

УДК 336.763

**Васильчук І. В.,***аспірант кафедри фінансів підприємств ДВНЗ "Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана"*

## **ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ЯК ІНСТРУМЕНТ СТВОРЕННЯ ЦІННОСТІ ДЛЯ АКЦІОНЕРІВ**

*У статті розглядаються проблеми проведення дивідендної політики відкритими акціонерними товариствами на прикладі вітчизняних гірничо-видобувних підприємств. Здійснено оцінку впливу виплат дивідендів на показники ринкової активності підприємств.*

**Ключові слова:** дивідендна політика, дивіденди, цінність для акціонерів, ринковий курс акції.

*The problems of pursuing a dividend policy by the public corporations on the example of the domestic mining enterprises are examined in the article. Estimation of dividend payments on the explored enterprises is conducted, influence on the indexes of market activity of enterprises and creation of value for shareholders is estimated.*

**Key words:** dividend policy, dividends, creating value for excise, market share price.

**Постановка проблеми.** Управлінські новації останніх років дозволили створити нову концепцію управління фінансами, яка орієнтована на цінність (value-based management – VBM). Основною метою VBM є максимізація ринкової цінності власного капіталу, тобто ринкової капіталізації підприємства. Успішний підхід на основі принципів VBM означає досягнення довгострокової доходності капіталу, що перевищує його вартість.

Використання ціннісного підходу до управління фінансами передбачає запровадження нових, ціннісно-орієнтованих показників оцінки ефективності, зокрема одним із вимірників створеної цінності для власників може бути показник загальної (сумарної) доходності акціонерів (total shareholder value, TSR). TSR складається з двох компонентів – процентне підвищення ціни акції за досліджуваний період та норми дивіден-

ду, реалізованої протягом цього періоду, вираженої як відсоток від ціни акції. Особливістю та перевагою цього показника є те, що, по-перше, TSR вимірює доходність з погляду акціонерів – для них це справжня і реальна цінність, по-друге, за допомогою цього показника виражаються корпоративні фінансові цілі [1]. Саме тому впровадження показника TSR як критерія оцінки створеної цінності для акціонерів зумовлює значущість проведення дивідендної політики підприємствами та вибору найбільш ефективної її стратегії.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Сутність дивідендної політики та процедури її проведення є обов'язковим розділом кожного підручника з фінансового менеджменту. Найважливішими з них є книги Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муріна, Ю. Бріггема, Л. Гапенскі, М. С. Ерхарта, Ч. Лі, Дж. Фіннерті, Р. Брейлі, С Майерса та багатьох інших. Питанню вдосконалення дивідендної політики підприємств присвячено праці таких вітчизняних дослідників, як А. Білоченко, О. Козлової, Я. Невмержицького, Б. Стеценка, В. Шапрана, М. Короленко, Л. Коваленко, Л. Ремньової, Д. Пархомчук та інші. Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить, що в науковій та спеціальній літературі не знайшли повного відображення питання особливостей проведення дивідендної політики підприємствами за умов впровадження ціннісно-орієнтованого управління підприємством, недостатньо приділено уваги розробці і впровадженню стратегій проведення дивідендної політики вітчизняними підприємствами.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є визначення зорієнтованості чинної дивідендної політики на створення цінності для інвесторів на основі оцінки основних тенденцій і закономірностей її розвитку та здійснення в Україні та світі.

**Виклад основного матеріалу.** Дослідження загальних тенденцій щодо проведення дивідендної політики акціонерними товариствами в Україні та в світі дозволило виявити певні тенденції.

За даними аналітиків, у США більшість корпорацій сплачують дивіденди і спрямовують на ці цілі суттєву частку чистого прибутку. Так, вивчення стану дивідендних виплат за галузеву належністю показало, що підприємства видобувні – вугільні та газодобувні – спрямовували у 2006 році на сплату дивідендів в середньому 87% та 71% чистого прибутку відповідно. Нафтовидобувні підприємства сплатили до 38% прибутку, а будівельні підприємства – в середньому 21-25%. Загалом промислові підприємства США в середньому сплачують до 45%

чистого прибутку. У Росії публічні компанії спрямовують на виплату дивідендів в середньому 20-25% чистого прибутку[2].

