

УДК 656.7

Горбачова О. М.

*кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів, обліку і аудиту
Національного авіаційного університету*

Сухопер Я. І.

*студентка
Національного авіаційного університету*

Horbachova O. M.

*PhD, Associate Professor
Associate Professor, Department of Finance, Register and Audit
National Aviation University*

Suhoper Ya. I.

*Student, Department of Finance, Register and Audit
National Aviation University*

АНАЛІЗ ТЕОРІЇ ЗАМІЩЕННЯ ТА ТЕОРІЇ ІЄРАРХІЇ В ДИВІДЕНДНІЙ ПОЛІТИЦІ ПІДПРИЄМСТВА

Анотація. Статтю присвячено аналізу теорій дивідендної політики, визначенню найбільш продуктивної теорії та вивченню взаємозв'язку між виплатою дивідендів і фінансуванням економічної діяльності з акціонерним капіталом у компаніях. Визначено, що дивідендна політика має велике значення, тому що вона впливає на структуру капіталу й фінансування компанії, а у випадку з акціонерними компаніями й на інформаційну цінність. Результати аналізованих досліджень підтвердили взаємозв'язок між величиною виплачених дивідендів і структурою капіталу (шляхом включення рівня довгострокових інвестицій і резервів за зобов'язаннями в моделі).

Ключові слова: дивіденд, дивідендна політика, структура капіталу, акціонерні товариства, фінансовий менеджмент.

Вступ та постановка проблеми. Важливим питанням фінансового управління підприємством є формування та реалізація ефективної дивідендної політики. Науковий інтерес до цього питання, на нашу думку, викликаний її впливом на структуру капіталу, рівень інвестиційної привабливості та імідж підприємства, а отже, на його вартість. Дивідендна політика – це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства в галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів

їх досягнення. Дивідендна політика, як і керування структурою, впливає на положення компанії на ринку капіталу, зокрема на динаміку ціни його акцій. Саме дивідендна політика забезпечує стимули для акціонерів і характеризує трансформацію ефективності діяльності у вигоди власників, а отже, сприяє зростанню вартості підприємства або бізнесу.

Близько 50 років пошуків оптимальних джерел фінансування діяльності та їхньої частки в структурі капіталу

зайняли обговорення найвидаєтніших умів економіки та фінансів. Питання, яке суворо пов'язане з вибором джерел фінансування, – це політика дивідендів, яка також являє собою широку сферу досліджень. Питання оптимальної структури капіталу (структура цільового капіталу), а також вибір дивідендної політики залишаються не вирішеними. Ці галузі досліджень є взаємопов'язаними та залежними одна від одної. Крім того, вибір структури капіталу та дивідендної політики продиктований різними чинниками, які важко визначити та нелегко розглянути в дослідженні. Важливість цього питання підкреслюється визнанням, наданим Модільяні та Міллером, у формі Нобелівської премії за внесок у розвиток економіки, особливо стосовно питань формування структури капіталу та опосередковано дивідендної політики. У теорії економіки, зокрема у фінансах, ми можемо спостерігати різне ставлення до питання формування найбільш сприятливих джерел фінансування діяльності, описаних у теорії заміщення та в теорії ієрархії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Відомі дослідження дивідендної політики українських акціонерних товариств таких учених-економістів, як В.В. Баліцька, С.В. Богачов, І.П. Васильчук, І.М. Волик, С.І. Головка, Е.Р. Камілова, Л.О. Лігоненко, С.В. Нестерова, Л.С. Селіверстова та ін. Виконані ними наукові розробки передусім присвячені економії коштів на споживанні під час розподілу прибутку акціонерних товариств в умовах дефіциту власних інвестиційних ресурсів на підприємствах. Водночас питання формування ефективної дивідендної політики в умовах вітчизняного корпоративного сектору й сьогодні залишаються остаточно не вирішеними.

Метою статті є аналіз теорій дивідендної політики, визначення найбільш продуктивної теорії та вивчення взаємозв'язку між виплатою дивідендів і фінансуванням економічної діяльності з акціонерним капіталом у компаніях.

Результати дослідження.

