

УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

ПІГУЛЬ НАТАЛІЯ ГЕОРГІЇВНА

УДК 658.155.2(043)

**ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ЯК СКЛАДОВА СУЧАСНОЇ
МОДЕЛІ КОРПОРАТИВНОГО РОЗВИТКУ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Суми – 2002

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Українській академії банківської справи Національного банку України.

Науковий керівник – доктор економічних наук, професор
Науменкова Світлана Валентинівна,
Українська академія банківської
справи, завідувача кафедрою фінансів

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Москаленко Володимир Петрович,
Заслужений економіст України,
ВАТ “Сумське науково-виробниче
об’єднання ім. М.Ф. Фрунзе”,
начальник відділу економіки;

кандидат економічних наук, доцент
Шумкова Олена Володимирівна,
Сумський національний аграрний університет,
кафедра статистики, аналізу господарської
діяльності та маркетингу

Провідна установа – Харківський національний університет
ім. В.Н. Каразіна, кафедра фінансів і кредиту,
Міністерство освіти і науки України, м. Харків

Захист дисертації відбудеться “___” _____ 2002 р. о ___ год.
на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 в Українській
академії банківської справи за адресою: 40030, м. Суми,
вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Української
академії банківської справи за адресою: 40030, м. Суми,
вул. Петропавлівська, 57.

Автореферат розісланий “___” _____ 2002 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

Коваленко В.В.

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. На сучасному етапі економічних перетворень однією з актуальних задач економічного розвитку є вдосконалення корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління. Для України актуальність цього питання набуває особливого значення, тому що корпоративний сектор формує основу сучасної ринкової економіки та визначає її конкурентоспроможність, а ефективність функціонування цього сектора є однією з найвпливовіших складових сучасного стану розвитку економіки. Отже, пошук та запровадження ефективної моделі корпоративного управління з урахуванням особливостей національної економіки безпосередньо впливає на процеси концентрації капіталу та визначає ефективність його функціонування. Від ефективності системи корпоративного управління залежить ефективність діяльності компаній багатьох галузей, в т.ч. визначення найважливіших напрямків інвестування, формування дивідендної політики та системи перерозподілу ризиків, вирішення проблем захисту прав акціонерів тощо. Крім того, розвиток акціонерного руху в Україні сприймається як відповідний чинник закріплення позитивних тенденцій економічних реформ та формування середнього класу з метою забезпечення стабільного розвитку суспільства.

Основні напрямки вдосконалення механізму корпоративного управління в Україні повинні базуватися на використанні існуючого зарубіжного досвіду, а також враховувати національні особливості формування корпоративного сектора економіки та розвитку корпоративних відносин. Основною метою забезпечення ефективного функціонування корпорацій в Україні є, насамперед, підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств і поживлення інвестиційних процесів.

Важливою складовою фінансової стратегії корпорації, спрямованої на реалізацію головної мети – максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників, є дивідендна політика, яку слід розглядати як складову формування відповідної корпоративної моделі.

Необхідність ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками підприємства, в т.ч. міноритарними акціонерами, обумовлює специфіку підходу до формування дивідендної політики в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень. Тому тема дисертаційного дослідження є актуальною, має важливе теоретичне та практичне значення і потребує подальшої розробки.

Дослідження проблем корпоративних фінансів знайшли своє відображення в роботах українських вчених: І.О. Бланка, О.Д. Василика, А.О. Єпіфанова, В.І. Міщенко, В.П. Москаленка, С.В. Науменкової, А.М. Поддєрьогіна, М.І. Савлука, В.М. Суторміної, а також російських економістів І.Т. Балабанова, Є.С. Стоянової, Л.М. Павлової та ін.

Значний внесок у вирішення проблем корпоративних фінансів зробили зарубіжні вчені: Р. Брейлі, Ю. Бріггем, Дж. Ван Хорн, М. Гордон, Д. Дюран, М. Дональд, Дж. Лінтнер, С. Майєрс, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж. Стігліц та ін.

Обираючи за мету дослідження обґрунтування процесів формування дивідендної політики, автор виходив, насамперед, із необхідності вдосконалення методології дослідження, а також методичних підходів щодо визначення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності.

Все вищевикладене й обумовило вибір об'єкта дослідження, спрямованість теми, її теоретичну та практичну значимість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження було використано при виконанні науково-дослідних тем: “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 01996002342). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо формування дивідендної політики з метою ефективної реалізації прав власності та рекомендації щодо визначення видів, форм та розміру дивідендних виплат з урахуванням особливостей фінансово-економічного розвитку підприємства.

Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційної роботи є розробка методологічних та методичних засад формування дивідендної політики як складової сучасної моделі корпоративного розвитку, дослідження її впливу на прийняття стратегічних і тактичних фінансових рішень, а також обґрунтування видів, форм та розміру дивідендних виплат з урахуванням специфіки корпоративних відносин в Україні.

Відповідно до поставленої мети були визначені наступні задачі:

- проаналізувати особливості сучасних моделей корпоративного управління, визначити основні напрямки подальшого вдосконалення та розвитку корпоративних відносин в Україні;
- дослідити сутність дивідендної політики як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації, обґрунтувати основні фактори її формування;
- здійснити класифікацію видів та форм дивідендів за основними ознаками;
- вдосконалити методичні підходи до аналізу впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації;
- обґрунтувати заходи щодо удосконалення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності;
- визначити роль дивідендної політики в системі управління державною власністю та обґрунтувати схеми перерозподілу і використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами.

Об'єктом дослідження є дивідендна політика акціонерних товариств України в умовах трансформації власності.

Предметом дослідження є формування та реалізація дивідендної політики акціонерних товариств як складової сучасної моделі корпоративного розвитку.

