

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

**Ефективна
ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



№ 10, 2014 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 336.02:658.155.2:658.114

I. I. Bohatyriov,
к. е. н., доцент, докторант кафедри міжнародного обліку і аудиту,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

ДИВІДЕНДНА КОМПОНЕНТА ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ КОМПАНІЇ

I. I. Bohatyriov,
Ph.D., associate professor of the department of international accounting and auditing
SHEI "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman"

DIVIDEND COMPONENTS OF THE FINANCIAL COMPANY'S POLICY

Розкрито особливості дивідендної політики в умовах нестабільності фінансових ринків. Обґрунтовано критерії оптимальності дивідендної політики з позиції досягнення макроекономічної стабілізації.

The features of dividend policy in an unstable financial market are discovered. Criteria of optimality dividend policy from the standpoint of achieving macro-financial stability are grounded.

Ключові слова: *фінансова політика, дивіденди, дивідендна політика, акція, майнові права акціонерів, курс акцій, вартість капіталу.*

Key words: *financial policy, dividend, dividend policy, action, property rights of shareholders, the stock price, the cost of capital.*

Постановка проблеми. Головною метою формування стратегічних цілей фінансової діяльності компанії є підвищення рівня добробуту власників і максимізація ринкової вартості фірми. Разом з тим, ця головна мета потребує певної конкретизації з урахуванням завдань і особливостей майбутнього фінансового розвитку компанії. Вирішення цих завдань можливе за умов проведення ефективної фінансової політики, яка визначена як форма реалізації фінансової ідеології і фінансової стратегії компанії в розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від фінансової стратегії в цілому, фінансова політика формується лише по конкретним напрямкам фінансової діяльності підприємства, які вимагають забезпечення найбільш ефективного управління для досягнення головної стратегічної мети цієї діяльності. Ефективна дивідендна політика в складі довгострокової фінансової політики є гарантом фінансової стійкості компанії і служить орієнтиром для залучення інвесторів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питаннями оптимізації дивідендної політики та узгодження інтересів акціонерів, що зацікавлені в отриманні доходу та менеджерів щодо збільшення вартості капіталу гостро дискутуються у науковій літературі. Зокрема цим питанням присвячено праці західних науковців: З. Боді, Р. Брейлі, Г. Дональдсона, Р. ла Порта, Дж. Лінтнер, С. Майерс, М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Рока, Ю. Фама, У. Шарпа. З початком реформування економічних відносин актуалізувався цей напрям фінансової науки і на теренах колишнього СРСР. В цьому зв'язку слід відзначити роботи українських вчених М. Білик, І. Бланка, Є. Боброва, Л. Бурая, А. Гальчинського, А. Даниленко, Д. Леонова, В. Опаріна, В. Суторміної, Б. Стеценка, В. Федосова, В. Шелудько; російських – Я. Міркіна, Б. Рубцова, Я. Сергієнка, М. Третьякова, Т. Теплової. Потенціал перерахованих робіт відображає важливість і широкий спектр напрямків досліджень, проте ряд аспектів цієї багатогранної наукової проблеми залишаються недостатньо розкритими. Насамперед, необхідно узагальнення теоретичних підходів та надання практичних рекомендацій щодо оптимізації дивідендної політики компаній через збалансування розподілу прибутку, що забезпечить розумний компроміс між інтересами держави та самих корпорацій, дозволить уникнути існуючих диспропорцій, забезпечить як сталий розвиток корпоративного сектору, так і збільшення надходжень до державного бюджету.

Метою статті є поглиблення науково-теоретичних підходів та обґрунтування практичних рекомендацій щодо оптимізації дивідендної політики компаній як одного з чинників досягнення макроекономічної стабілізації.

Викладення основного матеріалу дослідження. Дивідендна політика компанії повинна бути націлена на досягнення оптимального розподілу чистого прибутку компанії з точки зору відповідності обсягу реінвестованих коштів стратегічним потребам компанії, а також задоволення інтересів власників у отриманні очікуваної дохідності на вкладені кошти. У теорії фінансів є кілька підходів до обґрунтування оптимальної дивідендної політики, які ґрунтуються на оптимізації складових частин або в цілому сукупної дохідності, що отримана власниками - TSR (Total Shareholders Return):

$$TSR = \frac{Div}{P_0} + \frac{P_t - P_0}{P_0} = DY + CGY \quad (1)$$

де P_t , P_0 - ціна акції в поточний і початковий момент часу, DY - дивідендна дохідність (Dividend Yield); CGY - капіталізована дохідність або прибутковість приросту капіталу (Capital Gains Yield).