Існує два розділи теорії структури капіталу, в рамках якої проводиться аналіз дивідендної політики. Теорія заміщення (компромісу) передбачає, що підприємці шукають такий борговий капітал на коефіцієнт власного капіталу, який дасть їм змогу досягти максимальної вартості підприємства. Ризик, пов'язаний із фінансуванням діяльності підприємства із заборгованим капіталом, компенсується податковими перевагами, що виникають унаслідок зменшення податкової бази за процентними ставками, що формують елемент вартості (ця теорія передбачає наявність пільг). Цей підхід узгоджується з концепцією управління цінністю. Теорія заміщення приділяє особливу увагу появі витрат на фінансові труднощі та тому, що збільшення частки заборгованого капіталу у фінансовій структурі підвищує ризик втрати фінансової ліквідності та банкрутства (витрати на банкрутство включають, серед іншого, адміністративні витрати, витрати на судові процеси, витрати на юридичне представництво, пов'язані з установленням ліквідації або реорганізацією підприємства, та витратами з продажу активів для економії підприємства від втрати фінансового потоку). Важливим аспектом, який не може бути опущений за будь-яких обговорень щодо фінансового стану підприємств, є необхідність підтримки фінансової ліквідності, втрата якої створює небезпеку неминучого банкрутства. З погляду вибору найбільш сприятливої дивідендної політики важливим моментом є виділення необхідності підтримки фінансової ліквідності (що є суттєвим із погляду теорії заміщення). Не можна забувати, що будь-яке рішення про виплату дивідендів, прийняте правлінням, стає обов'язковим

зобов'язанням компанії і має бути врегульоване. Для цього треба зібрати певну суму готівки. Інше важливе питання з погляду дивідендної політики і розглянуте в аспекті теорії заміщення – проблема відокремлення власності та управлінських функцій. Це стосується підприємств, що організуються як акціонерні товариства, та деяких інших організацій з іншою організаційно-правовою формою. Це питання широко розглядається теорією агентства; обговорення з приводу розподілу власності та управління були вже розпочаті Маршаллом, якого визнано засновником неокласичної економіки. Хоча в економічній теорії переважають переконання, що основною метою підприємства є максимізація прибутку, Даунс у теорії максимізації доходів життя зауважив, що менеджери діють так, щоб максимізувати свій життєвий дохід, а не прибуток підприємства. Коли власність та управління відокремлюються, очікування різних груп інтересів можуть бути суперечливими. Власники можуть хотіти отримання прибутку від власних акцій (у формі дивідендів), тоді як менеджери можуть зосередитися на їх винагороді. У кінцевому підсумку прийнято вважати, що менеджери повинні отримувати прибуток на рівні, що дає акціонерам можливість бути спокійними.

Тому теорія заміщення полягає у тому, щоб замінити власний капітал на борг до моменту отримання структури капіталу, що дає змогу досягти максимальної вартості підприємства з мінімальним рівнем середньозваженої капітальної вартості. Ця теорія дає змогу встановити оптимум.

Зрештою, теорія заміщення вказує на кілька чинників, які впливають на рішення щодо формування оптимальної структури капіталу, зокрема:

- суму оподаткованого доходу та податку на прибуток,
- рівень операційного ризику,
- структуру активів підприємства з урахуванням їх класифікації як матеріальної (повільна втрата вартості у разі фінансових труднощів підприємства), так і нематеріальної (швидка втрата вартості у разі погіршення фінансового стану підприємства).

Теорія ієрархії передбачає, що підприємці визначають пріоритетні джерела капіталу, а не оптимальний зв'язок між зобов'язаннями та власним капіталом. У цій теорії приймаються такі припущення:

- підприємці вважають за краще фінансувати свою діяльність із внутрішніх джерел, таких як чистий прибуток за винятком дивідендів, амортизаційних відрахувань та доходів від продажу короткострокових цінних паперів та інших надлишкових активів;
- коли необхідно профінансувати діяльність із заборгованим капіталом, спершу видаються боргові цінні папери, а потім нові акції.

У теорії ієрархії підприємці шукають найдешевші джерела фінансування діяльності для мінімізації ризику та обмеження витрат на випуск акцій або виплату відсотків за кредитами та позиками. Якщо необхідно використовувати борговий капітал, боргові цінні папери випускаються спочатку. Ось чому існує конкуренція між рішеннями про реінвестування досягнутого прибутку та виплату дивідендів. Хоча ділова практика, схоже, вказує на перевагу теорії ієрархії, вона не була чітко визнана провідною теорією. Немає сумніву, що теорія заміщення суперечить теорії ієрархії. Теорія ієрархії передбачає, що компанії, які досягають високого прибутку, реінвестують прибуток і не мають права платити дивіденди та сплатити борги, тоді як теорія заміщення передбачає зворотне: саме компанії з хорошим фінансовим станом та ті, що досягають високих прибутків, збільшують свій рівень

боргу. Хоча теорія заміщення підкреслювала витрати на банкрутство та фінансові труднощі, теорія ієрархії зосереджувалася на проблемі асиметрії інформації між менеджерами і зовнішніми інвесторами, оскільки керівництво підприємства насправді має більше інформації про своє фінансове становище, ніж акціонери та кредитори.

