



УДК 658.155.2

Тарасенко С. І.¹

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ТА ВАРТІСТЬ КОМПАНІЇ

В статті систематизовано теоретичні підходи до вибору типу дивідендної політики акціонерного товариства, напрацьовані світовою та вітчизняною наукою. Досліджено взаємозв'язок між вартістю компанії та дивідендною політикою товариства. Обґрунтовано систему принципів та рекомендацій щодо реалізації ефективної дивідендної політики вітчизняними підприємствами.

Ключові слова: дивідендна політика, ринкова вартість акцій, вартість підприємства, розвиток, ефективність, чинники.

ВСТУП

Розвиток корпоративних відносин в Україні веде до зростання значення дивідендної політики. Зі складової загальної політики управління прибутком вона стає складовою загальної стратегії розвитку корпорації, елементом її корпоративної культури.

Дивідендна політика – найважливіша ознака, за якою акціонерні товариства вирізняють серед інших підприємств. Саме за розподілом результатів господарської діяльності виявляються особливості корпоративних відносин, що полягають в їхньому колективному характері. Від правильності дивідендної політики залежить одна з основних цілей, якої прагнуть корпорації у своїй діяльності, – поліпшення добробуту акціонерів і яка може досягатися шляхом підвищення курсів акцій та збільшенням дивідендів, проведенням ефективної дивідендної та інвестиційної політики компанією.

На жаль, в Україні дослідженню дивідендної політики поки приділяється недостатньо уваги. Це пов'язано з відносно нетривалим терміном діяльності вітчизняних акціонерних товариств. Досвід більшості вітчизняних акціонерних товариств щодо дивідендної політики знаходиться в стадії становлення, а рішення щодо виплати не розглядається підприємствами як інструмент дії на ринкову вартість підприємства.

На теперішній час основними теоріями щодо формування дивідендної політики є: теорія незалежності дивідендів (Ф. Модільяні, М. Мілер); теорія переваги дивідендів (М. Гордон, Е. Брігхем); теорія урегульованості і очікуваних дивідендів (Дж. Лінтнер). Якщо перша з них стверджує, що вплив дивідендів на ринкову вартість компаній та добробут власників відсутній, то дві інші вказують на те, що

¹ Рецензент – Савченко С. О., д. е. н., доцент



дивідендна політика є похідною від зовнішніх умов та внутрішніх переважань і впливає на величину сукупного багатства акціонерів.

На основі цих теорій розроблено три основних підходи до формування дивідендної політики: консервативний, помірний (компромісний) та агресивний, кожному з яких відповідають певні типи дивідендної політики. Навчальна та наукова література з питань управління прибутком містить характеристику основних типів дивідендної політики, обґрунтування їх переваг та недоліків, але при цьому не відзначаються особливості дивідендної політики вітчизняних компаній.

Відомі дослідження дивідендної політики та інвестиційної привабливості українських АТ таких вчених-економістів, як В. В. Баліцька, С. В. Богачов, І. П. Васильчук, І. М. Волик, С. І. Головка, Л. П. Довгань, З. Б. Дрогомирецька, Е. Р. Камілова, Л. О. Лігоненко, В. А. Міщенко, С. В. Нестерова, Л. С. Селіверстова та ін. Виконані ними наукові розробки присвячені, насамперед, економії коштів на споживанні при розподілі прибутку АТ в умовах дефіциту власних інвестиційних ресурсів на вітчизняних підприємствах. В той же час питання формування ефективної дивідендної політики в умовах вітчизняного корпоративного сектору і сьогодні залишаються остаточно не вирішеними.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Мета статті – на основі аналізу основних результатів та положень, отриманих провідними фахівцями у сфері формування дивідендної політики, обґрунтувати систему принципів та рекомендацій щодо реалізації ефективної дивідендної політики вітчизняними підприємствами.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Розвиток корпоративного сектору в Україні відбувається дуже повільно. Кризові умови ще більш ускладнюють функціонування суб'єктів господарювання, що базуються на корпоративній власності. Підтвердженням цього можуть служити статистичні дані останніх років щодо кількості та результатів діяльності корпоративних організацій (табл. 1).

Відображена у таблиці кількісна інформація свідчить про зниження дивідендних виплат вітчизняними акціонерними товариствами, що, з одного боку, пояснюється тривалою кризовою ситуацією, а з іншого боку – недостатньою увагою керівників вітчизняних компаній до проблем формування дивідендної політики.

