

*Н. В. Харченко,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів і кредиту,
Полтавська державна аграрна академія*

ЗМІСТ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ, ЇЇ ВИДИ ТА ЇХ ТЕОРЕТИЧНЕ ОБГРУНТУВАННЯ

Досліджуються основні підходи та типи дивідендної політики акціонерного товариства. Обґрунтовано різні класифікації типів дивідендної політики акціонерного товариства. Пропонуються рекомендації по дивідендній політиці.

Basic approaches and types of dividend policy of joint-stock company are investigated. Different classifications of types of dividend policy of joint-stock company are reasonable. Recommendations are offered on a dividend policy.

*Ключові слова: дивідендна політика, акціонерне товариство, типи дивідендної політики.
Key words: dividend policy, joint-stock company, types of dividend policy.*

ВСТУП

Розподіл чистого прибутку акціонерного товариства на фонди споживання розвитку є стрижнем фінансової політики акціонерного товариства тому, що пропорції цього розподілу визначають можливості самофінансування суб'єкта господарювання. При цьому варто враховувати, що власники прибуткового акціонерного товариства можуть одержати дохід на вкладений у акціонерне товариство капітал як безпосередньо у формі виплати дивідендів за результатами роботи за період часу, так і у формі майбутніх доходів, отриманих від зростання вартості активів акціонерного товариства (або майбутньої вартості акцій), тобто від капіталізації прибутку, що для власників більш ризиковано, ніж швидко одержання дивідендів.

Дивіденди — це частина чистого прибутку, яку одержують власники акціонерного товариства і яка розподіляється між ними пропорційно вкладенням кожного у статутний капітал. Порядок формування грошового фонду для виплати дивідендів і розподілу його між власниками диктується організаційною формою акціонерного товариства і є найбільш складним для акціонерних товариств. Дивідендами є виплати на вкладені власниками частини паю і прибуток на внески засновників.

Усі питання, пов'язані з виплатою акціонерним товариством дивідендів, регулюються його дивідендною політикою. Дивідендна політика акціонерного товариства — це комплекс цілей, інструментів і методів розподілу прибутку на частину, що спрямовується на виплати власникам акціонерного товариства, і на частину, реінвестовану в акціонерне товариство з метою максимізації його ринкової вартості.

Дивідендна політика акціонерних товариств висвітлюється у працях багатьох вчених, зокрема значну увагу приділяють І. Бланк [1], Г. Філіна [2] та інші.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Основною метою розробки дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім зростанням вартості акціонерного товариства за рахунок капі-

Таблиця 1. Основні типи дивідендної політики акціонерного товариства

Визначальний підхід до формування дивідендної політики	Варіанти використовуваних типів дивідендної політики
1. Консервативний підхід	1. Залишкова політика дивідендних виплат. 2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат.
2. Помірний (компромісний) підхід	3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди.
3. Агресивний підхід	4. Політика стабільного рівня дивідендів. 5. Політика постійного зростання розміру дивідендів.

талізації прибутку, тобто вкладенням його в подальшу діяльність. Тому слід визнати оптимальною такою дивідендну політику, що за існуючих об'єктивних обмежень забезпечує баланс між поточними виплатами дивідендів та зростанням вартості бізнесу у майбутньому (для акціонерних товариств це максимізація вартості акцій) [2, с. 217].

РЕЗУЛЬТАТИ

Практичне використання теорій впливу розміру виплачуваних дивідендів на ціну акцій і добробут акціонерів дозволило виробити три підходи до формування дивідендної політики в рамках загальної фінансової політики товариства — "консервативний", "помірний" ("компромісний") і "агресивний". Кожному з цих підходів відповідає певний тип дивідендної політики [1, с. 279—282].

