

Дивідендна політика підприємств та аналіз її ефективності на прикладі гірничо-збагачувальних підприємств Криворізького регіону

Розглянуто концепції дивідендної політики та фактори, які впливають на прийняття рішень у даній галузі. Запропоновано класифікацію показників оцінки ефективності дивідендної політики, на основі яких здійснено аналіз ефективності дивідендної політики гірничо-збагачувальних підприємств Криворізького регіону.

Ключові слова: дивіденди, дивідендна політика, концепції дивідендної політики, ефективність, гірничо-збагачувальний комбінат.

Рассмотрены концепции дивидендной политики, а также факторы, влияющие на принятие решений в данной отрасли. Предложена классификация показателей оценки эффективности дивидендной политики, на основе которых осуществлен анализ эффективности дивидендной политики горно-обогатительных предприятий Криворожского региона.

Ключевые слова: дивиденды, дивидендная политика, концепции дивидендной политики, эффективность, горно-обогатительный комбинат.

Conceptions of dividend politics and factors that influence on making decision in this industry are considered. Classification of indexes is offered estimations of efficiency of dividend politics, on the basis of that the analysis of efficiency of dividend politics of ore mining and processing enterprises of the Kryvyi Rih region is carried out.

Keywords: dividends, dividend politics, conceptions of dividend politics, efficiency, mining-and-processing plant.

Постановка проблеми. У сучасних умовах розвитку фінансового ринку України і становлення власної моделі корпоративного управління значущість дивідендної політики зростає. Вона визначає джерела формування власних фінансових ресурсів, впливає на інвестиційну привабливість, поточний курс акцій і вартість бізнесу в цілому. Саме тому питання формування ефективної дивідендної політики останнім часом набуває особливої актуальності.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Проблеми формування дивідендної політики було широко розглянуто закордонними вченими, серед яких М. Міллер, Ф. Модильяні, М. Гордон, Дж. Літнер, С. Росс, Р. Літценбергер, К. Равасвами, Ф. Блек, А. Франклін, А. Бернардо, І. Велч, Ф. Х. Істербрук, Р. Шиллер, Х. Шефрін, М. Стетман та ін.

Дослідженням дивідендної політики українських акціонерних товариств займалися такі вчені та економісти, як С.В. Богачов, Л.О. Лігоненко, Л.В. Клоченок, Н.В. Юрчук, С.В. Нестерова, Л.П. Довгань та багато інших.

Теорії, що розроблені зарубіжними вченими, орієнтовані переважно на функціонування підприємств-емітентів в умовах досконалого фондового ринку і не враховують особливостей формування дивідендної політики в умовах нерозвинених корпоративних відносин та нестачі інвестиційних ресурсів, характерних для національної економіки. Тому залишається багато дискусійних питань, викликаних особливостями функціонування вітчизняних підприємств та нерозвиненістю фондового ринку України.

Метою статті є дослідження основних засад проведення дивідендної політики та аналіз її ефективності на прикладі гірничо-збагачувальних комбінатів Криворізького регіону.

Виклад основного матеріалу. Дивідендна політика – це набір цілей і завдань, які ставить перед собою керівництво підприємства у галузі виплати дивідендів, а також сукупність методів і засобів їх досягнення. Оптимізація дивідендної політики – це оптимізація співвідношення між прибутком, що виплачується у вигляді дивідендів, і тим, який реінвестується з метою максимізації доходів власників.

Приймаючи рішення в галузі дивідендної політики, слід враховувати, що вони впливають на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства:

- величину самофінансування – чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій;
- структуру капіталу – якщо приймається рішення про те-заврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже змінюється загальна структура капіталу підприємства;
- ціну залучення фінансових ресурсів – спрямовуючи частину чистого прибутку на виплату дивідендів, підприємство автоматично знижує власний рівень ліквідності, а отже у разі отримання кредиту банківська установа, що його надає, підвищить кредитну ставку з метою страхування власних ризиків;
- ринковий курс корпоративних прав – чим вищий рівень сплати дивідендів, тим вищий курс акцій. Це пояснюється тим, що стабільний рівень дивідендних виплат свідчить про те, що вкладений інвесторами в підприємство капітал працює ефек-

тивно, а відсутність дивідендів або їхнє різке коливання – про нестабільність і ризиковість підприємства – емітента корпоративних прав, унаслідок чого ринковий курс падає.

