

ВИБІР ОПТИМАЛЬНОГО ТИПУ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ ЯК ІНСТРУМЕНТ УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ

А.О. Гавриш, аспірант*

Розглянуто основні теорії та типи дивідендної політики компанії. Визначено оптимальну дивідендну політику для українських підприємств та окреслено основні проблеми при її реалізації в країнах з перехідною економікою.

Дивідендна політика, дивіденди, прибуток, капітал, акції.

Постановка проблеми. В умовах становлення економіки України особливого значення набуває дивідендна політика підприємств. З одного боку, вона визначає джерела самофінансування бізнесу, а з іншого дає змогу залучити додаткові інвестиції для його розвитку через регулювання поточного курсу акцій. Окрім цього, дивідендна політика вже давно стала важливою частиною загальної стратегії розвитку фірми, мірилом її корпоративної культури, чинником формування позитивного іміджу компанії. Саме через це, проблема формування дієвої дивідендної політики набуває особливої актуальності для сучасних українських підприємств.

Аналіз основних досліджень і публікацій. Теоретичні та практичні аспекти дивідендної політики набули своє відображення у працях таких науковців: І. Бланк, Г. Кірейцев, Ф. Модільяні, М. Міллер, Ф. Блек, Ю. Бригхем, М. Эрхардт, Б. Коллас, М. Гордон, Д. Лінтнер, Р. Літценберг, К. Рамасвами, Л. Басовский, В. Ковалев, А. Маршалл, Л. Гапенські, А. Гропеллі, С. Майерс, Є. Нікбахт, Р. Холт та ін. Однак через специфіку української економіки у підприємств постає ряд проблем при виборі дивідендної політики, а тому це питання потребує подальшого дослідження.

Мета дослідження. Проаналізувати теорії та типи дивідендної політики та визначити оптимальний їх варіант для українських підприємств.

Виклад основного матеріалу. Після сплати усіх платежів з прибутку у розпорядженні підприємства залишається певна його частина, яка називається чистим прибутком. Чистий прибуток може залишатися на підприємстві вигляді як нерозподілений прибуток або за рішенням власників розподілятися на фонд споживання (фонд виплати дивідендів, фонд преміювання) та фонд реінвестування.

Отже, на практиці використання чистого прибутку зводиться до розв'язання протиріч між інтересами підприємства, його працівників та власників. Природно, що акціонери вкладаючи свої активи у діяльність фірми мають на меті отримати якомога більші дивіденди, а підприємство – у свою чергу, зацікавлене у якнайбільшій сумі реінвестованого прибутку.

Отже, завданням фінансового менеджера на цьому етапі є виявлення компромісного рішення, яке б задовольнило обидві сторони. Як бачимо, на етапі використання прибутку об'єктом управління є дивідендна політика підприємства.

З погляду управління прибутком, дивідендна політика – це складова загальної політики управління прибутком, тобто елемент прийняття окремих тактичних рішень щодо його використання [2].

З погляду управління капіталом під дивідендною політикою розуміють принципи та методи визначення частки прибутку, сплаченої власнику капіталу, відповідно до його внеску у загальному обсязі власного капіталу підприємства [5].

Сучасна економічна наука умовно поділяє підходи до формування дивідендної політики на три основні концепції: теорія нейтральності дивідендної політики, теорія пріоритетності дивідендів та змішана група теорій, які за своєю сутністю об'єднують у собі певні риси обох попередніх підходів.

Згідно з теорією нейтральності дивідендної політики, представниками якої є Ф. Модільяні, М. Міллер та Ф. Блек дивідендна політика не має жодного впливу на ринковий курс акцій, оскільки він визначається виходячи з нинішніх та майбутніх доходів підприємства, його теперішнього стану та потенціалу зростання [9].