1. Залишкова політика дивідендних виплат передбачає, що фундація дивідендних виплат невисока через високі темпи розвитку товариства, підвищення її фінансової стійкості й утворюється після того, як за рахунок прибутку задоволена потреба у формуванні власних фінансових ресурсів, що забезпечує повною мірою реалізацію інвестиційних можливостей товариства. Перевагою політики цього типу є забезпечення високих темпів розвитку товариства, підвищення його фінансової стійкості. Недолік же цієї політики полягає в нестабільності розмірів дивідендних виплат, повній непередбачуваності при формуванні їх розмірів у майбутньому періоді та навіть відмові від їх виплат у період високих інвестиційних можливостей, що негативно позначається на формуванні рівня ринкової ціни акцій. Така дивідендна політика використовується лише на ранніх стадіях життєвого циклу товариства, пов'язаних з високим рівнем її інвестиційної активності.

2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат передбачає виплату незмінної їх суми протягом тривалого періоду (при високих темпах інфляції сума дивідендних виплат коректується на індекс інфляції). Перевага цієї політики — її надійність, яка створює відчуття упевненості в акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин і визначає стабільність котирування акцій на фондовому ринку. Недолік же цієї політики — її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності товариства, у зв'язку з чим у періоди несприятливої кон'юнктури і низького розміру прибутку інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля. Для того, щоб уникнути негативних наслідків, стабільний розмір дивідендних виплат зазвичай встановлюється на відносно низькому рівні, що і відносить даний тип дивідендної політики до категорії консервативної, яка мінімізує ризик зниження фінансової стійкості товариства через недостатні темпи приросту власного капіталу.

3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика "екстра-дивіденда"), за вельми поширеною думкою, являє собою найбільш виважений її тип. Її перевагою є стабільна гарантована виплата в мінімально передбаченому розмірі (як у попередньому випадку) при високому зв'язку з фінансовими результатами діяльності товариства,

що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає щонайбільший ефект у товариствах з нестабільним у динаміці розміром прибутку. Головний недолік цієї політики полягає в тому, що за тривалою виплатою мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій товариства знижується і відповідно падає їх ринкова вартість.

4. Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довгострокового нормативного коефіцієнта дивідендних виплат у відношенні до суми прибутку (або нормативу розподілу прибутку на частини, що споживаються і капіталізуються). Перевагою цієї політики є простота її формування і тісний зв'язок з розміром прибутку. В той же час головним її недоліком є нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, що визначається нестабільністю суми прибутку. Ця нестабільність викликає різкі перепади в ринковій вартості акцій за окремими періодами, що перешкоджає максимізації ринкової вартості товариства в процесі здійснення такої політики (вона сигналізує про високий рівень ризику господарської діяльності даного товариства). Навіть за високим рівнем дивідендних виплат така політика зазвичай не привертає уваги інвесторів (акціонерів), які уникають ризику. Тільки зрілі товариства зі стабільним прибутком можуть дозволити собі здійснення дивідендної політики цього типу.

5. Політика постійного зростання розміру дивідендів, що здійснюється під девізом "ніколи не знижуй річний дивіденд", передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат із розрахунку на одну акцію. Зростання дивідендів при здійсненні такої політики відбувається, як правило, у сталому відсотку приросту до їх розміру в попередньому періоді. Перевагою такої політики є забезпечення високої ринкової вартості акцій товариства та формування позитивного її іміджу у потенційних інвесторів при додаткових емісіях. Недоліком цієї політики є відсутність гнучкості в її проведенні і постійне зростання фінансової напруженості у випадку, якщо темп зростання коефіцієнта дивідендних виплат зростає (тобто, якщо фундація дивідендних виплат росте швидше, ніж сума прибутку, то інвестиційна активність товариства скорочується, а коефіцієнти фінансової стійкості знижуються (за інших рівних умов)). Тому здійснення такої дивідендної політики можуть дозволити собі лише процвітаючі акціонерні товариства; якщо ж ця політика не підкріплена постійним зростанням прибутку товариства, то вона являє собою шлях до її банкрутства.

Відаючи належне науковій цінності даних класифікацій, спробуємо навести ще ті види дивідендних політик, які можуть мати вагоме практичне значення.