Принциповим питанням, яке стоїть в основі теоретичних досліджень, присвячених дивідендній політиці, є питання взаємозв'язку між напрямом використання чистого прибутку (дивіденди чи тезаврація) та вартістю підприємства. Залежно від відповіді на дане питання виділяють три основні концепції дивідендної політики.

Концепція «іррелевантності (нейтральності) дивідендної політики», засновниками якої були Ф. Модільяні, М. Міллер, Ф. Блек. Вони відстоюють позицію, що між сумою сплачуваних дивідендів і ринковим курсом акцій не існує зв'язку, оскільки курс акцій визначається теперішніми та майбутніми доходами підприємства, а також потенціалом його зростання. Найраціональнішою з їх погляду є фінансова політика, в рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів і весь прибуток спрямовується на реінвестиції (рис. 1). На виплату дивідендів спрямовується лише та сума чистого нерозподіленого прибутку, яку неможливо ефективно реінвестувати [2].

Таким чином, автори даної концепції схиляються до отримання вигоди в довгостроковому періоді у вигляді майбутньої віддачі на інвестований у виробництво капітал, аніж у короткостроковому – у вигляді дивідендів. У такому разі акціонери максимізують доходи здебільшого в результаті зростання курсу акцій.

Згідно з підходом пріоритетності дивідендів, найвідомішими прихильниками якого є Дж. Літнер та М. Гордон, актуальний курс акцій визначається теперішньою вартістю очікуваних доходів на ці акції, які включають усі майбутні дивіденди, а також очікувану виручку від реалізації акцій. Зростання дивідендів досить часто сприймають як сигнал до того, що підприємство працює успішно, і навпаки, зменшення рівня дивідендів може сигналізувати про фінансові проблеми суб'єкта господарювання. Отже, дивіденди за даною концепцією впливають на вартість підприємства.

Концепція мінімізації податкових платежів виходить з того, що поряд з власниками корпоративних прав, котрі відда-

ють перевагу стабільним дивідендам, є група інвесторів, які при прийнятті своїх рішень керується критерієм мінімізації податкових платежів. Якщо податковим законодавством країни передбачено нижчий рівень оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленим, підприємство отримує податкові переваги при використанні як джерела фінансування реінвестованого прибутку. Водночас вартість обслуговування власного капіталу, залученого із зовнішніх джерел, підвищується. Якщо ж рівень оподаткування дивідендів є нижчим, ніж рівень нерозподіленого прибутку, вигіднішою буде виплата дивідендів [1].

Слід зазначити, що остаточного підтвердження на практиці переваг тієї чи іншої концепції не знайдено. Прийнятність того чи іншого підходу залежить від конкретних умов діяльності підприємства, структури та психологічних особливостей інвесторів, їх інформаційного забезпечення тощо.

Саме тому при дослідженні ефективності дивідендної політики необхідно проаналізувати всю сукупність факторів, які на неї впливають, і виробити найоптимальнішу для конкретного підприємства дивідендну стратегію.

Ефективність дивідендної політики оцінити надзвичайно складно. Очевидно, ефективною буде така політика, за якої забезпечується мінімізація принципал–агент–конфлікту між окремими власниками, кредиторами та менеджментом підприємства. Зрозуміло, що уникнути таких конфліктів можна при максимізації доходів власників за відсутності обмежень з боку кредиторів. Як уже зазначалося, ці доходи можуть бути у формі підвищення курсової вартості та (або) дивідендів.