На підтримку своєї концепції вони наводили твердження, що фірма не здатна збільшити багатство акціонерів, просто змінивши співвідношення дивідендів та реінвестованого прибутку. За аналогією з теорією структури капіталу, діє закон «збереження вартості», внаслідок чого сума частин завжди залишається незмінною [3, с. 818].

Саме тому виплата дивідендів, на їх погляд, є недоцільною, через те, що вона не може реально поліпшити ринкову вартість акцій підприємства, одночасно унеможливаючи його розвиток через недостатність коштів для інвестування. Ця теорія суперечить реальним статистичним даним, які свідчать про те, що більш ніж у 60 % випадків курс акцій змінюється у зв'язку зі зміною дивідендних виплат [7].

Цій теорії відповідає тип дивідендної політики, який отримав назву залишкової. Дивіденди у цьому випадку виплачуються власникам лише після задоволення усіх фінансово-виробничих потреб підприємства і за відсутності будь-яких привабливих інвестиційних проектів. Завдяки цьому досягається максимальне забезпечення підприємства коштами необхідними для розвитку, зростає його балансова вартість завдяки власному капіталу, а отже і зменшується ризик настання банкрутства. Однак, поряд з позитивними рисами, можна зазначити і негативні. Це насамперед низькі або й взагалі відсутні дивіденди та зниження ринкової ціни акцій, а отже і ринкової вартості всього підприємства.

Гордон М. [4] та Д. Лінтнер [8], представники теорії пріоритетності дивідендів, яка ще отримала назву «синиці в руках» притримувалися зовсім протилежного погляду щодо дивідендної політики. На їхню думку, акціонери завжди надаватимуть перевагу отриманню дивідендів перед ре-

інвестуванням, оскільки перше є менш ризиковим, ніж отримання капіталізованих майбутніх доходів від нерозподіленого прибутку. Окрім того, виплата дивідендів має позитивний вплив на зростання ринкової вартості акцій підприємства, що в свою чергу дають змогу власникам отримати більший дохід у разі їх продажу.

Модільяні Ф. та М. Міллер, критикуючи теорію пріоритетності дивідендів, наголошували на тому, що припущення про перевагу дивідендів для акціонерів є не вірним через те, що вони отримавши дивідендні виплати лише невелику їх частку витрачають на споживання, решту ж прагнуть реінвестувати якщо не в теж, так в інше підприємство. Отже, ризик для акціонерів врешті решт у довгостроковому періоді буде визначатися виключно ризиковістю того чи іншого підприємства, а не обраною дивідендною політикою. А оскільки виплата максимальних дивідендів призводить до збільшення ймовірності настання банкрутства, то не має сенсу ці дивіденди виплачувати, тим самим збільшуючи ризик для інвесторів.

На перший погляд, ці аргументи є логічними, однак слід враховувати те, що чимала частина інвесторів купують ті чи інші акції для подальшого перепродажу за більш високою ціною. При невиплаті дивідендів ринкова ціна акцій фірми не підвищується, що робить недоцільним інвестування у це підприємство.

Згідно з теорією пріоритетності дивідендів оптимальними є політика стабільного дивіденду або політика постійно зростаючих дивідендних виплат. Політика стабільного дивіденду передбачає фіксовану суму дивідендних виплат протягом тривалого проміжку часу, що дає змогу забезпечити поступове підвищення ринкової ціни акції, робить можливим планування акціонерами власних доходів та створює ілюзію стабільності підприємства, що допомагає підвищити його репутацію на ринку. Мінусами цього типу дивідендної політики є те, що фірма не завжди може отримати суму чистого прибутку, необхідного для сплати визначеного розміру дивідендів. У такому випадку, дивіденди виплачуються із власного капіталу, сформованого в минулих періодах, що призводить до недостатності коштів для самофінансування підприємства, підвищує ймовірність його банкрутства.

