автори пропонують до використання залишковий і аналоговий методи, а також акцентують увагу на альтернативному використанні вкладеного капіталу та наслідках прийнятої політики про виплату дивідендів на подальші перспективи розвитку підприємства.

Погоджуючись у цілому із загальними підходами з формування дивідендної політики, що викладені вище, звернемо увагу на питання, яке належним чином не висвітлено в літературі, а саме: урахування періоду прийняття рішень з формування фонду дивідендних виплат, адже за інших умов чинники, що впливають на розмір дивідендів і критерії, які є визначальними у прийнятті рішення щодо величини дивідендів, є різними. Виділення у загальному процесі розробки дивідендної політики підприємства двох рівнів (тактичного та стратегічного, що відповідає прийняттю рішень за результатами поточного року та у прогнозованому періоді) дозволяє конкретизувати цільові настанови та критерії дивідендної політики, а також покроково визначити послідовність вибору визначеного фонду дивідендних виплат. З огляду літератури [7–13] цільова настанова формування дивідендної політики для рішень поточному періоді та на прогнозний період ми сформулюємо таким чином: для поточного

періоду – задоволення інтересів акціонерів за умов забезпечення достатнього рівня фінансової стійкості господарюючого суб'єкта; для прогнозного періоду – забезпечення зростання ринкової вартості підприємства. Конкретизація цільових настанов дозволила визначити критерії вибору фонду дивідендних виплат. Для поточного періоду – максимізація доходів акціонерів та максимізація рівня фінансової стійкості, для прогнозного періоду – максимізація вартості підприємства. Відповідно критеріям обрано показники, що пропонується для використання під час обґрунтування та вибору фонду дивідендних виплат, зокрема рівень дивідендних виплат і рівень покриття власними коштами оборотних активів, а також вартість підприємства.

В основі пропозицій щодо визначення рівня дивідендів у поточному періоді – зв'язок величини дивідендних виплат зі зміною складу пасивів і величини грошових коштів на кінець періоду. Сплачуючи дивіденди, підприємство (за інших рівних умов) зменшує приріст власного капіталу, що відображається на структурі джерел покриття оборотних активів, і впливає таким чином на показник фінансової стійкості господарюючого суб'єкта. Щодо даного положення, відзначимо також, що виплата дивідендів у поточному періоді є чинником збільшення загальної величини відтоку грошових коштів, що зменшує їх залишок на кінець року та зумовлює, таким чином, зниження показника платоспроможності господарюючого суб'єкта. З огляду на зазначене, під час обґрунтування величини фонду дивідендних виплат і запропоновано виходити з рівня дивідендних виплат і рівня фінансової стійкості, що відобразатимуть відповідно інтереси власників і підприємства у поточному періоді. Для обґрунтування рішення щодо величини дивідендів у поточному періоді необхідні дані про обсяги діяльності, витрат, дані прогнозного балансу по підприємству у звітному періоді. З метою оптимізації розрахунків вважаємо за доцільне використання даних моніторингу щодо рівня дивідендних виплат у попередні періоди по підприємству та по підприємствах-аналогах. Розрахунки з визначення величини

дивідендних виплат у поточному періоді рекомендовано здійснювати у такій послідовності.

1. Визначити доходи підприємства.
2. Визначити витрати підприємства.
3. Визначити чистий прибуток підприємства.
4. Визначити обсяг відрахувань до резервного фонду та інші відрахування, що передбачені чинним законодавством і статутом підприємства від загальної суми чистого прибутку.

5. Визначити суму чистого прибутку, в межах якого реалізується відповідний тип дивідендної політики.

6. За даними моніторингу визначити максимальний, мінімальний і середній рівні дивідендних виплат на підприємстві та на підприємствах-аналогах.

7. На підставі даних моніторингу про рівні дивідендних виплат визначити величину дивідендів підприємства за окремими варіантами формування дивідендної політики.

8. Оцінити фінансові можливості підприємства щодо формування фонду дивідендних виплат за окремими варіантами.

9. Визначити розмір капіталізованого прибутку за окремими варіантами формування фонду дивідендних виплат.

10. За використання даних прогнозного балансу та розрахованих величин капіталізованого прибутку визначити ступінь покриття оборотних активів власними коштами.

11. Порівняти розраховані коефіцієнти покриття оборотних активів власними коштами за варіантами та з фактичними даними по підприємству у попередній період.