Загальним висновком з виконаного дослідження є визнання низької корпоративної культури українських акціонерних товариств, що проявляється у невеликій частці тих, які проводять реальну дивідендну політику. Так, наприклад, за даними 2009 року із загальної



кількості акціонерних товариств лише 405 сплатили дивіденди. Підтвердженням даної тези є і невідповідність сум нарахованих та сплачених дивідендів.

Таблиця 1

Показники розвитку акціонерних товариств в Україні в 2008–2010 рр.

Показник	Од. вим.	2008 рік	2009 рік	2010 рік
Кількість підприємств (станом на кінець року)	шт.	1228888	1258513	1294641
Кількість акціонерних товариств (станом на кінець року)	шт.	31410	29977	29129
ВАТ	шт.	10114	9618	9480
ЗАТ	шт.	21296	20359	19649
Чистий прибуток акціонерних товариств	млрд грн	77,29	26,23	42,68
Чистий збиток акціонерних товариств	млрд грн	68,63	34,94	46,45
Чистий прибуток акціонерних товариств*	млрд грн	65,31	23,22	37,42
Чистий прибуток акціонерних товариств*	млрд грн	45,76	32,78	44,87
Сума нарахованих дивідендів*	млрд грн	15,34	6,12	19,08
Сума сплачених дивідендів*	млрд грн	9,92	3,74	0,176

* Без урахування банків та суб'єктів малого підприємництва

Джерело: складено автором за даними [3–6]

Аналіз практики проведення дивідендної політики зарубіжними компаніями свідчить, що компанії з великими інвестиційними можливостями, компанії, що швидко розвиваються, зазвичай платять невеликі суми на вкладений капітал. І навпаки, компанії з меншими інвестиційними можливостями, ті, що повільно розвиваються, – більш високі суми.

На відміну від зарубіжних компаній, особливостями дивідендної політики вітчизняних підприємств є те, що, незалежно від стадії життєвого циклу, вони переважно використовують залишковий принцип при нарахуванні дивідендів або взагалі відмовляються від виплат дивідендів власникам. Тим більше, у вітчизняних компаніях відсутня як така довгострокова дивідендна політика.

З одного боку, причини такої ситуації полягають у неефективній (низькорентабельній або збитковій) діяльності, що спонукає використовувати отримуваний прибуток на поповнення обігових



коштів, фінансування капітальних вкладень, а з іншого – у ігноруванні дивідендної політики як інструменту покращення фінансової ситуації, формування високого іміджу та створення потенціалу нарощування вартості компанії.

В той же час інвестори, купуючи акції вітчизняних підприємств, як правило, орієнтуються не на розмір дивідендів, а на недооцінку акцій та на потенціал росту поточної ціни акції до справедливої ціни. Наприклад, саме цим можна пояснити високий попит на акції компанії «Мотор Січ» – найбільшої у світі компанії по випуску авіаційних двигунів для військової та цивільної авіації, промислових газотурбінних установок наземного застосування. Так, за відносно невисокої номінальної вартості акцій компанії (135 грн) ринкова ціна на акції за даними торгів у березні 2012 р. складала 2400 грн. І хоча керівництво «Мотор Січ» за результатами 2011 року планує спрямувати на дивіденди 3,8 % чистого прибутку в сумі 49,5 млн грн та виплатити дивідендів у сумі 25 грн на акцію (у 2010 році вони склали 10 грн, а у 2009 – 3 грн), очевидно, що не сума сплачуваних дивідендів спонукає високий попит на акції цієї компанії [7].

За даними щодо стану підприємства та виплати дивідендів, дивідендну політику ВАТ «Мотор Січ» можна віднести до консервативного типу і характеризувати як політику нарахування дивідендів за остаточним (залишковим) принципом. При цьому кількісні зобов'язання з розрахунку дивідендів не фіксуються, а рішення щодо виплати дивідендів приймається кожного разу як автономне з урахуванням фактичного фінансового стану та прогнозів подальшого розвитку.