Методи дослідження. В процесі роботи залежно від конкретних цілей і задач використано наступні методи економічного аналізу та дослідження економічних процесів: нормативно-розрахунковий, індексний, порівняльного аналізу,

групувань, багатофакторного аналізу, експертних оцінок, монографічний, економіко-статистичний, балансовий, економіко-математичного моделювання та інші.

Дослідження особливостей формування національної моделі корпоративного розвитку, сутності дивідендної політики, а також розробка класифікації видів і форм дивідендів здійснювалися з використанням методів порівняльного аналізу, групувань, монографічного та експертних оцінок. З метою визначення впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації і вдосконалення методики розрахунку максимального темпу зростання активів використано нормативно-розрахунковий метод, метод багатофакторного регресійного і порівняльного аналізу та методи економіко-математичного моделювання. При розробці схеми розподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, застосовувалися індексний, балансовий, нормативно-розрахунковий, економіко-статистичний методи і метод порівняльного аналізу та експертних оцінок.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в наступному:

- обґрунтовано основні фактори та особливості формування національної моделі корпоративного управління з урахуванням специфіки розвитку корпоративних відносин в Україні;
- розвинуто сутність дивідендної політики як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації з метою забезпечення ефективної реалізації прав власності в процесі здійснення стратегічних і тактичних фінансових рішень;
- обґрунтовано особливості реалізації основних типів дивідендної політики залежно від стадій життєвого циклу корпорації та особливостей її фінансово-економічного розвитку;
- запропоновано класифікацію видів і форм дивідендів за основними ознаками;
- розвинуто методичні підходи до визначення впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації на основі застосування методів багатофакторного регресійного аналізу;
- суттєво вдосконалено методику розрахунку максимального темпу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування для підприємств з несталою структурою акціонерної власності;
- вперше розроблено схему перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, для забезпечення випуску державних довгострокових облігацій інвестиційного розвитку.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається пропозиціями щодо розробки та запровадження методологічних і методичних засад формування дивідендної політики як складової сучасної моделі корпоративного розвитку, а також видів, форм і розміру дивідендних виплат з урахуванням специфіки корпоративних відносин в Україні.

Пропозиції автора щодо вдосконалення дивідендної політики в системі управління державною власністю та обґрунтування нової схеми перерозподілу і використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними

правами, можуть бути використані Фондом державного майна України з метою підвищення ефективності фінансово-економічної діяльності акціонерних товариств, у т.ч. з державною часткою власності.

Уточнена та обґрунтована в дисертації методика розрахунку максимального темпу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій, та розвинуті методичні підходи до аналізу впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації можуть бути використані ДКЦПФР, органами місцевого і державного управління для створення ефективної цілісної системи збору та розкриття інформації щодо оцінки фінансово-економічного стану акціонерних товариств регіону.

Рекомендації та пропозиції стосовно розробки ефективної дивідендної політики залежно від стадії життєвого циклу корпорації та особливостей її фінансово-економічного розвитку спрямовані на вдосконалення системи фінансового планування та управління акціонерним товариством.

Внесені пропозиції щодо визначення видів, форм та розміру дивідендів рекомендовано Управлінням з питань економіки та цінової політики Сумської обласної адміністрації для практичного використання фінансовими службами суб'єктів господарювання – емітентів корпоративних прав Сумської області (довідка №16-734 від 27.03.02).

Крім того, одержані автором результати наукового дослідження використовуються в процесі викладання навчальних дисциплін “Фінанси підприємств”, “Фінансова діяльність суб'єктів господарювання”, “Управління фінансами акціонерних товариств”, “Ринок цінних паперів”.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані дисертантом особисто і знайшли відображення в опублікованих працях.

Особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні особливостей реалізації основних типів дивідендної політики, розробці нових підходів до визначення впливу дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації, а також в удосконаленні методики розрахунку темпів зростання активів корпорації та розробці схеми перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами.

У роботі [2] автором запропоновано класифікацію видів і форм дивідендів за основними ознаками, а також всебічно обґрунтовано особливості реалізації основних типів дивідендної політики залежно від стадій життєвого циклу корпорації та особливостей фінансово-економічного розвитку акціонерних товариств.

Апробація результатів дисертації. Основні положення і результати виконаного дослідження були оприлюднені на конференціях і семінарах. Серед них: III Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2000); IV Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2001); II міжвузівська науково-практична конференція студентів та молодих вчених “Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України” (м. Харків, 2002).

Крім того, результати дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях та семінарах професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

Наукові публікації. Результати досліджень знайшли відображення в 6 наукових працях, 5 з яких опубліковані у фахових виданнях, загальним обсягом 2,2 д.а., з яких особисто автору належить 2,0 д.а.

Структура і зміст дисертації. Робота складається із вступу, двох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 214 сторінок, у т.ч. на 81 сторінці розміщено 28 таблиць і 8 ілюстрацій, 6 додатків і список використаних джерел із 205 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі дисертації “Особливості теоретичних підходів та аналіз основних моделей формування дивідендної політики корпорації в сучасних умовах” розкрито особливості існуючих моделей корпоративного управління, розвинуто сутність дивідендної політики в короткостроковому та довгостроковому періодах як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації, і, насамперед, її фінансової стратегії, проведено аналіз існуючих моделей дивідендної політики та визначено специфіку їх реалізації залежно від особливостей фінансово-економічного розвитку компанії.

Корпорації є найбільш поширеною та життєздатною формою господарюючих суб’єктів, що обумовлено перевагами цієї форми порівняно з іншими. З огляду на це об’єктом відповідного аналізу та регулювання є організаційно-економічні відносини з приводу формування та використання акціонерної власності. В процесі дослідження відзначено, що вони реалізуються не автоматично, а за наявності чіткої урегульованості організаційно-виробничих відносин та відповідного рівня корпоративного управління.