12. До практичної реалізації прийняти той варіант формування фонду дивідендних виплат, який відповідає фінансовим можливостям підприємства, максимізує доходи акціонера та забезпечує максимальний рівень фінансової стійкості господарюючого суб'єкта.

Прийняття рішень щодо виплати дивідендів є важливим і з огляду розвитку підприємства у перспективі. Як зазначено вище, критерієм оцінки визначеного порядку формування фонду дивідендних виплат при цьому є вартість підприємства. Враховуючи існуючі методичні

підходи до визначення ринкової вартості підприємства доцільність реалізації відповідної дивідендної політики пропонується оцінювати на основі доходного підходу, зокрема методу дисконтованих грошових потоків на власний капітал. На користь використання даного методу свідчить таке: на відміну від методу капіталізації прибутку, який рекомендовано для визначення вартості невеликих підприємств, з вузьким асортиментом і стабільним ринком реалізації, метод дисконтованих грошових потоків у цілому та метод дисконтованих грошових потоків для власного капіталу зокрема не має обмежень для реалізації та може бути застосований для будь-якого підприємства, що функціонує та має історію господарської діяльності. Щодо вибору між методами дисконтованих грошових потоків на власний капітал чи на весь інвестований капітал, практики відзначають, що у разі коректного використання даних результати розрахунків збігаються, що говорить про можливість використання у розрахунках як одного так і іншого методу без особливих застережень [16].

Доцільність використання методу дисконтованих грошових потоків на власний капітал під час формування відповідного фонду дивідендних виплат у перспективі ґрунтується на ряді суджень. У загальному виді поточна вартість майбутнього грошового потоку залежить від абсолютної його величини по періодах часу та ставки дисконту, що враховує усі ризики, пов'язані з капіталом. З огляду на порядок формування грошового потоку на власний капітал під час його визначення, необхідно врахувати величину чистого прибутку, амортизацію основних фондів і нематеріальних активів, капітальних інвестицій, потребу у власному оборотному капіталі, а також, виплати основної суми боргу та приросту залученого позикового капіталу, якщо підприємство залує позикові кошти. Дотримання різних варіантів розподілу прибутку на фонд споживання та фонд розвитку впливає як на величину грошових потоків по періодах часу, так і на ставку дисконту. Ігнорування інтересів власників призводить до зменшення величини грошового потоку на власний капітал по періодах часу в цілому та вартості підприємства зокрема.

Разом з тим, уповільнення темпів нарощення власного капіталу, значна питома вага позикового капіталу у валюті балансу та частки довгострокової заборгованості у загальній величині пасивів збільшує величину ризику за чинником фінансової структури, що призводить до зростання ставки дисконту, а також знижує поточну вартість майбутніх грошових потоків. Таким чином, максимізація вартості підприємства можлива за визначеної величини грошового потоку та відповідної ставки дисконту, що залежить від порядку розподілу чистого прибутку та визначеної величини фонду дивідендних виплат.

Отже, в основі вибору на користь визначеної політики формування фонду дивідендних виплат – максимальна величина вартості підприємства, що розраховується за допомогою різних варіантів формування фонду дивідендних виплат. Для обґрунтування рішення про формування фонду дивідендних виплат у перспективі необхідно визначити прогнозні значення доходів і витрат підприємства, здійснити прогнозні розрахунки щодо руху основних фондів, визначити зміни власного оборотного капіталу й обґрунтувати ставку дисконту з огляду окремих видів ризику. Під час визначення варіантів формування фонду дивідендних виплат доцільно також урахувати дані моніторингу про максимальні та середні рівні дивідендних виплат по підприємству, що досліджується, та по підприємствах-аналогах, а також урахувати фінансові можливості підприємства щодо формування дивідендів визначеного розміру. Обґрунтування рішення про формування фонду дивідендних виплат визначеної величини у прогнозному періоді на основі дисконтованих грошових потоків здійснюється у такій послідовності:

1. Визначити тривалість прогнозного періоду.
2. Здійснити аналіз і прогнозування доходів підприємства.
3. Здійснити аналіз і прогнозування витрат підприємства.
4. Визначити прогнозну величину чистого прибутку.
5. За даними моніторингу визначити максимальний, мінімальний і середній рівні дивідендних виплат по підприємству та по підприємствах-аналогах.

дендних виплат по підприємству та по підприємствах-аналогах.

6. Оцінити фінансові можливості підприємства щодо формування фонду дивідендних виплат.

7. Здійснити прогнозні розрахунки щодо зміни власного оборотного капіталу.