Така політика, з одного боку, містить можливість гнучкого її проведення відповідно до інтересів акціонерів та менеджерів, сприяє забезпеченню високих темпів розвитку компанії, підвищенню її фінансової стійкості; з іншого боку, нестабільність розмірів дивідендних виплат, непередбачуваність їх розмірів у майбутньому періоді і навіть відмова від їх виплат у період високих інвестиційних можливостей негативно відображається на інвестиційній привабливості компанії, на формуванні рівня ринкової ціни акцій, і, відповідно, на ринковій вартості самої компанії.

Якщо американські дослідники цінних паперів мають статистику у цій сфері більше, ніж за 100 років роботи фінансових ринків, то вітчизняна статистика фінансового ринку, зважаючи на досить нетривалий час існування, зрозумілу недосконалість та обмеженість масивів даних, а також дуже часто непрозорість схем, що реалізуються на фінансовому ринку, не завжди може надати достовірну інформацію для проведення досліджень. В першу чергу це стосується дослідження залежності ринкової вартості акцій та вартості самої компанії від типу застосовуваної дивідендної політики і величини сплачуваного доходу



на вкладений капітал. Проте 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 %. Крім того, статистично доведено також, що інвестори за інших рівних готові платити непропорційно дорожче за акції компаній, які з часом підвищили свої дивіденди.

Тому обґрунтування принципів та етапів формування ефективної дивідендної політики вітчизняних компаній може забезпечити істотний позитивний вплив на ринкову вартість підприємства та доходи його власників в поточному та перспективному періодах.

Різноманіття типів дивідендної політики є свідченням того, що дивідендна політика може виступати найважливішим інструментом впливу на ринкову вартість акцій, а через неї – на ринкову вартість компанії. Тому модель дивідендної політики має будуватись з прив'язкою до курсу акцій та вартості компанії.

Дивідендна політика акціонерного товариства формується поетапно:

1. Виявлення і облік чинників, що визначають дивідендну політику підприємства.
2. Вибір типу дивідендної політики відповідно до стратегії підприємства.
3. Розробка механізму розподілу прибутку відповідно до типу дивідендної політики.
4. Визначення розміру дивідендних виплат.
5. Визначення форми виплати дивідендів.
6. Оцінка ефективності дивідендної політики.

Сформувати успішну дивідендну політику неможливо без поглибленого вивчення факторів, що на неї впливають. Класифікація факторів, що визначають дивідендну політику організацій, різними авторами виконується по-різному в залежності від головної ознаки. На нашу думку, справедливим є розподіл факторів за місцем виникнення та залежністю від діяльності організації на зовнішні та внутрішні (рис. 1) [8].

Наведений перелік, на наш погляд, має достатній рівень деталізації та доцільний принцип поділу чинників на зовнішні та внутрішні, узагальнює фактори, що мають бути враховані в умовах формування дивідендної політики кожним акціонерним товариством. Ігнорування окремих з перерахованих чинників може зробити компанію уразливою та не дозволить використати позитивний ефект реальної дивідендної політики.



Рис. 1. Чинники, що визначають дивідендну політику компанії

Джерело: [8]

Розробка механізму розподілу прибутку базується на обраному типі дивідендної політики в межах окреслених підходів (табл. 2).

Таблиця 2

Основні типи дивідендної політики акціонерного товариства

Підхід до формування дивідендної політики	Тип дивідендної політики
Консервативний підхід	Залишкова політика дивідендних виплат
	Політика стабільного розміру дивідендів
Помірний (компромісний) підхід	Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (політика «екстра-дивідендів»)
Агресивний підхід	Політика стабільного рівня дивідендів
	Політика постійного зростання розміру дивідендів

Джерело: [8]

Політика «екстра-дивідендів» дає можливість гнучко збільшувати дивіденди при зростанні прибутку і не відмовлятися від них при його



зниженні. Тим самим стимулюється зацікавленість акціонерів у підвищенні прибутковості компанії.

Найбільші переваги при стабільному зростанні прибутку компанії має політика стабільного рівня дивідендів (коефіцієнта дивідендів), але в умовах кризи принципово неможливо забезпечити таку стабільність.

Що стосується політики постійного зростання дивідендів, то вона дозволяє швидко привабити масу некваліфікованих інвесторів та веде до «проїдання» прибутку, відсутності ресурсів для довгострокового розвитку.

