

Специфіка формування дивідендної політики в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності

Пігуль Н.Г.,

доцент кафедри фінансів УАБС

Анотація

Розглядаються питання стосовно особливостей формування дивідендної політики українськими акціонерними товариствами. Також автором запропоновано удосконалення методики розрахунку темпів зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування для підприємств з несталою структурою акціонерної власності.

Ключові слова: *дивідендна політика, акціонерні товариства, структура акціонерної власності, коефіцієнт викупу власних акцій, необхідний обсяг зовнішнього фінансування, підприємства з несталою структурою власності.*

Основною ціллю статті є визначення специфіки формування дивідендної політики в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності.

Вступ. Розвиток корпоративних відносин в Україні відбувається за умов існування підприємств різних організаційно-правових форм, в т.ч. підприємств з державною часткою власності; підприємств, які знаходяться на різних стадіях життєвого циклу, з різною структурою капіталу, з різними умовами функціонування, рівнем конкурентоспроможності і т.ін. Все це обумовлює необхідність подальшої конкретизації підходів щодо розробки дивідендної політики, оптимізації форм і розміру дивідендних виплат з урахування цих специфічних особливостей, що характерні для умов української економіки.

Проблематику формування дивідендної політики в сучасних економічних умовах розглядають в своїх роботах Короленко М., Плешонкова Л., Стеценко Б. та інші.

В Рекомендаціях з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України зазначено за доцільність мати затверджену

дивідендну політику, з якою потенційні інвестори могли б ознайомитися перед прийняттям інвестиційних рішень. Така дивідендна політика повинна визначати не тільки частку прибутку, яку підприємство в майбутньому планує спрямовувати на виплату дивідендів, але й обставини, які братимуться до уваги при визначенні певного розміру дивідендів, особливості розвитку підприємства і потреби в реінвестуванні частини прибутку, наявність випущених підприємством привілейованих акцій тощо. Але в будь-якому разі остаточне рішення про виплату або невиплату дивідендів навіть за наявності прибутку прийматиметься загальними зборами акціонерів.

Результати дослідження. На наш погляд, слід більш детально розглянути питання щодо особливостей дивідендної політики та її впливу на формування розмірів нерозподіленого прибутку в умовах існування на ринку підприємств з деформованою структурою власності, значним впливом інсайдерів на прийняття фінансових рішень та існуванням значних груп власників серед акціонерів з різними цільовими спрямуваннями:

- значної групи міноритарних акціонерів, орієнтованих на максимальне отримання доходів від володіння акціями в короткостроковому періоді, тобто орієнтованих на збільшення рівня дивідендних виплат;
- впливової групи інсайдерів в т.ч. з числа менеджерів зацікавлених в збільшенні доходів не стільки за рахунок виплачуваних дивідендів, скільки за рахунок розширення свого впливу на процес прийняття управлінських рішень, посилення контролю за фінансовими потоками корпорації, утримання стратегічного контролю над корпорацією за рахунок придбання додаткового пакету акцій.

Слід зазначити, що аналіз дивідендної політики з точки зору власників та інвесторів обумовлює необхідність з'ясування розподілу тієї частки прибутку, яка спрямовується на виплату дивідендів і на реалізацію інвестиційних рішень, тобто особливостей поєднання цілей стратегічного і тактичного корпоративного розвитку в умовах, коли формування структури корпоративної власності не завершено.

Аналіз результатів фінансово-господарської діяльності значної кількості українських підприємств – емітентів акцій свідчить, що виплату дивідендів, як правило, здійснюють акціонерні товариства з державною часткою власності від 25% до 100% акцій; акціонерні товариства з високим рівнем інвестиційної привабливості; акціонерні товариства, власниками яких є трудовий колектив або утримувачами значного пакету акцій є фізичні особи.

Повна відмова від дивідендних виплат більшою кількістю українських акціонерних товариств обумовлена такими чинниками:

- відсутністю прибутку в більшості вітчизняних акціонерних товариств;
- висока вартість фінансових ресурсів на ринку капіталів України;
- можливість отримання прибутку керівництвом фірми не стільки від володіння цінними паперами, скільки від здійснення контролю за активами та операціями підприємства;
- відсутність доступу до ринку капіталів;
- низька кваліфікація менеджерів;
- намагання через погіршення справ на підприємстві зменшити інтерес до нього сторонніх інвесторів з метою уникнення спроб встановлення контролю з їхнього боку;
- недосконалість податкового законодавства, в т.ч. існування подвійного оподаткування для фізичних осіб.