В свою чергу теорія переваги дивідендів [1, 2] полягає в тому, що власники, виходячи з принципу мінімізації ризику, завжди віддають перевагу поточним дивідендам ніж можливим майбутнім доходам, в тому числі і можливому приросту акціонерного капіталу, тобто у формулі (1) дивідендна прибутковість має пріоритетне значення. Крім цього, поточні дивідендні виплати зменшують рівень невизначеності інвесторів відносно доцільності і вигідності інвестування в дану компанію, їх задовольняє менша норма прибутку на інвестований капітал, що знижує ставку дисконтування при моделюванні і приводить до зростання ринкової оцінки акціонерного капіталу.

В теорії іррелевантності дивідендів Модільяні і Міллер [3] довели, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, яке визначається здатністю компанії генерувати прибуток і більшою мірою залежить від інвестиційної політики, ніж від того, в якій пропорції розподіляється прибуток між акціонерами і реінвестуванням. Отже, оптимальної дивідендної політики як фактору підвищення вартості компанії не існує взагалі. Даний висновок зроблено на основі наступних припущень, висунутих Модільяні та Міллером: інвестиційна політика незмінна і відома акціонерам, ні дивіденди, ні доходи від зростання капіталу не оподатковуються, відсутні емісійні і трансакційні витрати, всі інвестори оперують однаковою інформацією.

Формування цілісної картини вимагає характеристики теорії податкової диференціації, представники якої Р. Лінтценбергер і К. Рамасвами [4] почали з ослаблення теорії Модільяні-Міллера через врахування диференціації податкових ставок на дивіденди і доходу від приросту капіталу. Основний висновок теорії

полягає в тому, що якщо дохід від капіталізації обкладається податком за меншою ставкою, ніж отримані дивіденди $TC > TDiv$ (де $TDiv$, TC - податкові ставки на дивіденди і капіталізований дохід), то з позиції акціонерів пріоритетне значення має не дивідендна, а капіталізована доходність і навпаки. В результаті критерій оптимальності дивідендної стратегії залежить від диференціації податків в країні. Так, наприклад, в США до 1982 року ставка прибуткового податку на дивіденди дорівнювала 70%, а на капіталізований дохід - 50%. Після 1982 ставки податку знизилися до 50% на дивідендний дохід і до 20% на приріст капіталу, а з 1992 року ставки податку стали рівні 31% і 28%, відповідно. Аналогічна картина спостерігається і у Франції, де податкова ставка по дивідендах вище, ніж по капіталізованому доходу. Отже, в даних країнах вигідніше максимізувати капіталізовану прибутковість. Зворотній картина спостерігається в Німеччині та Японії, де капіталізований дохід оподатковується за вищою ставкою, ніж дивіденди. Отже, максимізувати вигідніше дивідендний дохід. У ряді країн ставки податків однакові - Великобританія, Австралія, Канада - і щодо податкової диференціації не існує критерію оптимальності дивідендної стратегії.

Теорія агентських витрат відображає другу потенційно важливу корективу, яку реальне життя вносить в допущення Міллера і Модільяні - поправку на побудову дивідендної стратегії компанії, що забезпечує зниження агентських витрат (AC - $Agencycost$) між менеджерами та власниками [5]. Істербрук і Розефф [6, 7] вважають, що дивіденди служать своєрідним «ліками» для менеджерів, і виплата дивідендів на протиприродне інвестування примушує менеджерів проходити періодичну атестацію на ринку капіталу, який вимагає більш ретельного опрацювання бізнес-планів, інвестиційних розрахунків і відрзняється більш жорстким контролем та економічним моніторингом з боку кредиторів.