Який би тип політики за основу не обрала компанія, має бути сформована власна так звана «компромісна» дивідендна політика, яка б дозволяла підтримувати компроміс між фінансуванням інвестицій, задоволенням очікувань акціонерів щодо дивідендних виплат та забезпечувала відносну стабільність структури капіталу. Така політика дозволяє: реалізувати інвестиційні можливості підприємства; підтримати оптимальне співвідношення між боргом і акціонерним капіталом; забезпечити запланований рівень дивідендних виплат; уникнути скорочення суми дивідендів і необхідності нових емісій.

Слід враховувати, що регулярні та стабільні дивідендні виплати в умовах кризи зменшують невизначеність інвесторів, підвищують імідж компанії та можуть забезпечити перспективи залучення капіталу у майбутньому. Стабільність дивідендів інформує суспільство про гарні перспективи подальшого розвитку, які бачать менеджери, і які можуть бути незрозумілими пересічним учасникам фондового ринку за даними оприлюдненої звітності. Підвищення рівня дивідендів за певний період можна проводити лише за наявності розрахунків, які підтверджують можливість підтримання існуючого темпу росту прибутку, інакше краще використовувати політику «екстра-дивідендів».

При визначенні типу дивідендної політики слід орієнтуватись на взаємодію інтересів акціонерів та менеджерів. Це можливо на основі використання моделі агентських відносин, коли дивідендна політика формується внаслідок взаємодії інтересів інсайдерів (менеджери та контролюючі акціонери, які не зацікавлені у виплаті поточних дивідендів) та аутсайдерів.

Необхідним етапом формування дивідендної політики є вибір форм виплати дивідендів. Основними з таких форм є: 1. Виплата дивідендів готівкою. 2. Виплата дивідендів акціями. 3. Автоматичне реінвестування. 4. Викуп акцій компанією.

Позитивним моментом при виплаті дивідендів акціями є те, що прибуток залишається у підприємства; акціонери отримують додатковий пакет акцій; статутний фонд зростає на суму дивідендів, сплачених акціями. З іншого боку, збільшення кількості акцій веде до зменшення їх ринкової вартості (теоретично) і до подальшого зменшення їх доходності. Хоча вважається, що виплата дивідендів



акціями у невеликому обсязі (до 20 %) практично не впливає на ціну акцій.

До виплати дивідендів акціями підприємства звертаються у випадках нестачі готівки, необхідності реінвестування прибутку для розвитку компанії, бажанні змінити структуру капіталу (збільшити частку власного капіталу), намаганні заохотити акціями ефективних менеджерів.

Фахівці у галузі цінних паперів рекомендують використовувати у якості інструменту, що регулює курс акцій, викуп власних акцій (за дослідженнями російських аналітиків, відразу після об'яви щодо викупу акцій котирування зростають у середньому на 2 % [9]). Крім того, програми викупу акцій можуть забезпечити стабільне зростання курсу протягом тривалого періоду.

Незважаючи на те, що грошові доходи та викуп акцій близькі за своїм інформативним наповненням, інформація, що ними передається, все ж відрізняється. Регулярні грошові дивіденди забезпечують постійне підтвердження здатності компанії генерувати грошовий потік. Викуп акцій зазвичай не є таким регулярним і, скоріше, може бути використаний як додатковий «інформаційний сигнал», який є доцільним для використання у тих випадках, коли керівництво вважає, що ціни на акції занижені.

У системі оцінки ефективності дивідендної політики сьогодні пропонується ряд показників, у числі яких дивіденд на акцію, ставка дивіденду, коефіцієнт «ціна-дохід», дивідендний вихід, коефіцієнт виплати дивідендів. Між тим основним показником має бути прирощення вартості компанії у зв'язку із використанням певного типу дивідендної політики.

В умовах кризи первинною задачею є навіть не вибір типу дивідендної політики, а підвищення інформованості учасників ринку цінних паперів відносно розмірів виплат дивідендів, причин їх несплати або факторів, що вплинули на їх рівень. Тому для підвищення інтересу до акцій компанії слід зробити доступними дані щодо неї, наприклад, як це сьогодні робить «Мотор Січ». Це дозволить інвесторам більш точно прогнозувати майбутній фінансовий стан компанії, пов'язані з нею доходи та ризики.