Водночас, дослідження питання щодо створення цінності для інвесторів, яка має прояв у зростанні курсу акцій, встановило, що криза суттєво знизила і цю складову загальної доходності акціонерів. Так, за 2008 рік світова капіталізація біржових ринків знизилася більш ніж на 40%. За даними американської компанії "Wilshire Associates Incorporated" (WAI), яка займається розрахунком фондового індексу "DJ Wilshire-5000" на базі 5000 компаній, акції яких обертаються на Нью-йоркській фондовій біржі, за 2008 рік середня біржова капіталізація американських паперів тільки на Нью-йоркській біржі знизилася на 41,32%, або на 7,3 трильйони доларів [4]. Разом з тим, за оцінками экс-глави ФРС США Алана Грінспена, в сукупності світові фондові ринки втратили з початку року близько \$30 трлн [3]. Своєю чергою, в Україні індекс цін на акції в ПФТС за 2008 рік істотно знизився. Тоді як за 2006 рік зростання індикатора українського фондового ринку становило 41,33%, а за підсумками 2007 року він збільшився до 135%, то в 2008 році середня капіталізація акцій індексного кошика ПФТС знизилася більш ніж на 74%[5].

Таким чином, можна побачити, що більшість підприємств у світі проводять дивідендну політику і сплачують дивіденди. В останні роки перед кризою, завдяки світовому зростанню товарних і фінансових ринків, підприємства накопичили ліквідність і мали змогу проводити агресивну дивідендну політику, пов'язану із значними виплатами дивідендів. В умовах кризи стратегії дивідендних виплат доведеться переглянути в бік зменшення агресивності.

Дослідження стану дивідендної політики в Україні дозволило встановити, що проблема невиплати дивідендів залишається надзвичайно актуальною для більшості вітчизняних підприємств. Загалом проведений аналіз підходів до виплати дивідендів окремими підприємствами в Україні за відсутності прозорості у висвітленні цього питання дозволив виділити такі мотиви та стратегії: 1) мотив виплат "прощальних дивідендів", коли на сплату дивідендів спрямовується весь чистий прибуток. Прикладом може бути рішення акціонерів ВАТ "Азовсталь" розподілити на дивіденди 5,6 млрд грн. дивідендів за 2002-2007 роки [2]; 2) мотив "концентрації зусиль батьками", коли підприємства, що входять до складу холдингів розподіляють у вигляді дивідендів значні суми чистого прибутку, які концентруються на рівні материнської компанії і викорис-

товуються на потреби розширення бізнесу групи. Прикладом може бути рішення базового акціонера ВАТ "АрселорМіттал Кривий Ріг" спрямувати на виплату дивідендів материнській компанії за результатами роботи у 2007 році 5,8 млрд грн (більше 100% чистого прибутку) [2]; 3) мотив "підвищення інвестиційної привабливості", коли компанії намагаються показати потенційним інвесторам свої наміри щодо піклування про добробут акціонерів в очікуванні росту курсу акцій. Прикладами можуть бути сплати дивідендів підприємствами групи "Інтерпайп" та ВАТ "Полтавський ГЗК" за 2005 і 2007 роки. За оцінками експертів це відбувається тому, що фондовий ринок акцій в Україні не розглядається як основний для залучення інвестицій. Відповідно, небагато компаній піклуються про те, як фондовий ринок оцінює акції.