Ця асиметрія інформації, що має велике значення в теорії ієрархії, змушує менеджерів приймати рішення щодо випуску акцій лише тоді, коли обмінний фонд переоцінюється (його висока вартість не виправдовується ситуацією підприємства та його інвестиційними потребами). Зниження цін на акції викликає також несподіваним, різким скороченням виплат дивідендів, яке інтерпретується інвесторами (які не знають причин такого рішення), як погіршення фінансового стану підприємства та зменшення їх прибутку. І навпаки, коли виплата дивідендів збільшується, ціна акцій збільшується навіть тоді, коли це не виправдовується поточною ситуацією підприємства та потенціалом зростання.

Отже, відповідно до теорії ієрархії менеджери:

- віддають перевагу внутрішнім джерелам інвестування капіталу, залишаючи при цьому доходи, отримані в межах підприємства;
- намагаються обмежити зміни встановленої політики дивідендів;
- коли досягнуті прибутки перевищують інвестиційні потреби, спочатку сплачуються зобов'язання, а решта надлишків інвестується в ліквідні, короткострокові цінні папери;
- коли досягнуті прибутки недостатні для інвестиційних потреб, підприємці позбуваються накопичених короткострокових цінних паперів, а якщо капітал усе ще недостатній, вони випускають боргові цінні папери та, нарешті, нові акції.

Дивідендна політика безпосередньо пов'язана з теорією структури капіталу. Якщо підприємство виплачує дивіденди, це зменшує ступінь фінансування власного капіталу з внутрішніх джерел, і, як наслідок, можуть знадобитися джерела зовнішнього фінансування. Теорія Модильяні та Міллера, що вказує на нейтралітет дивідендної політики стосовно вартості компанії, була визнана далекою від реальності. Згідно з програмою дивідендів, інвестори вважають за краще отримувати доходи від капіталу, вкладеного в акції, у формі дивідендів. На їхню думку, дивіденди є більш певним джерелом доходу, ніж прибуток від продажу цінних паперів. З іншого боку, вважають, що виплата дивідендів призводить до зниження ціни акцій. На думку Рамасвами, виплата дивідендів пов'язана з необхідністю витратити грошові кошти, що періодично призводить до їх дефіциту в компаніях. Окрім того, було встановлено, що збільшення частки дивідендів у чистому прибутку негативно впливає на ціну акцій. У цій ситуації компанії повинні лімітувати

дивідендні виплати і розподіляти отриманий прибуток у власний капітал, тобто діяти відповідно до припущеннями теорії ієрархії.

Висновки. Дивідендна політика повинна розглядатися у світлі загального фінансового завдання компанії, що полягає у максимізації багатства акціонерів. Це не завжди означає виплату максимальних дивідендів, тому що може бути знайдено більше прибуткове застосування для дивідендів усередині самої компанії. Дивідендна політика має велике значення, тому що вона впливає на структуру капіталу й фінансування компанії, а в разі з акціонерними компаніями й на інформаційну цінність. Можна зробити висновок, що специфіка завдань, які стоять перед кожним конкретним акціонерним товариством у процесі його розвитку, відмінність внутрішніх і зовнішніх умов їхньої діяльності не дають змоги виробити єдину модель формування дивідендної політики, яка б мала універсальний характер. Однак використання теорії ієрархії є більш виваженим та ефективним рішенням щодо дивідендної політики акціонерного товариства. Оптимальність дивідендної політики може розумітися лише у тому, щоб нараховувати дивіденди після того, як проаналізовано всі можливості для ефективного реінвестування прибутку й за рахунок цього джерела профінансовано всі прийнятні інвестиційні проекти.