Механізм виплати дивідендів законодавчо не регулюється. Але товариства, що намагаються відповідати міжнародним стандартам, вважають за необхідне оформлення дивідендної політики у вигляді внутрішніх регламентів, зокрема, «Положення про дивідендну політику». Подібний документ має бути розроблений та затверджений в компанії з метою сприяння реалізації прав акціонерів на отримання доходів від володіння часткою капіталу, встановлення чіткої та прозорої системи визначення, нарахування та виплати дивідендів. Основні структурні частини такого положення:



- загальні положення, де визначається мета та зміст дивідендної політики, права та обов'язки корпорації перед своїми вкладниками, періодичність виплати дивідендів;
- порядок визначення розміру дивідендів, їх мінімальна межа;
- порядок прийняття рішення щодо виплати дивідендів;
- перелік осіб, що мають право на дивіденди;
- порядок виплати дивідендів;
- порядок перегляду діючої дивідендної політики (порядок внесення змін);
- порядок інформування акціонерів та інвесторів щодо дивідендної політики;
- терміни дії «Положення про дивідендну політику».

ВИСНОВКИ

Викладені результати дослідження дозволяють сформулювати ряд узагальнюючих принципів, використання яких при обґрунтуванні положень дивідендної політики дозволить компанії забезпечити її максимальне використання для підвищення іміджу та вартості. Основні принципи, на яких має базуватись дивідендна політика компанії, полягають у наступному:

- прозорість (визначення та розкриття інформації щодо обов'язків та відповідальності сторін, що приймають участь у реалізації дивідендної політики, в тому числі порядку та умов прийняття рішення щодо виплати та розміру дивідендів);
- своєчасність (встановлення часових меж при здійсненні дивідендних виплат);
- обґрунтованість (рішення щодо виплат та розміру дивідендів може бути прийняте лише у випадку досягнення компанією позитивного фінансового результату з урахуванням планів розвитку компанії та її інвестиційної програми);
- справедливість (забезпечення рівних прав акціонерів на отримання інформації щодо рішень, які приймаються, про виплати, розмір та порядок виплати дивідендів);
- послідовність (суворе виконання процедур та принципів дивідендної політики);
- розвиток (постійне удосконалення в межах покращення процедур корпоративного управління та перегляд її положень у зв'язку із зміною стратегічних цілей компанії);
- стійкість (прагнення компанії до забезпечення стабільного рівня дивідендних виплат).

Таким чином, дивідендна політика повинна базуватись на балансі інтересів компанії та її акціонерів, підвищенні інвестиційної привабливості компанії та її капіталізації, повазі та суворому дотриманні прав акціонерів, що передбачені діючим законодавством України, статутом компанії та її внутрішніми документами. При цьому



пріоритетним напрямком використання чистого прибутку компанії після оподаткування має бути фінансування програм подальшого розвитку виробництва з метою збільшення майбутніх грошових потоків, зростання інвестиційної привабливості компанії, та, як наслідок, росту курсової вартості акцій.

Використання викладених положень в практиці формування та реалізації дивідендної політики дозволить вітчизняним компаніям підтримати інвестиційну привабливість акцій та запобігти падінню їх ринкової вартості. При цьому подальших досліджень потребують проблеми функціонування та розвитку вітчизняного фінансового ринку з метою підвищення рівня його прозорості та інформативності.

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Господарський кодекс України [Текст] : за станом на 1 груд. 2010 р. / Верховна Рада України. — Офіц. вид. — К. : Парлам. вид-во, 2011. — 207 с. — (Бібліотека офіційних видань).
2. Про акціонерні товариства : Закон України [Текст] // Відомості Верховної Ради України (ВВР). — 2008. — № 50–51.
3. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) за 2009 р. — К., 2010. — 67 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1302533046.pdf.
4. Статистичний щорічник України за 2010 рік / [За ред. О. Г. Осауленка]. — К. : ТОВ «Август Трейд», 2011. — 560 с.
5. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) за 2010 р. — К., 2011. — 59 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.
6. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку протягом I півріччя 2011 року. — К., 2011. — 37 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1314361768.pdf.
7. Газета «Коммерсантъ Украина», № 48 (1538), 23.03.2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.kommersant.ua/doc/1898566>.
8. Бланк И. А. Управление прибылью [Текст] / Игорь Александрович Бланк. — 3-е изд. — К. : Ника-Центр, 2007. — 768 с.
9. Жукова Т. В. Дивидендная политика в современном акционерном обществе. Теория и практика российских компаний [Текст] / Т. В. Жукова // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. — 2009. — № 4. — С. 13–18.

Дата надходження до редакції – 22.03.2012 р.