

**Богатирьов І.І.**

## **Діалектика дивідендної політики корпорацій в умовах нестабільності ринків**

*Богатирьов Ігор Ігоревич, кандидат економічних наук, доцент  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», м. Київ, Україна*

**Анотація.** В даній статті розглянуто та проаналізовано теоретичні та практичні аспекти дивідендної політики корпорацій в умовах нестабільності світового ринку. Визначено основні підходи щодо вирішення проблем реалізації дивідендної політики корпорацій.

**Ключові слова:** дивідендна політика, фінансова стратегія, фінансова політика, дивіденди, акції

**Вступ.** Головною метою формування стратегічних цілей фінансової діяльності компанії є підвищення рівня добробуту власників і максимізація ринкової вартості фірми. Разом з тим, ця головна мета потребує певної конкретизації з урахуванням завдань і особливостей майбутнього фінансового розвитку компанії. Вирішення цих завдань можливе за умов проведення ефективної фінансової політики, яка визначена як форма реалізації фінансової ідеології і фінансової стратегії компанії в розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від фінансової стратегії в цілому, фінансова політика формується лише по конкретним напрямкам фінансової діяльності підприємства, які вимагають забезпечення найбільш ефективного управління для досягнення головної стратегічної мети цієї діяльності. Ефективна дивідендна політика в складі довгострокової фінансової політики є гарантом фінансової стійкості компанії і служить орієнтиром для залучення інвесторів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питаннями оптимізації дивідендної політики та узгодження інтересів акціонерів, що зацікавлені в отриманні доходу та менеджерів щодо збільшення вартості капіталу гостро дискутуються у науковій літературі. Зокрема цим питанням присвячено праці західних науковців: З. Боді, Р. Брейлі, Г. Дональдсона, Р. ла Порта, Дж. Лінтнер, С. Майерс, М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Рока, Ю. Фама, У. Шарпа. З початком реформування економічних відносин актуалізувався цей напрям фінансової науки і на теренах колишнього СРСР. В цьому зв'язку слід відзначити роботи українських вчених М. Білик, І. Бланка, Є. Боброва, Л. Буряка, А. Гальчинського, А. Даниленко, Д. Леонова, В. Опаріна, В. Суторміної, Б. Стеценка, В. Федосова, В. Шелудько; російських – Я. Міркіна, Б. Рубцова, Я. Сергієнка, М. Третьякова, Т. Теплової. Потенціал перерахованих робіт відображає важливість і широкий спектр напрямків досліджень, проте ряд аспектів цієї багатогранної наукової проблеми залишається недостатньо розкритими. Насамперед, необхідно узагальнення теоретичних підходів та надання практичних рекомендацій щодо оптимізації дивідендної політики компаній через збалансування розподілу прибутку, що забезпечить розумний компроміс між інтересами держави та самих корпорацій, дозволить уникнути існуючих диспропорцій, забезпечить як сталий розвиток корпоративного сектору, так і збільшення надходжень до державного бюджету.

**Метою статті** є поглиблення науково-теоретичних підходів та обґрунтування практичних рекомендацій щодо оптимізації дивідендної політики компаній як

одного з чинників досягнення макрофінансової стабільності.

**Викладення основного матеріалу дослідження.** Дивідендна політика компанії повинна бути націлена на досягнення оптимального розподілу чистого прибутку компанії з точки зору відповідності обсягу реінвестованих коштів стратегічним потребам компанії, а також задоволення інтересів власників у отриманні очікуваної дохідності на вкладені кошти. У теорії фінансів є кілька підходів до обґрунтування оптимальної дивідендної політики, які ґрунтуються на оптимізації складових частин або в цілому сукупної дохідності, що отримана власниками – TSR (Total Shareholders return):

$$TSR = \frac{Div}{P_0} + \frac{P_t - P_0}{P_0} = DY + CGY \quad (1)$$

де  $P_t$ ,  $P_0$  – ціна акції в поточний і початковий момент часу,  $DY$  – дивідендна дохідність (Dividend Yield);  $CGY$  – капіталізована дохідність або прибутковість приросту капіталу (Capital Gains Yield).

В свою чергу теорія переваги дивідендів [1, 2] полягає в тому, що власники, виходячи з принципу мінімізації ризику, завжди віддають перевагу поточним дивідендам ніж можливим майбутнім доходам, в тому числі і можливому приросту акціонерного капіталу, тобто у формулі (1) дивідендна прибутковість має пріоритетне значення. Крім цього, поточні дивідендні виплати зменшують рівень невизначеності інвесторів відносно доцільності і вигідності інвестування в дану компанію, їх задовольняє менша норма прибутку на інвестований капітал, що знижує ставку дисконтування при моделюванні і приводить до зростання ринкової оцінки акціонерного капіталу.