Політика постійно зростаючих дивідендних виплат передбачає постійно зростаючі дивіденди з плином часу. Загалом, вона характерна для підприємств, які перебувають на ранніх стадіях свого життєвого циклу, коли є необхідність у значних коштах для розвитку. Перевагою цього типу дивідендної політики є стабільно зростаюча сума дивідендів, що призводить до стрімкого зростання ринкової ціни акцій, забезпечення потреби в ресурсах для розвитку підприємства у короткостроковому періоді. Однак, у довготерміновій перспективі відбувається поступове зменшення реінвестованого прибутку, що не дає змогу повною мірою забезпечити потребу підприємства у фінансуванні власними капіталами і змушує залучати великі обсяги коштів завдяки кредитам. Все це загрожує нормальному функціонуванню фірми і підвищує ризик настання банкрутства. На наш погляд, застосування цього типу дивідендної політики є доцільним за умов наявності передумов для постійного поліпшення фінансових результатів

суб'єкта господарювання, однак лише доти, поки необхідність виплати дивідендів не змушує змінювати структуру капіталу.

До змішаної групи теорій дивідендної політики належать політика мінімального стабільного розміру дивідендів, концепція мінімізації податкових платежів, постійне дивідендне відношення, методика виплати дивідендів акціями, перекупка акцій, подрібнення акцій.

Політика мінімального стабільного розміру дивідендів полягає у виплаті акціонерам невеликої, фіксованої протягом тривалого проміжку часу суми і доплати (так званого «екстра-дивіденду») в періоди отримання дуже сприятливого фінансового результату. Цей тип дивідендної політики має ряд суттєвих переваг, які вирізняють його з поміж інших. Однією з таких переваг є тісний зв'язок дивідендної політики з фінансовими результатами підприємства. Також, виплата мінімального стабільного дивіденду дає змогу повною мірою задовольняти потребу підприємства в інвестуванні власним коштом, що дає змогу йому стрімко розвивати свій виробничий потенціал і призводить до поступового зростання його балансової вартості. Окрім того, виплата у певні періоди «екстра-дивіденду» сприяє підвищенню ринкової ціни акції через так званий ефект очікування. Поряд з цим, існують і негативні риси виплати мінімального стабільного дивіденду. В разі, якщо підприємство тривалий час не виплачує «екстра-дивіденди», ринкова ціна його акцій знижується.

Концепція мінімізації податкових платежів (концепція податкових переваг) ґрунтується на твердженні, що виплата дивідендів доцільна лише в тому випадку, якщо рівень їх оподаткування менший за рівень оподаткування приросту капіталу. Вибір на користь нерозподіленого прибутку чи дивідендів має здійснюватися із урахування податкової системи, яка діє у певній країні, що дає змогу мінімізувати податкові втрати. Однак, для того, щоб не дозволити громадянам використовувати корпорації для ухилення від сплати податків на особисті доходи, податкове законодавство деяких країн, у тому числі і США, передбачає особливий додатковий податок на невірно сформований накопичений прибуток. Якщо податкова служба може довести, що дивіденди були навмисно занижені, для уникнення сплати податку, на підприємство накладається великий штраф [1, с. 131].

Різновидом змішаної теорії дивідендів є методика постійного відсотка розподілу прибутку. Цей тип дивідендної політики передбачає спрямування на виплату дивідендів фіксованого відсотка від чистого прибутку. Перевагою такого підходу є тісний зв'язок дивідендної політики з фінансовими результатами, що знижує ризик банкрутства підприємства. Однак існує багато недоліків цієї концепції, які, на наш погляд, нівелюють цю перевагу. Серед них найсуттєвішими є значне коливання суми дивідендних виплат, що враховуючи сигнальну функцію дивідендів, часто призводить з одного боку до падіння ринкової ціни акцій, а з іншого – не дає змоги акціонерам ефективно планувати свої доходи, що спонукає їх до продажу акцій цього підприємства.