8. Здійснити прогнозні розрахунки щодо руху основних засобів і нематеріальних активів.

9. Здійснити прогнозні розрахунки щодо амортизаційних відрахувань за основними засобами та нематеріальними активами.

10. Здійснити прогнозні розрахунки щодо зміни довгострокової заборгованості.

11. Визначити ставку дисконту з урахуванням окремих видів ризику.

12. Визначити поточну вартість грошових потоків за варіантами формування фонду дивідендних виплат.

13. До практичної реалізації прийняти той варіант формування фонду дивідендних виплат, який відповідає максимальній вартості підприємства.

Подані пропозиції з вибору величини фонду дивідендних виплат хоча й ґрунтуються на узагальненні існуючих підходів до вирішення даної проблеми, проте відрізняються від відомих розробок низкою характеристик, зокрема таких: а) розмежуванням порядку визначення фонду дивідендних виплат з огляду періоду прийняття рішення; б) багатоваріантними розрахунками за прийняття рішень про величину фонду дивідендних виплат як у поточному періоді так і у перспективі, в основі яких – дані моніторингу щодо максимального, середнього та мінімального рівнів дивідендних виплат по окремому підприємству та по підприємствах-аналогах; в) дотриманням визначених критеріїв під час обґрунтування фонду дивідендних виплат, а саме фінансової стійкості у поточному періоді та зростання вартості підприємства – у перспективі.

Таким чином, за результатами дослідження існуючих розробок щодо визначення рівня та величини дивідендів, поданих у літературі, обґрунтовано пропозиції щодо формування фонду дивідендних виплат на підприємстві. Зокрема представлено методичні підходи до

визначення дивідендів у поточному періоді та у довгостроковій перспективі.

ЛІТЕРАТУРА

1. Miller M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation Shares / M. H. Miller, F. Modigliani // *Journal of Business*. – 1961. – № 34. – P. 411–433.
2. Gordon M. G. Dividends, Earnings, and Stock Prices / M. G. Gordon // *Review of Economics and Statistics*. – 1959. – № 41. – P. 99–105.
3. Baker M. Catering Theory of Dividends / M. Baker, J. Wurgler // *Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 59, № 1. – P. 1–32.
4. Shiller R. Irrational Exuberance / R. Shiller. – NY. : Princeton University Press, 2000. – 296 p.
5. Lintner John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets / John Lintner // *Review of Economics and Statistics*. – 1965. – February. – P. 13–37.
6. Ross Stephen. A. Corporate Finance / Ross Stephen. A., Westerfield Randolph, Jeffrey Jaffe. – 7-th edition. – New York NY : McGraw-Hill Irwin, 2005. – P. 45.
7. Бланк И. А. Управление прибылью / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, Эльга, 2002. – 752 с.
8. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / О. О. Терещенко // Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.
9. Харченко Н. В. Дивідендна політика акціонерних товариств / Н. В. Харченко // Дивідендна політика акціонерних товариств : монографія – Полтава : РВВ Полтавської державної аграрної академії, 2009. – 224 с.
10. Лігоненко Л. О. Дивідендна політика підприємства / Л. О. Лігоненко, Л. В. Клоченок, Н. В. Юрчук – К. : Київ. держ. торг.-екон. ун-т, 2000. – 67 с.
11. Цал-Цалко С. Ю. Фінансова звітність підприємства та її аналіз : навч. посіб. / С. Ю. Цал-Цалко. – 2-ге вид., перероб. і допов. – К. : ЦУЛ, 2002. – 360 с.
12. Педько А. Б. Власність, контроль і конфлікт інтересів в акціонерних товариствах : монографія / А. Б. Педько. – К. : ВД. Києво-Могилянська академія, 2008. – 315.
13. Пігуль Н. Г. Дивідендна політика як складова сучасної моделі корпоративного розвитку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня к.е.н. / Н. Г. Пігуль. – Суми, 2002. – 20 с.
14. Селіверстова Л. С. Вдосконалення системи корпоративного управління (на прикладі підприємств легкої промисловості) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня к.е.н. / Л. С. Селіверстова. – К., 2005. – 20 с.
15. Федотова К. О. Формування ДП акціонерного товариства на прикладі автотранспортних підприємств : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня к.е.н. / К. О. Федотова. – К., 2008. – 19 с.
16. Момот Т. В. Оценка стоимости бизнеса: современные технологии / Т. В. Момот. – Х. : Фактор, 2007. – 224 с.