В теорії іррелевантності дивідендів Модільяні і Міллер [3] довели, що величина дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, яке визначається здатністю компанії генерувати прибуток і більшою мірою залежить від інвестиційної політики, ніж від того, в якій пропорції розподіляється прибуток між акціонерами і реінвестуванням. Отже, оптимальної дивідендної політики як фактору підвищення вартості компанії не існує взагалі. Даний висновок зроблено на основі наступних припущень, висунутих Модільяні та Міллером: інвестиційна політика незмінна і відома акціонерам, ні дивіденди, ні доходи від зростання капіталу не оподатковуються, відсутні емісійні і трансакційні витрати, всі інвестори оперують однаковою інформацією.

Формування цілісної картини вимагає характеристики теорії податкової диференціації, представники якої Р. Лінтценбергер і К. Рамасвами [4] почали з

ослаблення теорії Модільяні-Міллера через врахування диференціації податкових ставок на дивіденди і доходу від приросту капіталу. Основний висновок теорії полягає в тому, що якщо дохід від капіталізації обкладається податком за меншою ставкою, ніж отримані дивіденди  $T_c > T_{Div}$  (де  $T_{Div}$ ,  $T_c$  – податкові ставки на дивіденди і капіталізований дохід), то з позиції акціонерів пріоритетне значення має не дивідендна, а капіталізована доходність і навпаки. В результаті критерій оптимальності дивідендної стратегії залежить від диференціації податків в країні. Так, наприклад, в США до 1982 року ставка прибуткового податку на дивіденди дорівнювала 70%, а на капіталізований дохід – 50%. Після 1982 ставки податку знизилися до 50% на дивідендний дохід і до 20% на приріст капіталу, а з 1992 року ставки податку стали рівні 31% і 28%, відповідно. Аналогічна картина спостерігається і у Франції, де податкова ставка по дивідендах вище, ніж по капіталізованому доходу. Отже, в даних країнах вигідніше максимізувати капіталізовану прибутковість. Зворотній картина спостерігається в Німеччині та Японії, де капіталізований дохід оподатковується за вищою ставкою, ніж дивіденди. Отже, максимізувати вигідніше дивідендний дохід. У ряді країн ставки податків однакові - Великобританія, Австралія, Канада – і щодо податкової диференціації не існує критерію оптимальності дивідендної стратегії.

Теорія агентських витрат відображає другу потенційно важливу корективу, яку реальне життя вносить в допущення Міллера і Модільяні - поправку на побудову дивідендної стратегії компанії, що забезпечує зниження агентських витрат (AC – Agency cost) між менеджерами та власниками [5]. Істербрук і Розефф [6, 7] вважають, що дивіденди служать своєрідним «ліками» для менеджерів, і виплата дивідендів на протигагу реінвестуванню примушує менеджерів проходити періодичну атестацію на ринку капіталу, який вимагає більш ретельного опрацювання бізнес-планів, інвестиційних розрахунків і відрізняється більш жорстким контролем та економічним моніторингом з боку кредиторів.

Сигнальна теорія дивідендів відкидає припущення теорії Модільяні-Міллера про симетричність інформації [8]. На відміну від припущення Модільяні-Міллера, що акціонери розташовують тією ж інформацією, що й менеджери компанії, гіпотеза про сигнальну функцію дивідендів ґрунтується на припущенні, що менеджери розташовують більшою інформацією про перспективи компанії, ніж рядові інвестори. Ця гіпотеза полягає в тому, що внутрішня інформація доводиться до учасників ринку через зміни в дивідендному доході. Ця гіпотеза отримала підтвердження на практиці, оскільки було відзначено, що скорочення розміру дивідендів, як правило, призводить до зниження, а збільшення - до зростання ринкової ціни акцій. Тому ринкові інвестори та фінансові менеджери розглядають дивідендну стратегію як одну з форм комунікації з ринком, при якій компанія отримує можливість подавати ринку «правильні сигнали». Подаючи ринку «правильні сигнали», тобто збільшуючи дивідендний дохід, менеджери компанії можуть ініціювати зростання цін на акції та, оцінивши клієнтську базу потенційних одержувачів дивідендів, створи-

ти сприятливі умови для їхнього приходу в компанію. Отже, на недосконалих ринках дивідендна стратегія стає одним з важелів створення вартості компанії.