Нами було проведено дослідження стану впровадження дивідендної політики вітчизняними акціонерними товариствами, оцінка типу дивідендної стратегії, що проводиться підприємством, у випадку її наявності, та оцінка створеної цінності для акціонерів на матеріалах діяльності гірничо-збагачувальних підприємств – ВАТ "Північний ГЗК", ВАТ "Південний ГЗК" і ВАТ "Полтавський ГЗК", акції яких котируються у ПФТС. Для цілей дослідження важливо зазначити, що ВАТ "ПівнГЗК" має у складі акціонерів одного "базового" власника, якому прямо або непрямо належить більше 90% акцій підприємств – ЗАТ "Систем Кепітал Менеджмент" (ЗАТ "СКМ"), ВАТ "Полтавський ГЗК" також має "базового" власника, якому належить контрольний пакет акцій – компанію "Fergexro", та ВАТ "ПівдГЗК" має у складі акціонерів кількох власників великих пакетів акцій, які змінилися протягом 2007 року – компанію "СКМ", "Evraz Group" та кілька менш впливових акціонерів. Ці обставини визначають і тип дивідендної політики, що проводиться підприємством.

Аналіз основних показників, що характеризують дивідендну політику досліджуваних підприємств та їхню ринкову позицію, наведений у табл. 1.

Оцінка мотивів та використаних підприємствами дивідендних стратегій дозволяє зробити такі висновки:

1. ВАТ "Південний ГЗК" маючи у складі кількох "великих" акціонерів, які не можуть узгодити між собою майбутнє бачення розвитку підприємства, приймає позицію ігнорування дивідендів і не проводить дивідендну політику.

Таблиця 1

*Динаміка показників ринкової позиції гірничорудних підприємств України у 2005 – 2007 роках*

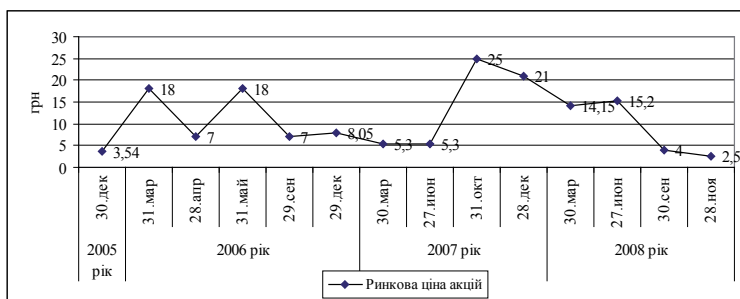
Показники	2005	2006	2007	Абсолютне відхилення	
				2006-2005	2007-2006
Південний ГЗК					
Чистий прибуток, тис.грн	25829	5564	603889	-20265	+598325
Виплата дивідендів, тис.грн	0	0	0	0	0
Рівень сплати дивідендів,%	0	0	0	0	0
ДНА, грн	0,012	0,002	0,282	-0,01	0,28
Дивіденд на акцію, грн	0	0	0	0	0
P/E	55	265	25,53	210	-239,47
Північний ГЗК					
Чистий прибуток, тис. грн	1351370	788361	1838090	-563009	1049729
Виплата дивідендів, тис. грн	518811	1111000	505000	592189	606000
Рівень сплати дивідендів,%	38,39	140,93	27,47	102,53	-113,46
ДНА, грн	0,615	0,347	0,798	-0,268	0,451
Дивіденд на акцію, грн	0,743	0,969	0,219	0,226	-0,75
P/E	5,76	23,20	26,32	17,44	3,12
Полтавський ГЗК					
Чистий прибуток, тис. грн	259953	141629	340805	-118324	199176
Виплата дивідендів, тис. грн	5720	7150	8938	1430	1788
Рівень сплати дивідендів,%	2,20	5,05	2,62	2,85	-2,43
ДНА	2,794	1,256	2,953	-1,538	1,697
Дивіденд на акцію, грн	0,061	0,063	0,077	0,002	0,014
P/E	19,68	41,41	29,12	21,73	-12,29