1. Політика "нульового" дивіденду. Політика "нульового" дивіденду полягає в невиплаті дивідендів взагалі. Це означає, що товариство свідомо попереджає акціонерів про "нульову" дивідендну політику, й акціонери підтверджують свою згоду (чи незгоду) з даною політикою, голосуючи за це фактами купівлі (чи продажу) акцій товариства. Керівництво такої корпорації фактич-

но будує свою дивідендну концепцію на припущеннях Міллера-Модільяні. Менеджмент товариства фактично вирішує, чи скерувати, наприклад, грошовий потік чистого прибутку на дивіденди, чи поповнити ним власний капітал товариства за рахунок нерозподіленого прибутку. Зазначимо, що це можливо лише тоді, коли акціонери пов'язують свої очікування зі значним зростанням акцій товариства, довіряють її менеджменту або якщо їх сукупного корпоративного впливу недостатньо для того, щоб змінити цю політику.

2. Політика "100%" дивіденду. Ця політика відносно рідко трапляється у практиці діяльності підприємств. Її сутність полягає у виділенні 100 відсотків нерозподіленого прибутку на виплату дивідендів. Таким чином, дана політика — фактично антипод "нульової" дивідендної політики. Виділення 100 відсотків чистого прибутку на виплату дивідендів означає, що в розпорядження товариства не надходить нерозподілений прибуток, отриманий у даному обліковому періоді. Таким чином, за даної облікової політики не відбувається збільшення власного капіталу товариства, а отже, і не закладається фінансова база для наступного зростання курсу акцій. Така політика може бути виправдана виключно для підприємств, які обмежені у зростанні специфікою своєї діяльності (наприклад, підприємства, що займаються видобутком корисних копалин). У будь-якому випадку, даний тип політики не можна відносити до особливо раціонального.

3. Політика фіксованого дивіденду. Цей вид дивідендної політики досить часто застосовується в практиці акціонерних корпорацій. Вона полягає у виділенні однієї й тієї ж абсолютної величини дивідендів із розрахунку на одну акцію. Оскільки чистий прибуток корпорації має тенденцію становити різну величину в різних облікових періодах, то для збереження фіксованої абсолютної величини дивіденду на одну акцію виділяють адекватну та завжди різну частину на виплату дивідендів. Коли немає чистого прибутку товариства в даному обліковому періоді, на виплату дивідендів можуть скерувати навіть резервний фонд товариства. Політика фіксованого дивіденда ординарно характерна для привілейованих акцій, проте декотрі корпорації можуть застосовувати її і до звичайних акцій. Позитивний аспект такого застосування — наближення звичайних акцій за своїми характеристиками ризику до привілейованих акцій при ординарній наявності в них, як і в усіх інших звичайних акцій, права на участь в управлінні товариством. Оскільки за даними акціями виплачуються фіксовані дивіденди, то для таких цінних паперів відносно легко побудувати модель їх оцінки, базуючись на дисконтних грошових потоках.

4. Політика фіксованого дивіденду з преміальними виплатами. Такий тип дивідендної політики досить подібний до попереднього наведеного. Проте політика фіксованого дивіденду з преміальними виплатами передбачає на додаток до фіксованої (гарантованої) частини дивідендів ще й додаткові преміальні виплати в ті періоди, коли керівництво товариством вирішить їх виплатити. Преміальні кошти виплачуються тоді, коли товариство досягає особливо позитивних фінансових ре-

зультатів. Такі преміальні виплати, як правило, — позитивний чинник для курсу цінних паперів корпорації, оскільки відповідно до деяких теорій поведінки інвесторів на фондовому ринку, останні чекають позитивних змін у дивідендній політиці.