Оцінити ефективність дивідендної політики можна на основі аналізу показників прибутковості корпоративних прав, від значення яких залежать обидві складові доходів власників. Показники оцінки ефективності дивідендної політики підприємства представлені на рис. 2.

За певних обставин ефективною буде така дивідендна політика, за якої забезпечується зростання ринкової ціни корпоративних прав.

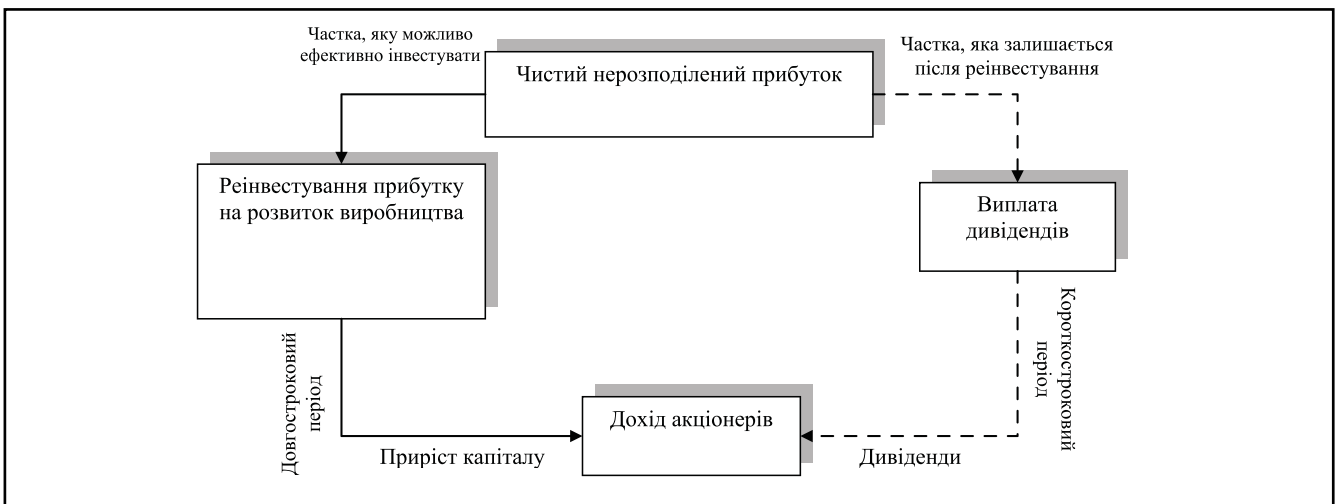


Рисунок 1. Графічне представлення концепції Ф. Модільяні та М. Міллера

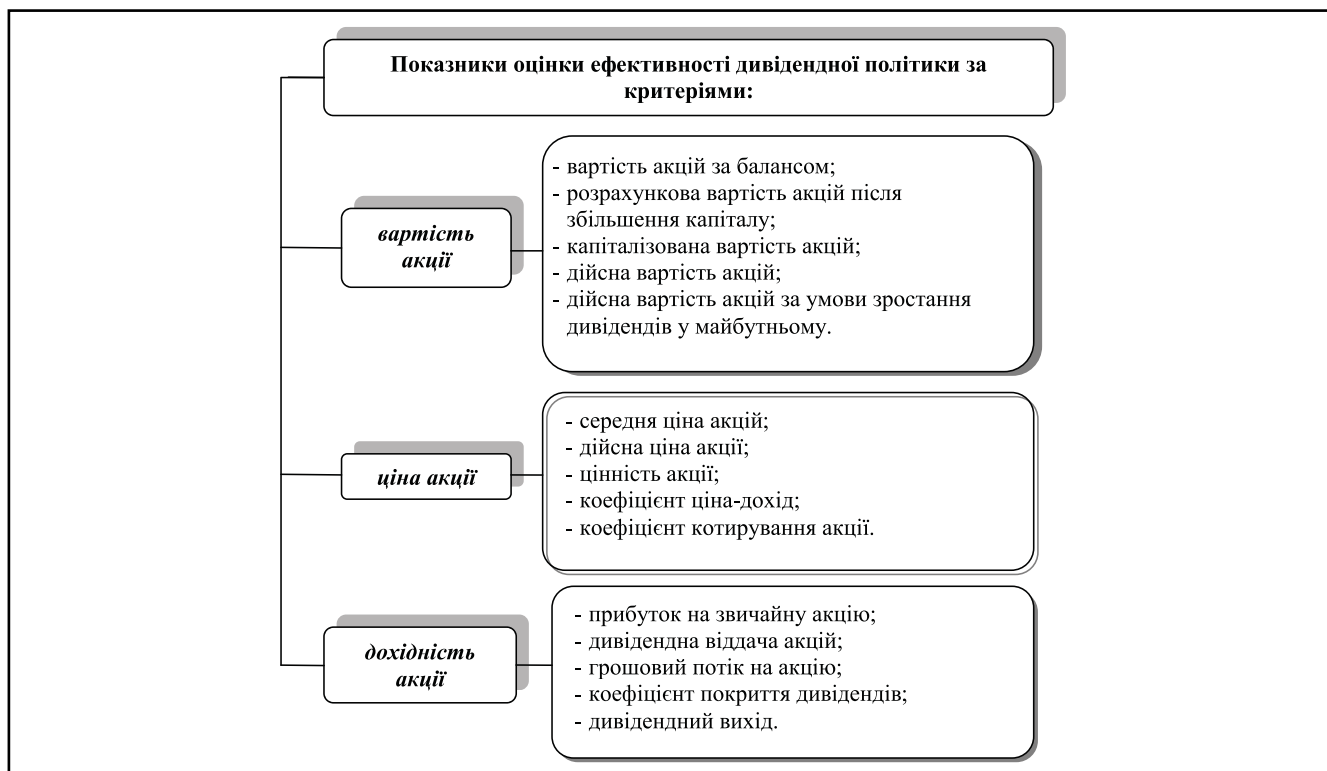


Рисунок 2. Класифікація аналітичних показників оцінки ефективності дивідендної політики підприємства

Більшість підприємств гірничо-виробничої галузі у Криворізькому регіоні мають форму акціонерного товариства. Тому доцільно оцінити ефективність дивідендної політики даних підприємств за вище наведеними показниками (табл. 2).

Таким чином, на основі табл. 2 та табл. 3 можна зробити висновок, що впродовж аналізованого періоду найбільш ефективно дивідендну політику проводив ПАТ «ПівнГЗК», який є лідером серед гірничо-збагачувальних комбінатів практично за всіма показниками ефективності дивідендної політики.

Другим у рейтингу є ПАТ «ЦГЗК», дивідендна політика якого характеризується стабільністю дивідендних виплат акціонерів. Ціни на акції даного підприємства є дещо нижчи-

ми у порівнянні з лідером, що певною мірою зумовлено нижчим рівнем дивідендів на одну звичайну акцію.

Третє та четверте місця посідають ІнГЗК та ПівдГЗК відповідно. Варто зазначити, що акції ПАТ «ІнГЗК» у 2009–2010 роках були відсутні у вільному продажі. Акціонери даного товариства стабільно отримували дивідендні виплати впродовж всього періоду.

Єдиним підприємством, яке не здійснювало в 2009–2011 роках виплати дивідендів, стало ВАТ «ПівдГЗК», з чого можна зробити висновок, що політика даного підприємства спрямована на повне рефінансування чистого прибутку. Ціна на акції даного підприємства у 2010 році (8 грн.) перевищила всі очі-