Теорія оптимальності форми дивідендів розглядає перевагу виплати дивідендів у грошовій формі, у формі акцій та інших цінностей або викупу акцій (зворотний викуп – share repurchase) [9]. Ідеологія вибору між виплатою дивідендів і викупом акцій продовжує теорію агентських витрат і заснована на припущенні про існування агентських конфліктів між менеджерами та акціонерами. Менеджери можуть використовувати внутрішню інформацію і приступити до викупу акцій, коли це вигідно їм самим, а не акціонерам. При цьому вони порівнюють потенційні вигоди і витрати викупу, і якщо фінансові витрати (FC – Financial Cost) виявляються більше, то робиться вибір на користь виплати дивідендів. Виплата особливих дивідендів, на думку Бріклі [10] служить для учасників ринку менш надійним індикатором майбутньої зміни вартості компанії, ніж виплата звичайних дивідендів.

Структурна теорія або теорія відповідності дивідендної стратегії структурі акціонерів стверджує, що компанія повинна здійснювати дивідендну стратегію, яка узгоджується з очікуваннями більшості акціонерів. Якщо основна частина акціонерів зацікавлена в отриманні дивідендів, то менеджменту компанії необхідно приймати рішення про виплату дивідендів і відповідним чином формувати дивідендну стратегію. В цьому випадку менша частина акціонерів, не згодна з дивідендною стратегією, має можливість реінвестувати свій капітал в інші компанії. В результаті структура акціонерів у компанії може, з одного боку, стати більш однорідною. Але з іншого боку, продаж акцій частиною інвесторів може знизити ринкову ціну акцій компанії в короткостроковій, а можливо і в довгостроковій перспективі, що знову може привести до зміни структури акціонерів. У цьому зв'язку для контролю над структурою власників менеджери компаній не охоче міняють дивідендну стратегію.

У практиці дивідендних стратегій компаній переважає консервативно стабільний підхід. Більшість великих компаній на заході воліють регулярно виплачувати дивіденди. Так, 76% компаній, включених в файли системи «Standard & Poof's», виплачують дивіденди своїм акціонерам регулярно. Відомі компанії, які протягом своєї історії жодного разу не знизили їх розміру, наприклад, «American and Telegraph Company», яка діє на ринку з 1885 року, або «Chemical New York», що сплачує дивіденди з 1827 року [11].

Аналіз впливу на ціну акцій змін до дивідендної політики компанії показав, що будь-яка зміна дивідендної політики негайно відбивається в ціні акцій даної компанії. Так, в травні 1987 року після проголошення про першу виплату дивідендів по 4 центи на акцію компанії «Apple Computer» ринкова ціна її акцій за день зросла на 219 млн. дол. [12], тобто фондовий ринок чує «правильні сигнали» і адекватно на них реагує. Цим користуються багато компаній.

Таким чином, аналіз теорії та практики дивідендних виплат показує, що дивідендна стратегія впливає на вартість компанії, як через зміну інформаційної асиметрії фондового ринку і диференціацію податків, так і через зниження агентських витрат між власни-

ками і менеджерами компанії. Правильно побудована дивідендна стратегія збільшує, а неправильна руйнує вартість компанії, в тому числі й інноваційну. Тому проблема оптимізації дивідендної стратегії надзвичайно актуальна в стратегічній перспективі. Разом з тим єдиного формалізованого алгоритму оптимізації не існує, тому дивідендна політика визначається багатьма факторами, іноді і важко формалізованими, наприклад, психологічними. До визначальних факторів при формуванні дивідендної стратегії компанії можна віднести:

- чинники правового характеру, наприклад, в Україні дивідендна політика повинна будуватися відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства», Господарського кодексу України;
- чинники контрактного характеру, коли величину дивідендів регулюють контракти довгострокового кредитування;
- чинники, пов'язані з недостатньою ліквідністю через відсутність коштів на розрахункових рахунках;
- чинники, пов'язані зі стратегічним розширенням виробництва;
- чинники, пов'язані з інтересами акціонерів;
- чинники рекламно-інформаційного характеру, пов'язані з формуванням іміджу фірми допомогою формування «правильних сигналів» ринку.

Аналізуючи вищенаведене, можна виділити два основоположні взаємопов'язані завдання, які повинні бути вирішені при формуванні дивідендної стратегії в довгостроковій перспективі; з одного боку, це максимізація сукупного стану акціонерів, а з іншого - це достатність фінансування стратегічних рішень компанії.

У цьому зв'язку генеральним критерієм оптимізації дивідендної політики в стратегічній перспективі, повинен стати максимум сукупної прибутковості:

$$TSR = DY + CGY \rightarrow \max \quad (2)$$

Формування дивідендної стратегії повинно проходити в два етапи. На першому етапі, коли потреба в інвестиційних ресурсах велика для створення інноваційної вартості необхідно:

- оцінити необхідну суму фінансування стратегічних рішень компанії з урахуванням переліку привабливих інвестиційних проектів, сформованого на етапі побудови інвестиційної стратегії;
- оцінити потребу у власному капіталі на основі визначення цільової структури джерел фінансування;
- зменшити дивідендний вихід до мінімуму, враховуючи рівень дивідендів, встановлений в документах компанії, тобто

$$DY \rightarrow \min, \quad (3)$$

За умови що

$$\frac{D}{D + E_0 + (1-DPR) \cdot PN} \leq DR_{\text{опт}} \quad (4)$$

$$\alpha \leq DPR \leq \beta \quad (5)$$

де DPR – коефіцієнт дивідендних виплат (Dividend Payout Ratio);  $DR_{\text{опт}}$  - цільова структура капіталу (Debt Ratio);  $\alpha$ ,  $\beta$ - мінімальний і максимальні рівні дивідендних виплат, що встановлений з урахуванням зниження агентських витрат.