Аналіз особливостей розвитку корпоративних відносин дає підстави стверджувати, що модель корпоративного управління безпосередньо пов’язана зі специфікою відносин власності, а це обумовлює напрямки формування стратегії ефективного розвитку підприємства, створює необхідні умови для подальшої концентрації капіталу. В дисертаційній роботі досліджено специфіку існуючих моделей корпоративного управління – англо-американської, німецької та японської, визначено особливості побудови корпоративних структур залежно від базових моделей корпоративного управління. Порівняльний аналіз існуючих моделей дає підстави зробити висновок про те, що в основу їхньої полярності покладено специфічні ознаки корпоративних відносин, відмінності у структурі корпоративної власності, що обумовлює домінування відповідних організаційно-правових форм корпорацій і визначає особливості корпоративного права і корпоративної етики. Слід зазначити, що існування різних корпоративних моделей обумовлене особливостями історичного розвитку фінансових систем різних країн і пов’язане з формуванням складу акціонерів, ради директорів та розкриттям інформації про діяльність корпорації.

Формування національної моделі корпоративного управління в Україні повинно базуватися на використанні світового досвіду, а також враховувати національні особливості формування корпоративного сектора та специфіки розвитку корпоративних відносин. В роботі підкреслюється, що кількісні оцінки перерозподілу прав власності, що відбувалися протягом останніх років, не сприяли появі відповідних якісних змін, необхідних для виникнення та подальшого розвитку корпоративних відносин. За своєю структурою корпоративна власність характеризується інсайдерською спрямованістю, що ускладнює контроль за її використанням та обумовлює запровадження старої ідеології внутрішньогосподарського управління.

Необхідно зазначити, що до негативних чинників, які ускладнюють розвиток корпоративних відносин, належать:

- відсутність економічних умов для концентрації власності та формування національних ФПГ;
- перерозподіл прав власності на основі посилення конкурентної боротьби за контроль над фінансовими потоками;
- неможливість прийняття більшої кількості приватизованих державних підприємств як ринкових через відсутність їх реформування та реструктуризації;
- висока питома вага інсайдерів у структурі власності;
- відсутність відповідних умов для соціалізації прав власності, формальне закріплення прав власності за основною часткою міноритарних акціонерів;
- відсутність ефективного контролю за діями менеджерів та важелів впливу на їх рішення з боку акціонерів.

Дослідження етапів розвитку корпоративного сектора та аналіз моделей корпоративного управління дозволили визначити основні передумови створення ефективної національної корпоративної моделі на основі: необхідного законодавчого забезпечення належного рівня корпоративного управління; запровадження міжнародних стандартів корпоративного управління для залучення зовнішніх інвестицій; необхідності дотримання корпоративних стосунків, що мають етичний характер і перебувають за межами законодавчої сфери; формування певних традицій корпоративного управління з урахуванням національних особливостей.

Важливою складовою фінансової стратегії корпорації, спрямованої на реалізацію головної мети – максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників, є дивідендна політика. Аналізуючи сутність дивідендної політики, необхідно зазначити, що часто її розглядають дещо спрощено як складову загальної політики управління прибутком, тобто як елемент прийняття окремих тактичних рішень. У ході дослідження розвинуто сутність дивідендної політики як складової загальної стратегії розвитку корпорації, насамперед, її фінансової стратегії, в процесі ефективної реалізації прав власності. З огляду на це дивідендну політику слід розглядати як складову формування відповідної корпоративної моделі, а саме як складову реалізації певної фінансової стратегії; як складову корпоративного управління, а також як елемент корпоративної культури.

Специфіка реалізації прав власності відповідно до існуючої моделі корпоративного управління безпосередньо впливає на особливості формування дивідендної політики. В процесі дослідження здійснено порівняльний аналіз основних теорій механізму формування дивідендної політики: теорії ММ; теорії мінімізації дивідендів; теорії відповідності дивідендної політики складу акціонерів; теорії переваги дивідендів; сигнальної теорії дивідендів. Особливості дивідендної політики як складової реалізації стратегічних і тактичних фінансових рішень обумовлюють і відповідну їй класифікацію (рис. 1). Як складова стратегії фінансового розвитку корпорації вона поділяється на консервативну, компромісну, агресивну. Для забезпечення реалізації відповідних тактичних фінансових рішень виділяють такі основні моделі дивідендної політики: залишкова дивідендна політика, політика стабільних дивідендних виплат, політика стабільного дивідендного виходу та компромісна дивідендна політика.

Дослідження особливостей узгодження стратегічних і тактичних фінансових цілей в процесі формування дивідендної політики дозволило зробити висновок, що специфіка реалізації основних типів дивідендної політики залежить від стадій життєвого циклу корпорації, рівня її конкурентоспроможності та особливостей її фінансово-економічного розвитку (табл. 1).

Основним критерієм оцінки стратегічних фінансових рішень є збільшення ринкової вартості підприємства. При цьому особливе значення має визначення впливу факторів, що формують дивідендну політику, на оцінку вартості фірми. Аналіз впливу дивідендної політики на ринкову вартість корпорації ми проводили на основі багатофакторного ступеневого регресійного аналізу з застосуванням методів виключення, регресії на головні компоненти за наступними показниками: прибуток на акцію (EPS), дивіденд на акцію (DPS), дивідендний вихід (Div/E , %), дивідендна доходність (Div/P , %), співвідношення між ціною акції та прибутком на акцію (P/E), ринкова вартість активів на акцію (APS). Для розрахунків використовувалися окремі дані динаміки вищезгаданих показників для акцій компаній, що включаються до обчислення індексу S&P 500. Аналіз показників регресійної статистики та застосування методу виключень дозволили залишити найбільш значущі параметри, значення яких формується під впливом не випадкових величин. До них слід віднести дивіденд на акцію (DPS) та прибуток на акцію (P/E). Разом з тим виявився досить високий ступінь залежності між розмірами дивіденду на акцію (DPS), прибутку на акцію (EPS), ринкової вартості активів на акцію (APS) та рівнем привабливості акцій, обчислених за показником P/E . Отримані результати підтверджують наявність високого рівня варіації результату залежно від варіації обраних факторів та інформаційної значимості обраних параметрів. Таким чином, ми маємо статистичне підтвердження доведеної раніше тези відносно того, що рівень концентрації капіталу є найбільш впливовим фактором, який визначає рівень привабливості корпорації як емітента цінних паперів, а також впливає на формування її фінансової та інвестиційної стратегії через формування прибутку та визначення напрямків дивідендної політики.