Сигнальна теорія дивідендів відкидає припущення теорії Модільяні-Міллера про симетричність інформації [8]. На відміну від припущення Модільяні-Міллера, що акціонери розташовують тією ж інформацією, що й менеджери компанії, гіпотеза про сигнальну функцію дивідендів ґрунтується на припущенні, що менеджери розташовують більшою інформацією про перспективи компанії, ніж рядові інвестори. Ця гіпотеза полягає в тому, що внутрішня інформація доводиться до учасників ринку через зміни в дивідендному доході. Ця гіпотеза отримала підтвердження на практиці, оскільки було відзначено, що скорочення розміру дивідендів, як правило, призводить до зниження, а збільшення - до зростання ринкової ціни акції. Тому ринкові інвестори та фінансові менеджери розглядають дивідендну стратегію як одну з форм комунікації з ринком, при якій компанія отримує можливість подавати ринку «правильні сигнали». Подаючи ринку «правильні сигнали», тобто збільшуючи дивідендний дохід, менеджери компанії можуть ініціювати зростання цін на акції та, оцінивши клієнтську базу потенційних одержувачів дивідендів, створити сприятливі умови для їхнього приходу в компанію. Отже, на недосконалих ринках дивідендна стратегія стає одним з важелів створення вартості компанії.

Теорія оптимальності форми дивідендів розглядає перевагу виплати дивідендів у грошовій формі, у формі акцій та інших цінностей або викупу акцій (зворотний викуп - $sharepurchase$) [9]. Ідеологія вибору між виплатою дивідендів і викупом акцій продовжує теорію агентських витрат і заснована на припущенні про існування агентських конфліктів між менеджерами та акціонерами. Менеджери можуть використовувати внутрішню інформацію і приступити до викупу акцій, коли це вигідно їм самим, а не акціонерам. При цьому вони порівнюють потенційні вигоди і витрати викупу, і якщо фінансові витрати (FC - $FinancialCost$) виявляються більше, то робиться вибір на користь виплати дивідендів. Виплата особливих дивідендів, на думку Бріклі [10] служить для учасників ринку менш надійним індикатором майбутньої зміни вартості компанії, ніж виплата звичайних дивідендів.

Структурна теорія або теорія відповідності дивідендної стратегії структурі акціонерів стверджує, що компанія повинна здійснювати дивідендну стратегію, яка узгоджується з очікуваннями більшості акціонерів. Якщо основна частина акціонерів зацікавлена в отриманні дивідендів, то менеджменту компанії необхідно приймати рішення про виплату дивідендів і відповідним чином формувати дивідендну стратегію. В цьому випадку менша частина акціонерів, не згодна з дивідендною стратегією, має можливість реінвестувати свій капітал в інші компанії. В результаті структура акціонерів у компанії може, з одного боку, стати більш однорідною. Але з іншого боку, продаж акцій частиною інвесторів може знизити ринкову ціну акцій компанії в короткостроковій, а можливо і в довгостроковій перспективі, що знову може привести до зміни структури акціонерів. У цьому зв'язку для контролю над структурою власників менеджери компаній не охоче міняють дивідендну стратегію.

Аналіз наведених теорій оптимізації дивідендної стратегії дозволяє визначити критерії оптимальності для всіх розглянутих теорій (табл. 1). Тільки дві з розглянутих теорій іррелевантні щодо критерію оптимальності - це теорія Модільяні-Міллера і теорія відповідності дивідендної стратегії структурі акціонерів. Решта теорій дозволяють розглядати формування дивідендної стратегії компанії з позиції стратегічного моделювання щодо оптимізації відповідного критерію.

Таблиця 1.
Критерії теорій оптимальності дивідендної політики компанії

Теорія	Критерій оптимальності
Перевага дивідендів	$DY \rightarrow \max$
Іррелевантності дивідендів	Відсутній критерій оптимальності
Податкової диференціації	якщо $TC > TDiv$ то $DY \rightarrow \max$, якщо $TC < TDiv$, то $CGY \rightarrow \max$
Агентських витрат	$PV(AC) \rightarrow \min$
Сигнальна теорія дивідендів	$DY \rightarrow \max$
Оптимальності форми дивідендів	$PV(FC) \rightarrow \min$
Структурна	$DY \rightarrow \text{cost}$

У практиці дивідендних стратегій компаній переважає консервативно стабільний підхід. Більшість великих компаній на заході воліють регулярно виплачувати дивіденди. Так, 76% компаній, включених в файли системи «Standard & Poor's», виплачують дивіденди своїм акціонерам регулярно. Відомі компанії, які протягом своєї історії жодного разу не знизили їх розміру, наприклад, «American and Telegraph Company», яка діє на ринку з 1885 року, або «Chemical New York», що сплачує дивіденди з 1827 року [11].