В процесі розширення обсягів діяльності, що супроводжується збільшенням обсягів продаж, постає питання про розрахунок обсягів необхідного фінансування за рахунок власних і зовнішніх джерел, якщо потреба в збільшенні активів корпорації зростає темпами, що перевищують темпи можливого зростання капіталізованого прибутку. Тому в сучасних умовах дивідендна політика полягає в прийнятті рішень – чи реінвестувати кошти, чи сплачувати дивіденди, а якщо сплачувати, - то в якому обсязі.

Проаналізуємо особливості планування прибутку акціонерного товариства в умовах оптимізації джерел фінансування і необхідного узгодження політики планування прибутку і дивідендної політики.

Обсяги необхідного зовнішнього фінансування будемо позначати, використовуючи відомий показник EFN – External Financing Needed. Використовуючи метод відсоткової залежності від обсягів продаж як основний метод фінансового планування в процесі визначення розмірів EFN можемо визначити необхідне зростання активів як пропорційне від очікуваного зростання обсягів продаж, тобто:

$$\Delta A = Ag \quad (1)$$

де A – сумарні активи корпорації;

g – очікуване зростання обсягів продаж в прогнозованому періоді;

ΔA – збільшення активів в прогнозованому періоді.

Підкреслимо, що сутність даного методу полягає в тому, що планові (прогнозні) значення показників фінансової звітності пов'язується зі зростанням обсягів продаж.

При цьому слід звернути увагу на наявність наступних вимог:

- фірма працює стабільно;
- виробничі можливості використовуються повністю;
- для подальшого розвитку фірми необхідно залучення додаткових інвестицій, оскільки відсутні резерви збільшення активів.

Тобто,

Необхідний обсяг зовнішнього фінансування = необхідне збільшення активів – автоматичне збільшення зобов'язань – збільшення нерозподіленого прибутку

З погляду на введені позначення, наведене вище співвідношення матиме вигляд:

$$EFN = \frac{A}{S}g - \frac{D}{S}g - \frac{E}{S}(1 - k_d - k_e) \quad (2)$$

де A – активи фірми в поточному році (частка основних засобів і оборотних активів);

E – прибуток поточного року;

D – зобов'язання, що автоматично збільшуються зі зміною обсягів продаж (короткострокові зобов'язання);

g – очікуване зростання обсягів продажів;

S – обсяги продажів в поточному році;

k_d – частка чистого прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів;

k_e – частка чистого прибутку, що була використана для викупу власних акцій компанії, що знаходяться в обігу.

Якщо $EFN=0$, то подальший аналіз можливо вести в площині визначення коефіцієнта зростання g , який характеризує максимальний темп зростання компанії (фірми) без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій.

$$EFN = \frac{A}{S}g - \frac{D}{S}g - \frac{E}{S}(1 - k_d - k_e) ; \quad (3)$$

$$\left(\frac{A - D}{S} \right) g = \frac{E}{S}(1 - k_d - k_e) , \quad (4)$$

де E/S - маржа прибутку (рентабельність продаж).

$$g = \frac{\frac{E}{S}(1 - k_d - k_e)}{\frac{A - D}{S}} = \frac{E(1 - k_d - k_e)}{A - D} = \frac{E}{C}(1 - k_d - k_e) \quad (5)$$

$$g = ROE(1 - k_d - k_e) \quad (6)$$

$$g = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{сума акціонерного капіталу}} (\text{коефіцієнт утримання}) , \quad (7)$$

де C – акціонерний капітал;

ROE – дохідність власного капіталу;

$k_y = (1 - k_d - k_e)$ - коефіцієнт утримання.

На основі проведеного аналізу специфіки формування дивідендної політики на великій кількості українських підприємств, в умовах, коли перерозподіл власності ще остаточно не завершено, можна зробити висновок про те, що низька питома вага коефіцієнта реінвестування обумовлена не стільки скороченням тієї частки прибутку, яка реінвестується, внаслідок збільшення коефіцієнта дивідендного виходу, скільки тим, що в умовах функціонування підприємств з несталою структурою акціонерної власності,

певна частка прибутку спрямовується для викупу власних акцій (ВАТ “Івано-Франківськцемент”, ВАТ “Укргазбуд”, ВАТ “Ніжинський міськмолзавод”, ВАТ “Готель Славутич” та інші).