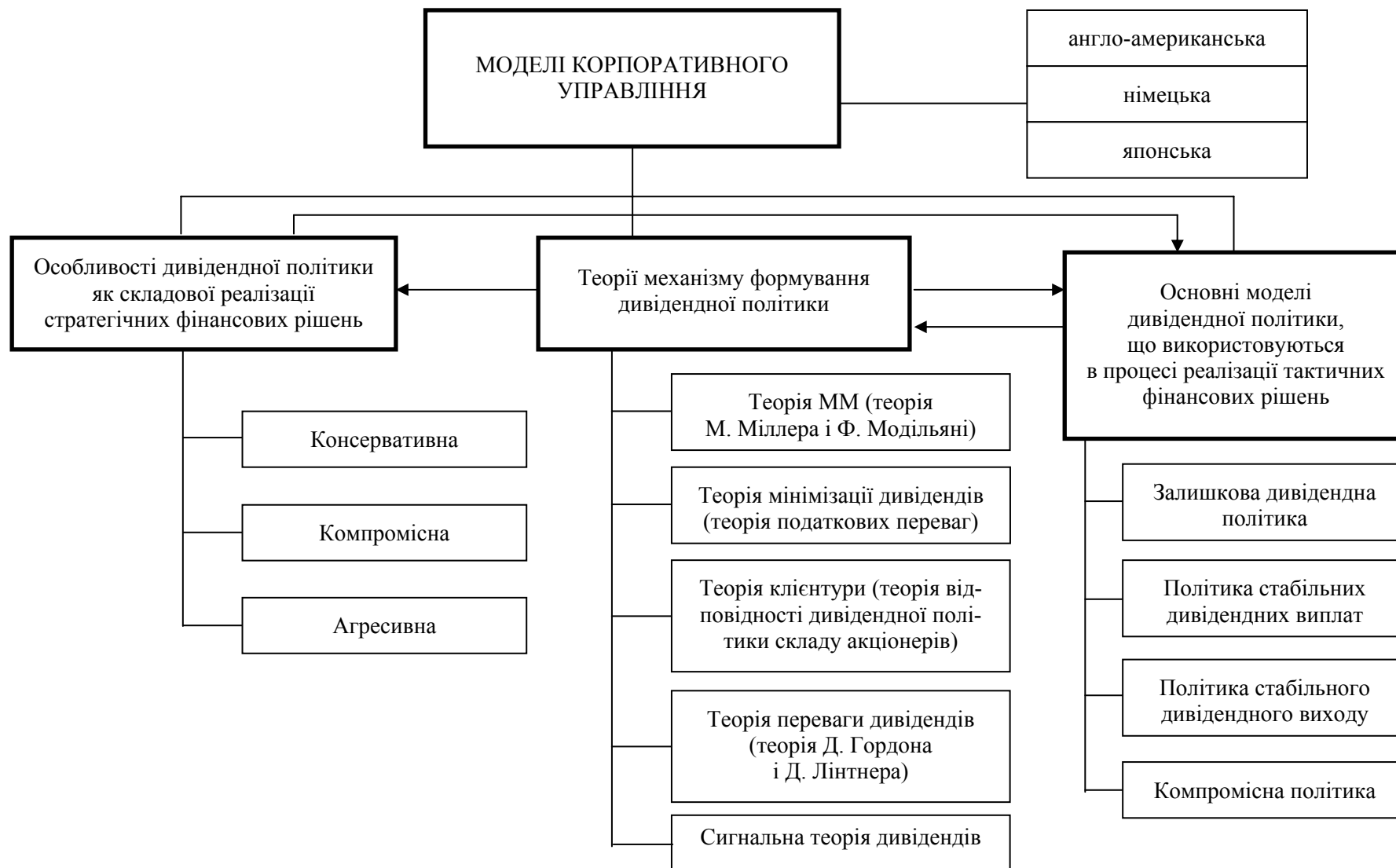


Рис. 1. Особливості дивідендної політики як складової реалізації стратегічних і тактичних фінансових рішень