Найскладнішими, однак разом з тим і найефективнішими є теорії виплати дивідендів акціями. До них належать такі типи дивідендної полі-

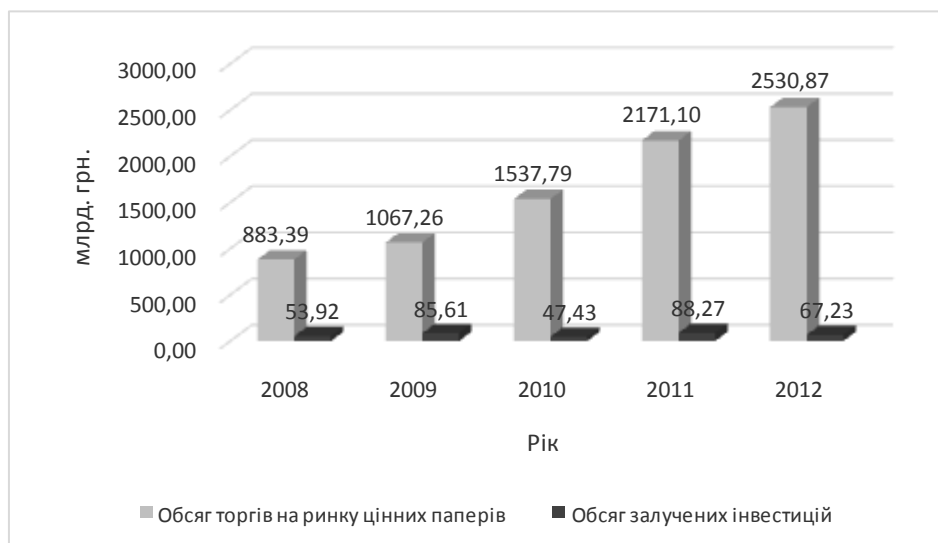
тики: виплата дивідендів акціями та викуп акцій. Ці типи дивідендної політики допомагають розв'язати проблеми з недостатністю грошових коштів для виплати дивідендів.

Виплата дивідендів акціями передбачає випуск додаткового пакета акцій компанії і розподіл його між акціонерами пропорційно їх долі у статутному фонді підприємства. При застосуванні цього методу акціонери фактично не отримують жодного грошового доходу, однак, вони можуть завжди реалізувати додаткові цінні папери на ринку, отримавши грошову компенсацію. Небезпечною є ситуація, коли таких акціонерів виявиться досить багато, що призведе до так званого «скидання акцій», а отже, і до стрімкого падіння їх ринкової ціни.

Замість виплати грошових дивідендів підприємство може розподілити дохід серед власників акцій, викупаючи частини власних акцій. У цьому разі, число акцій в обігу зменшується, відповідно прибуток на одну акцію збільшується що призводить до підвищення ринкової ціни акцій. Таким чином, дохід від приросту ринкової вартості капіталу замінює дивіденди [1, с. 132].

Викуп власних акцій дозволений не у всіх країнах, наприклад, у Німеччині він заборонений. Основна причина – бажання запобігти завищенню загальної величини активів компанії завдяки відображенню у балансі активів, вартість яких важко оцінити. Однак така методика, якщо вона не заборонена законодавством, дає змогу підприємству розподілити акції між своїми працівниками для зацікавлення їх у прибутковості компанії, регулювати кількість власників акцій, підвищити курс акцій і т.д [6, с. 377].

Для визначення оптимального типу дивідендної політики для українських підприємств доцільно проаналізувати стан розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Обсяг торгів на українському ринку цінних паперів зріс за 5 років у 2,8 раза з 2530,87 млрд грн у 2008 році до 883,39 млрд грн у 2012. Однак, якщо порівнювати цей показник з аналогічними показниками розвинутих країн, то очевидним стає вкрай низький рівень розвитку українського ринку цінних паперів.