Ось чому постала необхідність трансформувати коефіцієнт реінвестування, який розраховується як $(1 - k_d)$ через застосування ще однієї складової – коефіцієнту викупу власних акцій – k_e . В остаточному вигляді розрахунок цього скоригованого показника, який позначається нами як коефіцієнт утримання – k_y , здійснюється таким чином:

$$k_y = 1 - k_d - k_e \quad (8)$$

Більш детальний аналіз взаємозв’язку між активами та зобов’язаннями фірми дозволяє співвідношення (2.3.7) представити у вигляді:

$$g = \frac{BP}{CA} \cdot \frac{CA}{ЗСЗ} \cdot \frac{ЗСЗ}{САК} \cdot \frac{ЧП}{BP} \cdot (1 - k_d - k_e), \quad (9)$$

де BP – виручка від реалізації;

CA – сума активів;

$ЗСЗ$ – загальна сума зобов’язань;

$САК$ – сума акціонерного капіталу;

$ЧП$ – чистий прибуток.

$$g = Об_{акт} \cdot РМ \cdot k_{пз} \cdot k_{пк} \cdot k_y, \quad (10)$$

де $Об_{акт}$ – оберненість активів;

$РМ$ – маржа прибутку;

$k_{пз}$ – коефіцієнт покриття зобов’язань;

$k_{пк}$ – частка позикових коштів;

k_y – коефіцієнт утримання.

Таким чином, ми маємо фінансове обґрунтування, що дивідендна політика корпорації є складовою загальної стратегії планування прибутку підприємства. Отже, оптимізувати розмір прибутку без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій для вирішення стратегічно важливих питань подальшого розвитку підприємства та зростання доходів його власників на основі перерозподілу частки прибутку на реінвестування і

виплату дивідендів можна на основі впливу на такі показники, як оберненість активів, маржа прибутку, коефіцієнт покриття зобов'язань, частка позикових коштів, коефіцієнт утримання.

Якщо, PM – маржа прибутку (E/S), а k_y – коефіцієнт утримання, то

$$EFN = Ag - PM \cdot S \cdot k_y(1 + g) \quad (11)$$

$$EFN = Ag - PM \cdot S \cdot k_y - PM \cdot S \cdot g \cdot k_y = -PM \cdot S \cdot k_y + (A - PM \cdot S \cdot k_y)g = 0 \quad (12)$$

$$g = \frac{PM \cdot S \cdot k_y}{A - PM \cdot S \cdot k_y} = \frac{S \cdot k_y \cdot \frac{E}{S}}{A - S \cdot k_y \cdot \frac{E}{S}} = \frac{E \cdot k_y}{A - E \cdot k_y} = \frac{k_y \cdot \frac{E}{A}}{\frac{A}{A} - \frac{E}{A} \cdot k_y} = \frac{ROE \cdot k_y}{1 - ROE \cdot k_y} \quad (13)$$

$$g = \frac{ROE \cdot (1 - k_o - k_e)}{1 - ROE(1 - k_o - k_e)} \quad (14)$$

Таким чином, запропонований метод розрахунку максимального обсягу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій базується на новому підході обчислення коефіцієнту утримання з використанням коефіцієнту викупу акцій.

Певна кількість українських підприємств з нестійкою структурою власності використовують викуп акцій як засіб зміни структури акціонерної власності з метою поглинання іншими підприємствами або з метою штучного уникнення від оподаткування. В окремих випадках, як наприклад у ВАТ “Лопушнянський кар’єр”, сума коштів, що спрямовувалася на викуп акцій навіть перевищувала в два рази розмір чистого прибутку (30 тис.грн. та 66 тис.грн. відповідно).

Слід зазначити, що до основних факторів запровадження фінансової політики перерозподілу прибутку акціонерного товариства на основі викупу акцій слід віднести наступні:

- накопичення капіталу для поглинання інших підприємств;
- викуп акцій з метою їх погашення та зміни структури акціонерної власності;

- викуп акцій та емісія зобов'язань як найбільш швидкий засіб зміни структури капіталу;
- продаж власних акцій у разі нестачі грошових коштів;
- власні акції більш вигідніші для заохочення працівників фірми, ніж використання для цих цілей емісій чи цінних паперів, що конвертуються;
- викуп акцій як альтернативний варіант інвестування фінансових ресурсів;
- викуп акцій з метою штучного уникнення від оподаткування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Рекомендації з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України // Цінні папери України. – 2001. - №32. – С.11.
2. Короленко М.В. Дивідендна політика акціонерного товариства // Фінанси України. – 2000. - №2. – С.58-64.
3. Плешонкова Л. Дивіденди: погляд зі всіх боків // Баланс-комплект. – 2001. - №12. – С.25-34.
4. Стеценко Б. Стабілізація дивідендних виплат як фактор оптимізації дивідендної політики АТ // Цінні папери України. – 2002. – №18. – С. 11.

Summary

The questions are considered for particularities of the shaping dividend politic by ukrainian join-stock companies. Also author is offered improvement of the methods of the calculation rate increase asset to corporations without additional external financing for enterprise with unendurable structure of the share property.

Пігуль Н.Г. Специфіка формування дивідендної політики в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності / Н.Г. Пігуль // Вісник Української академії банківської справи. – 2003. – № 2 (15) – С. 31–33.