Таблиця 1

Характеристика основних типів дивідендної політики

Особливості реалізації	Специфіка організації виплати дивідендів	Переваги даного типу дивідендної політики	Недоліки даного типу дивідендної політики	Компаніям якого типу рекомендується для переважного застосування
Політика залишкового дивіденду				
Першочергове урахування інвестиційних можливостей корпорації; обмеженість зовнішніх джерел фінансування; висока вартість альтернативних джерел фінансування	Дивіденди сплачуються з прибутку, що залишається після формування фондів розвитку виробництва	Забезпечення високих темпів розвитку підприємства; оптимізація бюджету капіталу; збільшення фінансової стійкості підприємства	Нестабільність та непередбаченість розмірів дивідендних виплат; відмова у сплаті дивідендів в періоди високої інвестиційної активності	Використовується переважно новоствореними компаніями або компаніями з великим потенціалом зростання
Політика стабільних дивідендів				
Виплата стабільних за розміром і низьких за рівнем дивідендів протягом певного часу; повільні темпи приросту прибутку; середня ризикованість діяльності компанії	Фонд дивідендних виплат характеризується дотриманням постійної суми дивідендів на одну акцію	Є привабливим для дрібних акціонерів внаслідок незмінності розміру поточного доходу; орієнтований на забезпечення стійкості котирування акцій на фондовому ринку	Слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства; обмеження інвестиційної діяльності компанії у разі зменшення обсягів прибутку	Доцільно для стабільно працюючих компаній
Компромісна дивідендна політика				
Динаміка прибутку нестабільна; орієнтація на забезпечення мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди; політика суттєво не впливає на рівень інвестиційної активності	Розмір фонду дивідендних виплат фіксований за обсягом. Передбачається сплата екстра-дивіденду залежно від ефективності роботи компанії	Можливість впливати на забезпечення стабільної динаміки курсу акцій; стабільно гарантована виплата дивідендів у мінімально передбачуваному розмірі; високий зв'язок з фінансовими результатами діяльності компанії; політика забезпечує компанії фінансову гнучкість	Часта виплата екстра-дивідендів не є стимулюючим фактором у забезпеченні відповідного курсу акцій; при тривалій виплаті мінімальних дивідендів падає інвестиційна привабливість компанії	Використовується на підприємствах з нестабільним розміром прибутку
Політика стабільного дивідендного виходу				
Стабільність суми отриманого прибутку; низька ризикованість діяльності компанії; стабільна курсова вартість акцій; забезпечення високої ліквідності діяльності	Встановлення оптимального значення дивідендного виходу і дотримання його протягом певного періоду	Простота формування; тісний зв'язок з розміром прибутку	Нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію; розбіжність у ринковій вартості акцій за окремими періодами; зміни у виплатах свідчать про високий рівень ризику господарської діяльності	Застосовують лише конкурентоспроможні компанії, які отримують стабільний прибуток

Вдосконалення організації виплати дивідендів обумовлює необхідність їх детальної характеристики за певними класифікаційними ознаками: періодичністю отримання дивідендів, розміром виплати, способом формування доходу, правом вимог виплати дивідендів, а також джерелом, формами і строками виплати (рис. 2).

Порівняльна характеристика основних форм дивідендних виплат – виплати дивідендів готівкою, акціями, автоматичного реінвестування та викупу акцій компанією, детальний розгляд їх основних переваг та недоліків дозволив висловити рекомендації щодо їх можливого застосування залежно від стадій життєвого циклу корпорації та рівня її конкурентоспроможності.

У другому розділі дисертації “Дивідендна політика як складова формування та реалізації сучасної моделі корпоративного розвитку в Україні” визначено основні напрями подальшого вдосконалення та розвитку корпоративних відносин в Україні; визначено роль дивідендної політики в системі управління державною власністю, обґрунтовано схему перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами; обґрунтовано нові методичні підходи до формування і розподілу прибутку акціонерних товариств з несталою структурою акціонерної власності; внесено пропозиції щодо вдосконалення правового забезпечення реалізації та захисту прав різних груп акціонерів.

На підставі проведеного аналізу можна стверджувати, що головними напрямками розвитку корпоративного управління вітчизняних акціонерних товариств є: ефективний захист прав та законних інтересів акціонерів; удосконалення системи надання, змісту та структури інформації про діяльність акціонерного товариства; врегулювання відносин між органами управління акціонерного товариства з чітким визначенням компетенції кожного з них; впровадження загальноєвропейських цивілізованих норм ділових відносин у процесі здійснення корпоративного управління.

В процесі дослідження визначено, що формування в Україні корпоративних відносин відбувалося за умов появи підприємств із деформованою й нестійкою структурою власності, більша частина яких створена на базі дезінтегрованих державних підприємств. Але реформування економіки на основі приватизації державних підприємств шляхом акціонування не означає автоматичного запровадження системи ефективного корпоративного управління.

Запровадження ефективного фінансового механізму управління державними корпоративними правами належить до найбільш складних питань державної економічної політики. На наш погляд, управління державними корпоративними правами не повинно обмежуватись лише заходами, спрямованими на поповнення державного бюджету через продаж пакетів акцій підприємств. Становище основної частки підприємств, що є “штучно збанкрутілими” з різних обставин, в т. ч. і з причин неефективної податкової, інвестиційної політики тощо, ми пропонуємо покращити шляхом вдосконалення фінансового механізму корпоративного управління на основі запровадження ефективного фінансового менеджменту і стратегічного планування.