Таблиця 1. Вихідні дані для проведення аналізу ефективності дивідендної політики гірничо-збагачувальних комбінатів Криворізького регіону в 2009–2011 роках [3]

| Показник | Од. виміру | ЦГЗК | | | ПівнГЗК | | | ІнГЗК | | | ПівдГЗК | | |
|--|------------|------------|---------|---------|------------|---------|---------|------------|---------|---------|------------|---------|---------|
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Чистий прибуток | тис. грн. | 249402 | 1285279 | 2592853 | 1246471 | 2645183 | 1246471 | 933571 | 3233698 | 6584382 | -73567 | 2138697 | 4859796 |
| Кількість звичайних акцій | од. | 1171811000 | | | 2304075800 | | | 2759625600 | | | 2143659200 | | |
| Акціонерний капітал | тис. грн. | 292953 | 292953 | 292953 | 576019 | 576019 | 576019 | 689906 | 689906 | 689906 | 535915 | 535915 | 535915 |
| Резервний капітал | тис. грн. | 73238 | 73238 | 73238 | 226253 | 144005 | 185129 | 94094 | 172477 | 172477 | 38604 | 38604 | 40626 |
| Ринкова ціна акції | грн. | 2,85 | 6,30 | 6,44 | 3,55 | 13,20 | 9,17 | - | - | 0,34 | - | 8,00 | 0,30 |
| Облікова ціна звичайної акції | грн. | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Амортизаційні відрахування | тис. грн. | 216652 | 423719 | 486165 | 562913 | 1039768 | 931831 | 358849 | 487221 | 438023 | 102623 | 95347 | 794050 |
| Дивіденд на одну звичайну акцію | грн. | 1,81186 | 1,272 | 2,14 | 2,44 | 1,39 | 2,674 | 1,53 | 1,22 | 1,22 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Чистий прибуток на одну звичайну акцію | грн. | 0,21283 | 1,09683 | 2,21 | 0,54099 | 1,14805 | 0,54 | 0,3383 | 1,17179 | 2,39 | -0,03432 | 0,99769 | 2,27 |

Таблиця 2. Аналіз ефективності дивідендної політики гірничо-збагачувальних комбінатів Криворізького регіону в 2009–2011 роках

| Показник | Од. виміру | Еталонне значення | | | ЦГЗК | | | ПівнГЗК | | | ІнГЗК | | | ПівдГЗК | | |
|-------------------------------------|------------|-------------------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Прибуток на одну звичайну акцію | грн. | 0,54 | 1,17 | 2,39 | 0,21 | 1,10 | 2,21 | 0,54 | 1,15 | 0,54 | 0,34 | 1,17 | 2,39 | -0,03 | 1,00 | 2,27 |
| Показник вартості акцій за балансом | тис. грн. | 0,00035 | 0,00031 | 0,00033 | 0,00031 | 0,00031 | 0,00031 | 0,00035 | 0,00031 | 0,00033 | 0,00028 | 0,00031 | 0,00031 | 0,00027 | 0,00027 | 0,00027 |
| Цінність акції | грн./грн. | 13,391 | 11,498 | 16,947 | 13,391 | 5,744 | 2,910 | 6,562 | 11,498 | 16,947 | - | - | 0,142 | - | 8,019 | 0,132 |
| Дивідендна віддача акцій | % | 68,73 | 20,19 | 357,94 | 63,57 | 20,19 | 33,19 | 68,73 | 10,53 | 29,17 | - | - | 357,94 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Грошовий потік на акцію | тис. грн. | 0,0008 | 0,0016 | 0,0026 | 0,0004 | 0,0015 | 0,0026 | 0,0008 | 0,0016 | 0,0009 | 0,0005 | 0,0013 | 0,0025 | 0,0000 | 0,0010 | 0,0026 |
| Дивідендний вихід | грн./грн. | 8,51 | 1,21 | 4,94 | 8,51 | 1,16 | 0,97 | 4,51 | 1,21 | 4,94 | 4,53 | 1,04 | 0,51 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Коефіцієнт котирування акції | - | 14,2 | 52,8 | 36,672 | 11,4 | 25,2 | 25,756 | 14,2 | 52,8 | 36,672 | - | - | 1,36 | - | 32 | 1,2 |
| Капіталізована вартість акцій | млн. грн. | 8179,47 | 30413,80 | 21123,77 | 3339,66 | 7382,41 | 7545,29 | 8179,47 | 30413,80 | 21123,77 | - | - | 938,27 | - | 17149,27 | 643,10 |