5. Політика виділення на дивіденди фіксованого відсотка з прибутку. Політику виділення на дивіденди фіксованого відсотка з чистого прибутку традиційно вважають найпоширенішою. Метод вирахування суми дивідендів, що належать виплаті з розрахунку на одну акцію за цієї дивідендної політики, відносять до класичних, оскільки його наводять у більшості підручників із корпоративного управління та фінансів. Сутність даної дивідендної політики визначається саме методом обчислення дивідендів із розрахунку на одну акцію. Для такого обчислення початково вирішують, яка частка (відсоток) чистого прибутку може бути виділена на виплату дивідендів. Потім знаходять абсолютне значення даної частки чистого прибутку; це і буде сума, виділена на виплату дивідендів за акціями. Для того, щоб знайти суму дивідендів, яка припадає на одну акцію, потрібно суму, виділену на виплату дивідендів за акціями, поділити на кількість звичайних акцій, що перебувають в обігу. До позитивних моментів даної дивідендної політики варто віднести її простоту та зрозумілість у застосуванні. Ще однією перевагою можна вважати прозорість механізму нарахування. Акціонери корпорації, яка використовує цю дивідендну політику, розуміють, що величина їх персональних дивідендних доходів залежить не від мінливих (та часом волонтаристських) рішень менеджменту товариства, а від об'єктивних фінансових характеристик корпорації, перш за все — величини отриманого в даному обліковому періоді чистого прибутку. Зважаючи на те, що чистий прибуток корпорації переважно має тенденцію до зростання в часі, акціонери часто очікують і зростання дивідендних виплат із розрахунку на одну акцію. Один із важливих моментів даної дивідендної політики, який визначає його специфіку, — наявність сезонних аномалій у прибутках корпорацій залежно від специфіки їх операційної діяльності. Це пов'язано, перш за все, із сезонністю їхнього продажу. Чистий прибуток та сума, призначена для дивідендних виплат, виступають тісно пов'язаними величинами з продажами товариства, тобто вони переважно коливаються відповідно до сезонності продажу. Як результат, сезонні аномалії продажу відображаються в сезонних аномаліях дивідендів, коли здійснюється політика виділення на дивіденди фіксованого відсотка з прибутку.

6. Прогресивна дивідендна політика. Прогресивна дивідендна політика — одна із найпопулярніших серед акціонерів. Перш за все тому, що вона передбачає поступове постійне збільшення дивідендних виплат із розрахунку на одну акцію. Дуже часто це поступове збільшення дивідендів проявляється постійним темпом приросту дивідендних виплат. Практика країн із розвинутими ринковими економічними системами показує, що більшість акціонерних корпорацій здійснюють поквартальну виплату дивідендів.

Із причин, наведених вище, квартальні дивідендні виплати відображають сезонні аномалії продажу корпорації. Отже, для запровадження прогресивної дивідендної політики треба забезпечувати приріст стосовно дивідендних виплат аналогічного кварталу попереднього року. Отже, якщо акціонерна корпорація дотримується прогресивної дивідендної політики, то, перш за все, в процесі визначення величини поточних дивідендних виплат варто:

- встановити величину дивідендних виплат на одну акцію в аналогічному кварталі минулого року;
- прийняти рішення стосовно темпу приросту поточних дивідендних виплат порівняно з аналогічним кварталом минулого року;
- на основі встановленого темпу приросту визначити поточні дивідендні виплати на одну акцію;
- визначити, яка сума грошей потрібна для забезпечення даних поточних дивідендних виплат (для цього треба поточні дивідендні виплати на одну акцію помножити на кількість звичайних акцій в обігу);
- визначити, який відсоток чистого прибутку становить сума, потрібна для забезпечення поточних дивідендних виплат;
- вирішити остаточно, чи може акціонерна корпорація виділити цю частину прибутку на дивідендні виплати.

Якщо дана частина чистого прибутку може бути виділена на дивідендні виплати, то переходять до реалізації дивідендної політики, а якщо ні, то зменшують темп приросту поточних дивідендних виплат та повторюють наведену вище послідовність дій або навіть відмовляються від прогресивної дивідендної політики.