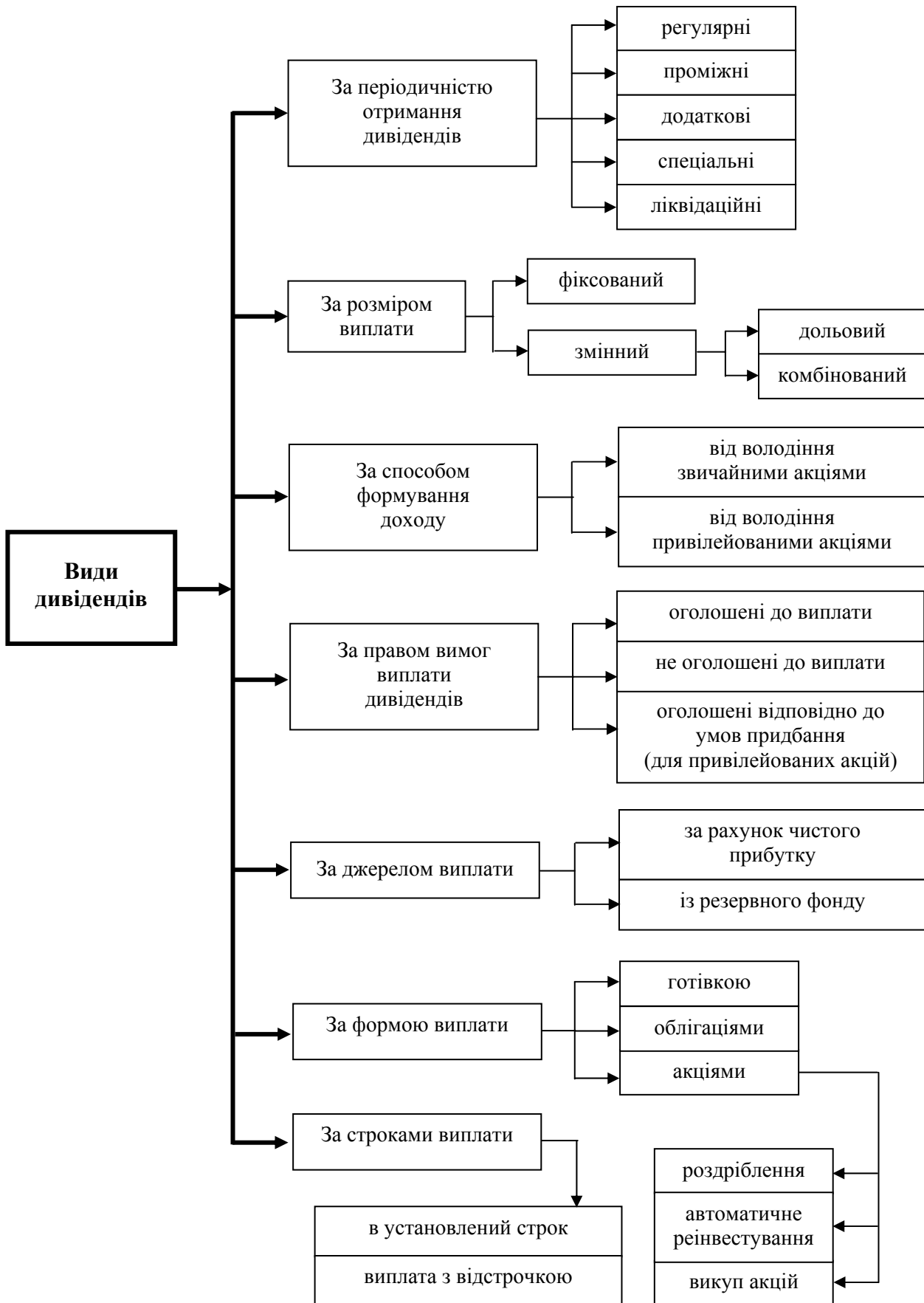


Рис. 2. Класифікація дивідендів за основними ознаками

Достатньо ефективною, на наш погляд, може бути реалізація схеми випуску державних довгострокових інвестиційних облігацій для фінансового забезпечення стратегічного розвитку найбільш привабливих підприємств – виробників конкурентоспроможної продукції (рис. 3). Кошти, мобілізовані від емісії облігацій інвестиційного розвитку, основним гарантом забезпечення яких є держава, можуть спрямовуватися на підтримку діяльності підприємств, пакет акцій яких належить державі. Попередній відбір підприємств, які можуть розраховувати на таку фінансову підтримку, повинен розглядатися і затверджуватися урядом. На нашу думку, основним джерелом цих виплат можуть бути кошти, спрямовані на дивідендні виплати за державними корпоративними правами.

До найважливіших питань вдосконалення управління державними корпоративними правами, що безпосередньо впливають на формування відповідної моделі корпоративного управління, слід віднести наступні:

- визначення оптимальної структури державного сектора економіки;
- запровадження нової системи управління державним сектором економіки з урахуванням світового досвіду та загальноприйнятих принципів корпоративного управління;
- вдосконалення законодавчого забезпечення корпоративного управління, в т.ч. на основі прискорення прийняття законів України “Про акціонерні товариства”, “Про управління об’єктами державної власності”;
- створення додаткових умов для інвестування в об’єкти державної власності шляхом впорядкування фінансових потоків державних підприємств, у т.ч. на основі вдосконалення дивідендної політики;
- впровадження системи моніторингу за фінансово-господарською діяльністю підприємств державного сектора в процесі розробки та реалізації на цих підприємствах ефективного системи перспективного, поточного та оперативного фінансово-економічного планування;
- забезпечення ефективного менеджменту в державному секторі економіки, в т.ч. на основі розробки ефективного механізму реалізації функцій представників ФДМУ з управління акціями (частками) господарських товариств, які перебувають у державній власності;
- підвищення кваліфікації державних службовців у галузі корпоративного управління.

В ході дисертаційної роботи на основі аналізу показників фінансової звітності вітчизняних акціонерних товариств обґрунтовано основні фактори формування дивідендної політики. Як свідчать результати дослідження, повна відмова від дивідендних виплат переважною більшістю українських підприємств обумовлена: відсутністю прибутку; недосконалістю податкового законодавства; значним впливом інсайдерів на прийняття фінансових рішень; існуванням певних груп власників з різними цільовими орієнтирами; високою вартістю фінансових ресурсів на ринку капіталів; штучним зниженням інтересу до підприємства сторонніх інвесторів тощо.



Рис. 3. Схема перерозподілу коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами

Аналізуючи особливості формування та розподілу прибутку акціонерного товариства, автор дійшов висновку, що зниження обсягів реінвестування в умовах різкого скорочення дивідендних виплат обумовлене не лише зниженням рентабельності, але й тим, що за наявності підприємств з несталою структурою акціонерної власності певна частка прибутку спрямовується на викуп власних

акцій. Ось чому постала необхідність трансформувати розрахунок коефіцієнта реінвестування через застосування ще однієї складової – коефіцієнта викупу власних акцій – k_g .

Запровадження політики перерозподілу прибутку акціонерних товариств на основі викупу акцій здійснюється:

- для накопичення капіталу у разі поглинання інших підприємств;
- з метою зміни структури акціонерної власності;
- як найбільш швидкий засіб зміни структури капіталу;
- як альтернативний варіант можливого інвестування;
- як штучний спосіб уникнення від оподаткування.