На основі поетапного аналізу сформульовано такі висновки:

1. Результати дослідження вказують на сильний статистичний взаємозв'язок між сумою виплачених дивідендів і вартістю власного капіталу, однак вони не підтверджують такий взаємозв'язок між сумою виплачених дивідендів і часткою власного капіталу в джерелах фінансування діяльності. Це підтверджує припущення про взаємозв'язок між теоріями структури капіталу і дивідендною політикою, вказуючи водночас на домінування теорії ієрархії і менше практичне значення теорії заміщення (з погляду рішень про виплату дивідендів).

2. Аналогічні висновки були сформульовані на основі аналізу взаємозв'язку між сумою виплачених дивідендів та інвестицій, а також між інвестиціями та рівнями фінансових результатів і заборгованості, що вказує на статистично сильні відносини тільки в періоди значних інвестиційних витрат.

3. Результати аналізованих досліджень підтвердили взаємозв'язок між величиною виплачених дивідендів і структурою капіталу (шляхом включення рівня довгострокових інвестицій і резервів за зобов'язаннями в моделі). Підводячи підсумок, виявлено, що більшість компаній приймає рішення щодо дивідендної політики в контексті вибору джерел фінансування на основі відносин, характерних для теорії ієрархії, керівництво компанії надає перевагу внутрішнім джерелам фінансування діяльності, водночас обмеживши виплату дивідендів.

Список використаних джерел:

1. Про акціонерні товариства: України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.
2. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.
3. Дохід: пПоложення (стандарт) бухгалтерського обліку 15. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0860-99>.
4. Харченко Н.В. Аналіз практики дивідендних виплат. Вісник Полтавської державної аграрної академії. 2012. № 1. С. 148–153. URL: http://www.nbu.gov.ua/portal/chem_chem_biol/VPDAA/2012.
5. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1996. 432 с.
6. Нікбахт Е., Гропеллі А. Финанси; пер. з англ. В. Овсієнка та В. Мусієнка. К.: Основи, 1993. 383 с.
7. Бланк И.А. Управление формированием капитала. К.: Ника-Центр, 2000. С. 92.
8. Віннікова В. Сутність та зміст дивідендної політики підприємства. Вісник THEU. 2011. № 4. С. 77–82.
9. Юшко Ю.И. Корпоративные финансы: теория, методы и модели управления: учеб.-метод. пособ. Минск: ФУА Информ, 2006. 576 с.

10. Економічний аналіз: навч. посіб. / В.М. Серединська, О.М. Загородна, Р.В. Федорович. Тернопіль: АСТОН, 2010. 592 с.
11. Салига К., Стринадко А. Дивідендна політика підприємства як напрям покращення його інвестиційної привабливості. Економічний аналіз. 2011. Вип. 8. Ч. 2. С. 59–61.
12. Свідерська І.М. Проблеми реалізації дивідендної політики підприємств. URL: http://www.rusnauka.com/25_PNR_2013/Economics/3_143876.doc.htm.
13. Беженар Т.В., Козачок О.С. Особливості проведення дивідендної політики на вітчизняних акціонерних товариствах. URL: http://asconf.com/rus/archive_view/1106.

АНАЛИЗ ТЕОРИИ ЗАМЕЩЕНИЯ И ТЕОРИИ ИЕРАРХИИ В ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

Аннотация. Статья посвящена анализу теорий дивидендной политики, определению наиболее производительной теории и изучению взаимосвязи между выплатой дивидендов и финансированием экономической деятельности с акционерным капиталом в компаниях. Определено, что дивидендная политика имеет большое значение, потому что она влияет на структуру капитала и финансирования компании, а в случае акционерных обществ и на информативность. Результаты проанализированных исследований подтвердили взаимосвязь между величиной выплаченных дивидендов и структурой капитала (включая уровень долгосрочных инвестиций и резервов по обязательствам в модели).

Ключевые слова: дивиденд, дивидендная политика, структура капитала, акционерная компания, финансовый менеджмент.

ANALYSIS OF THE SUBSTITUTION THEORY AND THE THEORY OF HIERARCHY IN DIVIDEND POLICY OF ENTERPRISES

Summary. The article is devoted to analyze the theories of dividend policy, to determine the most productive theory and study the relationship between dividend payments and financing of economic activity with share capital in companies. Determined that the dividend policy is important because it affects the structure of capital and financing, and in the case of joint stock companies and the information value. The results of the analyzed studies have confirmed the relationship between the largest paid dividends and capital structure (by including the level of long-term investments and reserves for liabilities in the model).

Key words: dividend, dividend policy, the structure of capital, joint-stock company, financial management.