2. ВАТ "Північний ГЗК" проводить дивідендну політику і здійснює виплати дивідендів у суттєвих обсягах, особливо у 2006 році, коли обсяг дивідендів перевищив обсяг чистого прибутку. У цілому зазначене у 2006 році "проїдання" капіталу не може бути розцінене позитивно, оскільки не вкладається в розумні правила виваженої дивідендної політики – вилучивши на споживання більшу частину прибутку, підприємство залучило позикові кошти на кредитній основі. Все це погіршило фінансову стабільність підприємства та змінило структуру капіталу. На нашу думку, дивідендна політика підприємства є типовим прикладом політики "концентрації зусиль батьками". Так, виведення прибутків через дивіденди на підприємствах ВАТ "ЦГЗК" та ВАТ "Північний ГЗК", які входять до складу холдингу "Метінвест", що є складовою ЗАТ "СКМ" у 2005 році, та особливо у 2006 році всупереч потребам цих підприємств, зумовлене накопиченням коштів для проведення операцій з укрупнення бізнесу. Так, у 2007 році ЗАТ "СКМ" викупило великі пакети акцій ВАТ "ІнГЗК" та ВАТ "ПівдГЗК", що потребувало значних грошових заощаджень.

За нашими оцінками, стратегія виплати дивідендів ВАТ "Північний ГЗК" може бути визначена як дуже агресивна.

3. ВАТ "Полтавський ГЗК" проводить дивідендну політику і сплачує мінімальні дивіденди на рівні 2-5% від чистого прибутку. Така політика є дуже консервативна і зумовлена, мабуть, бажанням задекларувати наміри щодо виплат дивідендів в очікуванні виходу компанії на IPO.

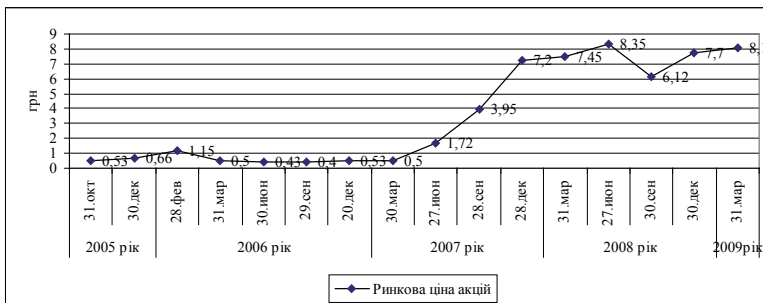
Нами проведене дослідження щодо можливого зв'язку ринкового курсу акцій цих підприємств і дивідендної політики та оцінки створюваної цінності для акціонерів за показником TSR. На рис. 1. наведена динаміка ринкового курсу акцій ВАТ "Північний ГЗК".



**Рис. 1. Динаміка ринкового курсу акцій ВАТ "Північний ГЗК" за 2005-2008 рр. [5].**

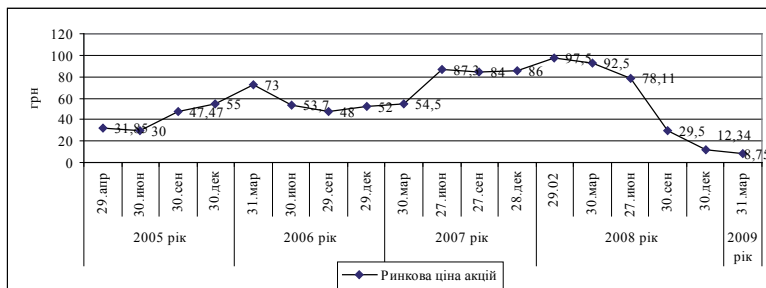
За наведеними даними можна побачити, що котирування акцій відображають швидше "штучну гру", а не реальний стан, оскільки більше 95% акцій підприємства належить прямо або опосередковано ЗАТ "СКМ". У другій половині 2007 року спостерігається тенденція до підвищення котирувань акцій, а з травня 2008 року – навпаки – починається процес падіння показників курсу акцій (2,5 грн. за акцію в жовтні 2008 р. проти 15,2 грн. в травні). Така ситуація виникла у зв'язку з тим, що протягом 2007 – початку 2008-го року підігрів ціни акцій відбувався через підвищений попит на них в умовах обмеженої пропозиції, тобто штучно, а після обвалу фондового ринку і падіння фондових індексів, ціна продажу почала різко падати. Впливу дивідендної політики на ринкову ціну не спостерігається.