У процесі аналізу доведено, що необхідний обсяг зовнішнього фінансування безпосередньо залежить від сумарного обсягу активів корпорації (A), очікуваного зростання їх обсягів (g) і коефіцієнта утримання (k_y):

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

де $k_y = (1 - k_d - k_g)$ – коефіцієнт утримання;

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 продажів (короткострокові зобов'язання);

g – очікуване зростання обсягів продажів;

S – обсяги продажів у поточному році;

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

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

Якщо обсяги додаткового зовнішнього фінансування дорівнюють нулю, то, використовуючи співвідношення (1), визначимо коефіцієнт зростання g , який характеризує максимальний темп зростання компанії без додаткового зовнішнього фінансування та емісії нових акцій:

$$g = \frac{ROE \cdot (1 - k_d - k_g)}{1 - ROE(1 - k_d - k_g)}, \quad (2)$$

де ROE – дохідність власного капіталу.

З метою визначення основних факторів збільшення розміру прибутку для вирішення стратегічно важливих питань подальшого розвитку підприємства та зростання доходів його власників, запропоновано розрахунок прибутку від очікуваного зростання активів корпорації здійснювати на основі використання таких показників, як: оберненість активів (*Об.акт.*), маржа прибутку (PM), коефіцієнт покриття зобов'язань (κ_{nz}), частка позикових коштів ($\kappa_{нк}$) і коефіцієнт утримання (κ_y):

$$g = Об.акт. \cdot PM \cdot \kappa_{nz} \cdot \kappa_{нк} \cdot \kappa_y, \quad (3)$$

де *Об.акт.* – оберненість активів.

Важливим фактором впливу на формування та використання прибутку акціонерного товариства та вибору певного типу дивідендної політики є діюча система оподаткування. Аналіз діючого порядку оподаткування дивідендів дозволив розробити пропозиції щодо вдосконалення законодавчої бази стосовно розрахунку суми та визначення порядку сплати податків на дивіденди.

З метою забезпечення захисту прав акціонерів у процесі реалізації ефективної політики корпоративного управління та формування відповідного типу корпоративної культури в роботі досліджено основні форми дискримінації корпоративних прав, причини їх виникнення та можливі наслідки, а також обґрунтовано конкретні пропозиції щодо вдосконалення правового забезпечення захисту прав міноритарних акціонерів.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що виявляється в обґрунтуванні методологічних і методичних засад розробки дивідендної політики акціонерних товариств як складової сучасної моделі корпоративного розвитку.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. В сучасних умовах корпорації є найбільш поширеною та життєздатною формою господарюючих суб'єктів, що обумовлено численними перевагами цієї форми порівняно з іншими і пов'язано з вирішенням проблем подальшого розвитку корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління.
2. З метою забезпечення ефективної реалізації фінансових рішень у короткостроковому та довгостроковому періодах дивідендну політику слід розглядати як складову загальної стратегії економічного розвитку корпорації.
3. В основу реалізації різних моделей корпоративного управління покладено специфічні ознаки корпоративних відносин і відмінності у структурі корпоративної власності, що обумовлює домінування відповідних організаційно-правових форм корпорацій та визначає особливості корпоративного права і корпоративної етики.
4. Виходячи із особливостей основних типів дивідендної політики, їх переваг та недоліків доцільно використовувати запропоновану класифікацію дивідендів за основними ознаками, вибір яких залежить від стадії життєвого циклу корпорації, рівня її конкурентоспроможності та особливостей фінансово-економічного розвитку.
5. Для визначення впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації доцільно застосовувати методи багатофакторного регресійного аналізу за наступними показниками: прибуток на акцію (EPS), дивіденд на акцію (DPS), дивідендний вихід (Div/E, %), дивідендна доходність (Div/P, %), співвідношення між ціною акції та прибутком на акцію (P/E), ринкова вартість активів на акцію (APS). Застосування зазначеного методу дозволяє визначити рівень обумовленості варіації результату варіацією вибраних факторів.

6. З метою оптимізації розміру прибутку акціонерного товариства вдосконалено методику розрахунку максимального темпу зростання активів без залучення додаткового зовнішнього фінансування та емісії нових акцій для підприємств з несталою структурою власності.
7. З метою ефективності підвищення управління державними корпоративними правами доцільним є перерозподіл та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, для забезпечення організації емісії державних довгострокових облігацій інвестиційного розвитку найбільш привабливих підприємств – виробників конкурентоспроможної продукції.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

1. Пігуль Н.Г. Порівняльна характеристика функціонування суб'єктів господарювання різних форм власності // Вісник УАБС. – 2001. – № 2. – С. 16-20, 0,4 д.а.
2. Науменкова С.В., Пігуль Н.Г. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 5. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, 2002. – С. 55-61, 0,4 д.а., особисто – 0,2 д.а.
3. Пігуль Н.Г. Основні засади формування дивідендної політики акціонерних товариств в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 6. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, 2002. – С. 179-186, 0,4 д.а.
4. Пігуль Н.Г. Запровадження ефективної моделі корпоративного управління у фінансово-банківському секторі // Механізм регулювання економіки, економіка природопользования, економіка підприємства и організації производства: Збірник наукових праць Сумського державного університету. – 2001. – № 3-4. – С. 104-109, 0,4 д.а.
5. Пігуль Н.Г. Основні форми дивідендних виплат: специфіка та методи їх застосування // Вісник УАБС. – 2002. – № 1(12). – С. 36-41, 0,5 д.а.
6. Пігуль Н.Г. Основні напрямки розвитку корпоративного управління в Україні // Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України: Збірник наукових статей за матеріалами II міжвузівської науково-практичної конференції студентів та молодих вчених. – Харків: Штріх, 2002. – С. 241-242, 0,1 д.а.