Аналіз впливу на ціну акцій змін до дивідендної політики компанії показав, що будь-яка зміна дивідендної політики негайно відбивається в ціні акцій даної компанії. Так, в травні 1987 року після проголошення про першу виплату дивідендів по 4 центи на акцію компанією «Apple Computer» ринкова ціна її акцій за день зросла на 219 млн. дол. [12], тобто фондовий ринок чує «правильні сигнали» і адекватно на них реагує. Цим користуються багато компаній.

Таким чином, аналіз теорій та практики дивідендних виплат показує, що дивідендна стратегія впливає на вартість компанії, як через зміну інформаційної асиметрії фондового ринку і диференціацію податків, так і через зниження агентських витрат між власниками і менеджерами компанії. Правильно побудована дивідендна стратегія збільшує, а неправильна руйнує вартість компанії, в тому числі й інноваційну. Тому проблема оптимізації дивідендної стратегії надзвичайно актуальна в стратегічній перспективі. Разом з тим єдиного формалізованого алгоритму оптимізації не існує, тому дивідендна політика визначається багатьма факторами, іноді і важко формалізованими, наприклад, психологічними. До визначальних факторів при формуванні дивідендної стратегії компанії можна віднести:

- чинники правового характеру, наприклад, в Україні дивідендна політика повинна будуватися відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства», Господарського кодексу України;
- чинники контрактного характеру, коли величину дивідендів регулюють контракти довгострокового кредитування;
- чинники, пов'язані з недостатньою ліквідністю через відсутність коштів на розрахункових рахунках;
- чинники, пов'язані зі стратегічним розширенням виробництва;
- чинники, пов'язані з інтересами акціонерів;
- чинники рекламно-інформаційного характеру, пов'язані з формуванням іміджу фірми допомогою формування «правильних сигналів» ринку.

Аналізуючи вищевказане, можна виділити два основоположні взаємопов'язані завдання, які повинні бути вирішені при формуванні дивідендної стратегії в довгостроковій перспективі: з одного боку, це максимізація сукупного стану акціонерів, а з іншого - це достатність фінансування стратегічних рішень компанії.

У цьому зв'язку генеральним критерієм оптимізації дивідендної політики в стратегічній перспективі, повинен стати максимум сукупної прибутковості:

$$TSR = DY + CGY \rightarrow \max, \quad (2)$$

Формування дивідендної стратегії повинно проходити в два етапи. На першому етапі, коли потреба в інвестиційних ресурсах велика для створення

інноваційної вартості необхідно:

• оцінити необхідну суму фінансування стратегічних рішень компанії з урахуванням переліку привабливих інвестиційних проектів, сформованого на етапі побудови інвестиційної стратегії;

• оцінити потребу у власному капіталі на основі визначення цільової структури джерел фінансування;

• зменшити дивідендний вихід до мінімуму, враховуючи рівень дивідендів, встановлений в документах компанії, тобто

$$DY \rightarrow \min, \quad (3)$$

За умови що

$$\frac{D}{D + E_0 + (1 - \text{DPR}) \cdot \text{PN}} \leq \text{DR}_{\text{opt}} \quad (4)$$

$$\alpha \leq \text{DPR} \leq \beta \quad (5)$$

де DPR - коефіцієнт дивідендних виплат (DividendPayoutRatio); DR_{opt} - цільова структура капіталу (DebtRatio); α , β - мінімальний і максимальні рівні дивідендних виплат, що встановлений з урахуванням зниження агентських витрат.

• використовувати дивідендні важелі стимулювання ринкової вартості для подачі «правильних сигналів» потенційним інвесторам у разі планування процедури IPO.

Отже, основний приріст сукупної дохідності TSR в першому періоді повинен припадати на збільшення капіталізованої дохідності.

Другий етап реалізації корпоративної стратегії повинен відповідати:

• збереженню цільових пропорцій в структурі джерел фінансування шляхом вилучення частини чистого прибутку;

• і збільшенню дивідендного виходу за рахунок підвищеної віддачі на інвестований капітал.