- використовувати дивідендні важелі стимулювання ринкової вартості для подачі «правильних сигналів» потенційним інвесторам у разі планування процедури IPO.

Отже, основний приріст сукупної дохідності TSR в першому періоді повинен припадати на збільшення капіталізованої дохідності.

Другий етап реалізації корпоративної стратегії повинен відповідати:

- збереженню цільових пропорцій в структурі джерел фінансування шляхом вилучення частини чистого прибутку;
- і збільшенню дивідендного виходу за рахунок підвищеної віддачі на інвестований капітал.

Отже, у другому періоді генеральний критерій оптимальності дивідендної стратегії - максимізація сукупної дохідності акціонерів досягатиметься як зростанням капіталізованої, так і зростанням дивідендної дохідностей.

**Висновки.** На підставі наведеного слід зауважити, що в стратегічній перспективі оптимальною є обережна консервативна дивідендна стратегія: на першому етапі мінімум дивідендних виплат, і максимум реінвестованого прибутку, що призведе до збільшення інноваційної вартості компанії. На другому етапі поступовий перехід до незначного зростання дивідендної дохідності, який не перевищує граничного значення, яке може призвести до руйнування інноваційної вартості компанії, і визначення стратегічних передумов формування нової корпоративної дивідендної стратегії на наступну довгострокову перспективу.

Водночас, кожній компанії відповідають властиві тільки їй особливості, які визначають формування дивідендної політики. У запропонованій моделі вони реалізуються шляхом визначення мінімальних і максимальних рівнів дивідендного виходу з урахуванням податкової диференціації, завдання інформаційного простору з вигідною для компанії асиметрією та усунення агентських протиріч. В цілому зв'язку слід зазначити, що для компанії залежно від виду діяльності, етапу розвитку, структури власників завжди існує цільова структура виплат дивідендів, до якої необхідно прагнути в стратегічній перспективі.

#### ЛІТЕРАТУРА (REFERENCES)

1. Gordon M.J. Dividends, earnings and stock prices // Review of Economics and Statistics 41. -1959.-May.-P. 99-105.
2. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, retained Earnings, and Taxes // American Economics Review. - 1956. — May. - P. 97—113.
3. Miller M.H., Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares // Journal of Business. - 1961. - October. - P. 411-433.
4. Litzenberger R.H., Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence // Journal of Financial Economics. - 1979. - June. - P. 163-195.
5. Jensen M.C. and Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - October. - P. 305-360.
6. Easterbrook F.H. Two agency-cost explanations of dividends //

American Economic Review. -1984. - September. - P. 650-659.

7. Rozeff M.S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios // Journal of Financial Research. - 1982. - Vol. 5 - P. 249-259.

8. Pettit R.R. Dividend announcements, security performance and capital market efficiency // Journal of Finance. - 1972. - December. - P. 993-1007.

9. Offer A. and Thakor A. A theory of stock price response to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases

and dividends // Unpublished ms. - 1985. - December. - P. 287-294.

10. Brickley J.A. Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: an empirical study //Journal of Financial Economics. - 1983- August. - P. 187-209.

11. Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. Fundamentals of Corporate Finance. Richard D. Irwin, Inc. - 1991.-P. 521.

12. The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice / ed. by D.II. - Chew, Jr. McGraw-Hill, Inc. -1993.-P. 35

**Bogatyrev Igor I. The dialectics of corporate dividend policy in an unstable market**

**Abstract.** This paper reviewed and analyzed the theoretical and practical aspects of corporate dividend policy in an unstable world market. The main approaches to solving the problems of implementation of corporate dividend policy.

**Keywords:** *dividend policy, financial strategy, financial policy, dividend stocks*

**Богатырев Игорь Игоревич Диалектика дивидендной политики корпораций в условиях нестабильности рынков**

**Аннотация.** В данной статье рассмотрены и проанализированы теоретические и практические аспекты дивидендной политики корпораций в условиях нестабильности мирового рынка. Определены основные подходы к решению проблем реализации дивидендной политики корпораций.

**Ключевые слова:** *дивидендная политика, финансовая стратегия, финансовая политика, дивиденды, акции*