7. Регресивна дивідендна політика. Регресивна дивідендна політика — фактично протилежність прогресивної дивідендної політики, оскільки передбачає стає та поступове зменшення дивідендних виплат, що еквівалентно їх приросту з від'ємним темпом. Це найменш популярний вид дивідендної політики серед акціонерів. Застосування даної політики часто приводить до того, що акціонери вирішують продати акції даної корпорації. Якщо прогресивна дивідендна політика часто приводить до зростання курсу акцій, то регресивна — до падіння. Тим не менш акціонерні товариства часто бувають змушені застосовувати дану дивідендну політику через об'єктивні обставини. Зростання конкуренції часто приводить до зменшення величини чистого прибутку. На початку ринкових перетворень в Україні деякі вітчизняні акціонерні товариства отримували значні прибутки, викликані низьким рівнем конкуренції та неефективністю вітчизняного ринку. В ті часи вони встановлювали невиправдано великі дивідендні виплати за своїми акціями. З часом рівень конкуренції суттєво вплинув на прибутки таких товариств, проте, задавши значний темп високих дивідендних виплат, тепер ці акціонерні товариства змушені запровадити непопулярну регресивну дивідендну політику.

8. Політика негрошових виплат. Інколи за браком потрібних фінансових ресурсів акціонерні корпорації вдаються до політики негрошових дивідендних виплат. У цьому випадку замість прямих грошових дивідендних виплат використовують, як правило, найбільш ліквідні грошові заміники. Заслуговує на увагу політика виплати дивідендів випуском нових цінних паперів, наприклад, акцій чи облігацій. Оскільки найцінніші папери володіють цілим спектром специфічних фінансових характеристик, то політика негрошових витрат може далеко виходити за рамки даного дослідження та звестися до пояснення характеристик цінних паперів взагалі.

9. Політика нагромаджених кумулятивних дивідендів. Деколи, не бажаючи застосовувати політику негрошових виплат та не маючи достатніх фінансових ресурсів для грошових дивідендних виплат, корпорація вирішує застосувати політику нагромаджених грошових дивідендів. У цьому випадку дивіденди оголошуються, проте виплата їх відкладається до кращих часів. Практика та теорія реалізації дивідендної політики знають багато прикладів реалізації дивідендних виплат до зазначених вище політик чи навіть відповідно до певних специфічних обставин, у яких перебуває дана корпорація. Науковці роблять спроби розкласифікувати теоретичні засади, відповідно до яких здійснюється на практиці та чи інша дивідендна політика. Так, відповідно до класифікації, наведеної Г.І. Філіною [2, с. 221—223], теорії, які пробують пояснити, як "правильно" застосовувати дивідендну політику, висувають гіпотези стосовно поведінки інвесторів залежно від дивідендної політики. Це, перш за все, теорії: про незалежність дивідендів, про надання переваги дивідендам, про мінімізацію дивідендів, сигнальну теорію дивідендів (теорія сигналізування), теорію відповідності дивідендної політики складу акціонерів (теорія клієнтури).

ВИСНОВКИ

Як бачимо, серед теорій, згаданих вище, часто суперечливих, жодна не може остаточно та вичерпно пояснити, як "правильно" застосовувати різні види дивідендної політики. На нашу думку, абсолютну відповідь можна знайти у сфері практичного застосування дивідендної політики українськими корпораціями.

З прийняттям в Україні Закону "Про акціонерні товариства" законодавчо затверджені порядок виплати дивідендів і обмеження на виплату дивідендів. Але доцільно було б розробити наступні рекомендації по дивідендній політиці: показати алгоритм формування дивідендної політики, ілюструючи на прикладі всі можливі її варіанти.

Представлені у вигляді класичних теорій, методичні основи дивідендної політики дозволяють створити раціональний поетапний алгоритм її формування — керівництво для Ради директорів при розробці положення про дивідендну політику і ухвалення рішення про виплату (невиплату) дивідендів.

Література:

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс. — К.: Ника-Центр, 1999. — 528 с.
2. Філіна Г.І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання [навчальний посібник] / Г.І. Філіна. — К.: ЦУЛ, 2007. — 320 с.

Стаття надійшла до редакції 13.10.2011 р.