Іншою була динаміка курсу акцій ВАТ "Південний ГЗК" (рис.2), яка майже не змінювалася і трималася майже на рівні номіналу протягом 2005-2006 років. Проте протягом 2007 року відбувається значне зростання ринкової ціни акцій, яка зовсім не зумовлена дивідендними виплатами за їх повною відсутністю. На нашу думку, причинами підігріву ціни є очікування щодо зміни власників підприємства та подальші позитивні прогнози щодо розвитку галузі і підприємства. Початок кризи відбився на котируваннях акцій, ціна яких знизилася, але не суттєво. Аналітики стверджують, що таке неістотне падіння зумовлено тим, що значна частина акцій цього підприємства знаходиться у вільному обігу, а отже, вони є ліквідними і доступними для придбання на відміну від акцій багатьох інших підприємств ГМК.



**Рис. 2. Динаміка ринкового курсу акцій ВАТ "Південний ГЗК" 2005 – 2009 рр. [5].**

Динаміка котирувань акцій ВАТ "Полтавський ГЗК" також була іншою (рис. 3), а ринковий курс достатньо високим протягом 2005-2008 років.



**Рис. 3. Динаміка ринкового курсу акцій ВАТ "Полтавський ГЗК" за 2005 – 2009 рр. [5].**

Причина росту котирувань у 2007 році – ІРО компанії "Fergхро". У червні 2007 року вона провела розміщення акцій на майданчику Лондонської фондової біржі, як наслідок – акції подорожчали на 60%. Крім того, частка акцій "Fergхро" у вільному обігу – близько 28%, тому цінні папери є ліквідними і користуються попитом на Лондонській фондовій біржі. Ріст курсу акцій Полтавського ГЗК в першому кварталі 2008-го року викликаний озвученими намірами щодо перспектив збільшення виробництва і реалізації продукції підприємства. На падіння котирувань акцій у другому півріччі 2008 року, на думку аналітиків, негативний вплив має не лише фінансова криза, але і маніпуляції К. Жеваго з акціями "Fergхро". Наприкінці березня 2009 року ціна акцій впала нижче номіналу, що означає втрату цінності для інвесторів.

**Висновки.** Як підсумок можна зазначити, що: 1) дивідендна політика в Україні знаходиться у стадії становлення, оскільки близько 70% компаній контролюється "базовими" акціонерами, у яких далеко не завжди є інтерес до підвищення ринкової вартості підприємства і отримання доходів через дивіденди; 2) на ціну акцій ГЗК не впливає політика виплат дивідендів – зростання курсу акцій було зумовлене зростанням попиту в світі на продукцію ГМК та спекулятивними чинниками – обвал котирувань показав цю спекулятивність; 3) зростання ринкової ціни акцій призводило до створення цінності для акціонерів, насамперед, завдяки капітальній складовій за-



гального доходу; 4) подальший розвиток дивідендної політики вітчизняних підприємств буде визначатися багатьма чинниками, зокрема: зміною структури власників підприємств, як позитивний наслідок впливу кризи, через зменшення частки "мажоритаріїв", впровадженням засад Кодексу корпоративного управління, збільшенням прозорості ведення бізнесу, стабілізацією політичної та економічної ситуації в країні, усвідомленням необхідності здійснювати управління на новітніх засадах ціннісно-орієнтованого менеджменту.

### **Література**

1. Эшуот Г., Джеймс П. Менеджмент, основанный на ценности (Value – based management): Как обеспечить ценность для акционеров: Пер. с англ. – М.: Инфра – М, 2006. – 190 с.
2. Пархомчук Д. Не время платить по счетам // Инвестгазета, – 20-26.10.2008, № 41. – С. 40-45
3. [www.k2kapital.com](http://www.k2kapital.com) 07.04.2009
4. [www.k2kapital.com](http://www.k2kapital.com) 15.03.2009
5. [www.pfts.com](http://www.pfts.com)