Отже, у другому періоді генеральний критерій оптимальності дивідендної стратегії - максимізація сукупної дохідності акціонерів досягатиметься як зростанням капіталізованої, так і зростанням дивідендної доходностей.

Висновки. На підставі наведеного слід зауважити, що в стратегічній перспективі оптимальною є обережна консервативна дивідендна стратегія: на першому етапі мінімум дивідендних виплат, і максимум реінвестованого прибутку, що призведе до збільшення інноваційної вартості компанії. На другому етапі поступовий перехід до незначного зростання дивідендної доходності, який не перевищує граничного значення, яке може призвести до руйнування інноваційної вартості компанії, і визначення стратегічних передумов формування нової корпоративної дивідендної стратегії на наступну довгострокову перспективу.

Водночас, кожній компанії відповідають властиві тільки їй особливості, які визначають формування дивідендної політики. У запропонованій моделі вони реалізуються шляхом визначення мінімальних і максимальних рівнів дивідендного виходу з урахуванням податкової диференціації, завдання інформаційного простору з вигідною для компанії асиметрією та усунення агентських протиріч. В цілому зв'язку слід зазначити, що для компанії залежно від виду діяльності, етапу розвитку, структури власників завжди існує цільова структура виплат дивідендів, до якої необхідно прагнути в стратегічній перспективі.

Список літератури.

1. Gordon M.J. Dividends, earnings and stock prices // Review of Economics and Statistics 41. - 1959.-May.-P. 99-105.
2. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, retained Earnings, and Taxes // American Economics Review. - 1956. — May. - P. 97—113.
3. Miller M.H., Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares // Journal of Business. - 1961. - October. - P. 411-433.
4. Litzenberger R.H., Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence // Journal of Financial Economics. - 1979. - June. - P. 163-195.
5. Jensen M.C. and Merckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - October. - P. 305-360.
6. Easterbrook F.H. Two agency-cost explanations of dividends // American Economic Review. - 1984. - September. - P. 650-659.
7. Rozeff M.S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios // Journal of Financial Research. - 1982. - Vol. 5 - P. 249-259.
8. Pettit R.R. Dividend announcements, security performance and capital market efficiency // Journal of Finance. - 1972. - December. - P. 993-1007.
9. Offer A. and Thakor A. A theory of stock price response to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends // Unpublished ms. - 1985. - December. - P. 287-294.
10. Brickley J.A. Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: an empirical study // Journal of Financial Economics. - 1983- August. - P. 187-209.
11. Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. Fundamentals of Corporate Finance. Richard D. Irwin, Inc. - 1991.-P. 521.
12. The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice / ed. by D.II. - Chew, Jr. McGraw-Hill, Inc. - 1993.-P. 35

References.

1. Gordon M.J. (1959), "Dividends, earnings and stock prices", Review of Economics and Statistics 41-May.-pp. 99-105.
2. Lintner J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, retained Earnings, and Taxes", American Economics Review, May, pp. 97—113.
3. Miller M.H. and Modigliani F. (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", Journal of Business, October. pp. 411-433.
4. Litzenberger R.H. and Ramaswamy K. (1979), "The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence", Journal of Financial Economics, June, pp. 163-195.
5. Jensen M.C. and Merckling W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure", Journal of Financial Economics, October, pp. 305-360.
6. Easterbrook F.H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends", American Economic Review, September, pp. 650-659.
7. Rozeff M.S. (1982), "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios", Journal of Financial Research, Vol. 5, pp. 249-259.
8. Pettit R.R. (1972), "Dividend announcements, security performance and capital market efficiency", Journal of Finance, December, pp. 993-1007.
9. Offer A. and Thakor A. (1985), "A theory of stock price response to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends", Unpublished ms., December, pp. 287-294.
10. Brickley J.A. (1983), "Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: an empirical study", Journal of Financial Economics, August, pp. 187-209.
11. Ross S.A., Westerfield R.W. and Jordan B.D. (1991), Fundamentals of Corporate Finance, Richard D. Irwin, Inc.
12. D.II. – Chew and Jr. McGraw (1993), The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice, Hill, Inc.

Стаття надійшла до редакції 06.10.2014 р.



ТОВ "ДКС Центр"