АНОТАЦІЯ

Пігуль Н.Г. Дивідендна політика як складова сучасної моделі корпоративного розвитку. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит. – Українська академія банківської справи, Суми, 2002.

У роботі досліджено особливості існуючих моделей корпоративного управління та основні фактори формування національної моделі корпоративного управління з урахуванням специфіки розвитку корпоративних відносин в Україні.

Розвинуто сутність дивідендної політики як складової загальної стратегії економічного розвитку з метою забезпечення ефективної реалізації прав власності в процесі здійснення стратегічних і тактичних фінансових рішень. Обґрунтовано особливості реалізації основних типів дивідендної політики залежно від стадій життєвого циклу корпорації та особливостей її фінансово-економічного розвитку, запропоновано класифікацію видів і форм дивідендів за основними ознаками.

На основі застосування методів багатфакторного регресійного аналізу розвинуто методичні підходи до визначення впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації; вдосконалено методику розрахунку максимального темпу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування для підприємств з несталою структурою акціонерної власності, а також розроблено схему перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, для забезпечення випуску державних довгострокових облігацій інвестиційного розвитку.

Ключові слова: моделі корпоративного розвитку, дивідендна політика, акціонери, корпоративне управління, структура власності, дивіденди, корпоративні права.

АННОТАЦІЯ

Пигуль Н.Г. Дивидендная политика как составляющая современной модели корпоративного развития. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.01 – финансы, денежное обращение и кредит. – Украинская академия банковского дела, Сумы, 2002.

В работе исследованы отечественный и зарубежный опыт деятельности акционерных обществ, особенности существующих моделей корпоративного управления, а также основные факторы и проблемы формирования национальной модели корпоративного управления в условиях трансформации экономики с учетом специфики развития корпоративных отношений в Украине.

Выполненное научное исследование позволило установить, что модель корпоративного управления непосредственно связана со спецификой отношений собственности, которые формируют основные направления реализации стратегии эффективного развития предприятия и создают необходимые условия для повышения уровня концентрации капитала.

Исследование специфики и форм реализации существующих моделей корпоративного управления – немецкой, англо-американской и японской дало основание сделать вывод о том, что в основе их полярности лежат специфические отношения корпоративных отношений, а также отличия в структуре кор-

поративной собственности, что обусловлено особенностями исторического развития финансовых систем разных стран, условиями формирования состава акционеров, совета директоров, раскрытием информации о деятельности корпорации и т.п.

В диссертационном исследовании раскрыта сущность дивидендной политики как составляющей общей стратегии экономического развития с целью обеспечения эффективной реализации прав собственности в процессе осуществления стратегических и тактических финансовых решений. Обоснованы особенности реализации основных типов дивидендной политики в зависимости от стадий жизненного цикла корпорации и специфики ее финансово-экономического развития, предложена развернутая классификация видов и форм дивидендов по основным признакам.

На основе применения методов многофакторного регрессионного анализа автором предложены методические подходы к определению влияния уровня дивидендных выплат на рыночную стоимость корпорации.

В ходе исследования проведен всесторонний анализ действующего порядка налогообложения дивидендов по категориям плательщиков и разработаны конкретные предложения по совершенствованию законодательной и нормативно-инструктивной базы по расчетам сумм и организации платежей налогов на дивиденды в бюджет.

С целью обеспечения эффективной защиты прав акционеров в процессе реализации соответствующей политики корпоративного управления и формирования определенного типа корпоративной культуры в работе проведен анализ и обобщены основные формы дискриминации корпоративных прав, выявлены причины их возникновения и возможные последствия, а также обоснованы конкретные предложения по совершенствованию правового обеспечения защиты прав миноритарных акционеров.

Проведенное в диссертационной работе исследование позволило автору существенно усовершенствовать методику расчета максимального темпа увеличения активов корпорации без привлечения дополнительного внешнего финансирования для предприятий с неустоявшейся структурой акционерной собственности.

В диссертации также разработана и всесторонне обоснована схема перераспределения и использования средств, начисленных на дивиденды по государственным корпоративным правам, для обеспечения выпуска государственных долгосрочных облигаций инвестиционного развития, что будет способствовать усилению роли государства в управлении корпоративными правами, а также повышению уровня финансовой устойчивости акционерных обществ.

Ключевые слова: модели корпоративного развития, дивидендная политика, акционеры, корпоративное управление, структура собственности, дивиденды, корпоративные права.

SUMMARY

Pigool N.G. Dividend policy as a component of modern model of corporative development. – Manuscript.

The dissertation for a candidate of economic science degree in speciality 08.04.01 – finance, money turnover and credit. – Ukrainian Academy of Banking, Sumy, 2002.

In the work the features of existing corporate management models are investigated. The author considers the major factors and peculiarities of corporate management national model formation with the allowance of specificities of the corporate relations development in Ukraine.

The essence of dividend policy as component of general strategy of economic development with the purpose of ensuring effective realization of the property rights in the process of strategic and tactical financial solutions realization is showed in the dissertation. The features of realization of dividend policy main types depending on stages of life cycle of corporation and features of its financial and economic development are justified. In the work the classification of kinds and forms of the dividends depending main indications is offered. Using the methods of multifactor regressive analyse the methodical approaches of determination of influence of dividends payments level on a market value of corporation are offered.

In the dissertation the method of calculation of maximum rate of increase of corporation assets without additional external financing for the enterprises with the not resisted structure of joint-stock property is improved. In the work the scheme of redistribution and using funds, which are charged on the dividends on state corporative rights for ensuring issue of the state long-term investment development bonds is offered.

Key words: corporate development models, dividend policy, shareholders, corporate management, property structure, dividends, corporate rights.

Відповідальний за випуск
д.е.н., професор С.В. Науменкова

Інформаційно-видавничий відділ
Української академії банківської справи

Адреса:
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.

Підписано до друку 14.08.02. Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Надруковано на обладнанні Української академії банківської справи
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.