Таблиця 3. Рейтинг Криворізьких ГЗК за показниками ефективності дивідендної політики (2009–2011 роки)

| Показник | ЦГЗК | | | ПівнГЗК | | | ІнГЗК | | | ПівдГЗК | | |
|-------------------------------------|------|------|------|---------|------|------|-------|------|------|---------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Прибуток на одну звичайну акцію | 0,39 | 0,94 | 0,93 | 1,00 | 0,98 | 0,23 | 0,63 | 1,00 | 1,00 | -0,06 | 0,85 | 0,95 |
| Показник вартості акцій за балансом | 0,90 | 1,00 | 0,95 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0,82 | 1,00 | 0,95 | 0,77 | 0,86 | 0,81 |
| Цінність акції | 1,00 | 0,50 | 0,17 | 0,49 | 1,00 | 1,00 | - | - | 0,01 | - | 0,70 | 0,01 |
| Дивідендна віддача акцій | 0,92 | 1,00 | 0,09 | 1,00 | 0,52 | 0,08 | - | - | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Грошовий потік на акцію | 0,51 | 0,91 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0,36 | 0,60 | 0,84 | 0,97 | 0,02 | 0,65 | 1,00 |
| Дивідендний вихід | 1,00 | 0,96 | 0,20 | 0,53 | 1,00 | 1,00 | 0,53 | 0,86 | 0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Коефіцієнт котирування акції | 0,80 | 0,48 | 0,70 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | - | - | 0,04 | - | 0,61 | 0,03 |
| Капіталізована вартість акцій | 0,41 | 0,24 | 0,36 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | - | - | 0,04 | - | 0,56 | 0,03 |
| Загальна оцінка | 6,34 | 6,27 | 4,75 | 8,02 | 8,50 | 6,67 | 2,57 | 3,70 | 4,15 | 0,72 | 4,79 | 2,87 |
| Рейтинг підприємства | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 4 | 3 | 4 | 3 | 4 |

кування, хоча, здавалося б, за відсутності дивідендних виплат акціонерам вартість корпоративних прав мала б бути значно нижчою. Однак у реаліях української економіки така ситуація можлива за умови, якщо підприємство має двох власників, співвідношення акцій становить 50%:50%, що і підвищує ціни на акції ВАТ «ПівдГЗК».

Висновки

На жаль, більшість українських підприємств не розробляє дивідендну стратегію, оскільки в нашій країні виплата дивідендів ще не набула широкої практики. Незначні суми виплат дивідендів та їх локалізованість пояснюється не стільки збитковою або низькорентабельною діяльністю багатьох підприємств, скільки відвертим нехтуванням правами й законними інтересами акціонерів. Подібна поведінка щодо акціонерів може призвести до втрати ними довіри до підприємства,

скорочення притоку додаткового капіталу та зниження вартості підприємства в цілому.

Серед гірничо-збагачувальних комбінатів Криворізького регіону найефективніше провадять дивідендну політику ПАТ «ПівнГЗК» та ПАТ «ЦГЗК», ціни на акції яких є доволі привабливими порівняно з іншими Криворізькими ГЗК. «Аутсайдером» з виплати дивідендів є ВАТ «ПівдГЗК», яке притримується політики повного рефінансування нерозподіленого прибутку.

Список використаних джерел

1. Бланк І. А. Основи фінансового менеджмента / І. А. Бланк. – В 2 т. 3-е изд. Т. 1. – К.: Ника-Центр, 2007. – 624 с.
2. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання [навч. посіб.] / О. О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.
3. Річна фінансова звітність ПАТ «ПівнГЗК», ПАТ «ЦГЗК», ПАТ «ІнГЗК» та ВАТ «ПівдГЗК» за 2009–2011 роки.