Динаміка розвитку ринку цінних паперів України [10]

Це призводить до того, що незважаючи на непогану динаміку зростання фондового ринку, українські підприємства при виборі типу дивідендної політики змушені обмежуватися лише залишковим принципом виплати дивідендів. Вплив на ринкову ціну акції суми дивідендних виплат практично відсутній через низький рівень розвитку ринку цінних паперів, тому немає сенсу виплачувати дивіденди, оскільки це не спричинить зростання ринкової вартості підприємства. У свою чергу нестабільна економічна і політична ситуація постійно ставить під загрозу банкрутства вітчизняні компанії, тому їх власники надають перевагу реінвестуванню прибутку для забезпечення стабільності фірми. В таких умовах значно ускладнюється процес інвестування за допомогою інструментів фондового ринку, що підтверджують дані рисунку: обсяг залучених інвестицій українськими компаніями за допомогою фондового ринку збільшився лише у 1,2 раза з 67,23 млрд грн у 2008 році до 67,23 млрд грн у 2012.

Висновки та перспективи подальших досліджень. На наш погляд методика викупу власних акцій є оптимальною з точки зору використання прибутку, оскільки з одного боку, дає змогу задовольнити ту групу акціонерів, які прагнуть реінвестування через залишення у розпорядженні компанії суми нерозподіленого прибутку, а з іншого – тих власників, котрі прагнуть отримати грошовий дохід, оскільки зростання ринкової вартості акцій компанії дає змогу їм вигідно їх продати на ринку цінних паперів. Підприємство, у свою чергу, також отримує достатню для задоволення інвестиційних потреб частину чистого прибутку, оскільки завжди залишатимуться власники схильні до реінвестування. Реалізація цього типу дивідендної політики на українських підприємствах значно ускладнюється низьким рівнем розвитку вітчизняного ринку цінних паперів та певними законодавчими обмеженнями, тому фінансові менеджери найчастіше надають перевагу залишковому типу дивідендної політики, оскільки виплата дивідендів, враховуючи особливості вітчизняної економіки, найчастіше майже не має впливу на ринкову ціну акцій українських компаній.

Список літератури

1. Басовский Л.Е. Финансовый менеджмент: Учебник Басовский Л.Е. – Москва: ИНФРА-М, 2003. – 240 с.
2. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Бланк И. А. В 2 Т. [3-е изд.] – К.: Ника-Центр, 2007. – 1248 с.
3. Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент. Бригхэм Ю., Эрхардт М. 10-е изд. / Пер. с англ. под. ред. к. э. н. Е.А. Дорофеева. – СПб.: Питер, 2009. – 960 с.: ил.
4. Gordon M. J. Optimal Investment and Financing Policy. Gordon M. J. The Journal of Finance, Vol. 18, No. 2, P. 264-272
5. Кірейцев Г.Г. Фінансовий менеджмент: навч. Посіб / Г.Г. Кірейцева. – К.: ЦУЛ, 2002. – 496 с.
6. Ковалев В.В. Курс финансового менеджмента: учеб. Ковалев В.В. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 448 с.
7. Коллас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы: учеб. пособие / Коллас Б. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 576 с.

8. Lintner J. Dividends. Earnings. Leverage. Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations. Review of Economics and Statistics, 1962 Vol. 44, No. 3, P. 243-269.

9. Miller, M.H., Modigliani, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. The Journal of Business, 1961 Vol. 34, No. 4., P. 411-433.

10. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку Інновації для розвитку ринку. – 2012.

Рассмотрены основные теории и типы дивидендной политики компаний. Определена оптимальная дивидендная политика для украинских предприятий, изложены основные проблемы при ее реализации в странах с переходной экономикой.

Дивидендная политика, дивиденды, прибыль, капитал, акции.

The basic theories and types of the company's dividend policy are considered. Optimum dividend policy for the Ukrainian enterprises is specified. The basic problems of realisation the dividend policy in the countries with transitive economy are stated.

Dividend policy, dividends, profit, capital, stocks.