

Список літератури: 1. Закон України “Про промислово-фінансові групи в Україні” від 21 листопада 1995 року № 437/95-ВР / <http://zakon1.rada.gov.ua> 2. *Галаянтич М.К.* Правові проблеми створення та діяльності промислово-фінансових груп в Україні: монографія / За ред. *М.К. Галаянтича*. – К.: Науково-дослідницький інститут приватного права і підприємництва.-2005.-224с. 3. *Дерев’янка Б.В.* Правове регулювання створення та діяльності промислово-фінансових груп в Україні: монографія/ *Дерев’янка Б.В.* – Донецьк:ДЮІ, 2006.-200с. та ін. 4. *Вороновицкий М.М.* Взаимные инвестиции и вертикальная интеграция на товарных рынках при перекрестном владении собственностью/ *Вороновицкий М.М.* // Экономика и математические методы. - 1999. - № 3. – С.77-89. 5. *Гуриев С.М.* О роли неплатежей при интеграции предприятий / *Гуриев С.М., Поспелов И.Г., Петров А.А.* // Экономика и математические методы.- 1999. -№ 1. 6. *Капитоненко В.В.* Моделирование процессов сближения внутренних цен с мировыми / *Капитоненко В.В.* // Российский экономический журнал.- 1997. - № 2. 7. *Косачев Ю.В.* Исследование устойчивости динамической модели финансово-промышленной корпоративной структуры / *Косачев Ю.В.* // Экономика и математические методы.- 2000. -№ 1. 8. *Плецинский А.С.* Эффективность финансово-промышленных групп: механизм трансфертных цен. / *Плецинский А.С.* - М.:ЦЭМИ РАН, 1996.- 75с. – (Препринт # WP/96/005). 9. *Федорова Ю.В.* Вертикально интегрированные промышленные группы, как «точки роста» инвестиционных процессов / *Ю.В. Федорова* // Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут». Технічний прогрес і ефективність виробництва. – Харків: НТУ «ХПІ».- 2006. - №41(1). – С.16-19.

Подано до редакції 27.05.2009

УДК 658.155.2

К.О. ФЕДОТОВА, к.е.н., доцент, ХНАДУ, Харків
Д.А. ГОРОВИЙ, к.е.н., доцент, ХНАДУ, Харків

МОДЕЛЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОЇ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

Розроблено концепцію формування дивідендної політики підприємства в сучасних умовах. Запропоновано методичні рекомендації щодо формування ефективної дивідендної політики з використанням методу багатокритеріальної оптимізації для визначення розміру дивідендних виплат.

The concept of enterprise dividend policy formation is developed for modern conditions. The methodical recommendations are developed concerning to forming the effective dividend policy with the use of multicriterion optimization method for the size of dividend payments detection.

Ключові слова: дивідендна політика, акціонерне товариство, корпоративне управління, моделювання.

Вступ. Розвиток акціонерної форми власності та фондового ринку в Україні в умовах світових інтеграційних процесів потребує вдосконалення теоретичної бази регулювання та оптимізації корпоративних відносин. Важливим індикатором прозорості та ефективності функціонування акціонерних товариств (АТ) виступає їх дивідендна політика, що характеризує розподіл прибутку підприємства. Аналіз останніх наукових досліджень показав, що проблеми формування дивідендної політики було широко розглянуто зарубіжними вченими, серед яких М. Бейкер, Дж. Верглер, М. Дж. Гордон, Ф. Модильяні,

М. Х. Міллер, А. Франклін, Р. Шиллер [1-5]. Проведені ними теоретичні та емпіричні дослідження, переважно, визначають оцінку впливу виплати дивідендів на ціну акцій корпорації та можливість залучення додаткових інвестиційних ресурсів за допомогою ефективної дивідендної політики. Дослідженням дивідендної політики та інвестиційної привабливості українських АТ займалися такі вчені-економісти, як С. В. Богачов, Л. В. Клоченок, Л. О. Лігоненко, С. В. Нестерова, Л. С. Селіверстова, С. І. Цесаренко, Н. В. Юрчук [6 – 10]. Їх наукові розробки присвячені, насамперед, економії коштів на споживанні при розподілі прибутку АТ в умовах дефіциту власних інвестиційних ресурсів на вітчизняних підприємствах, а також підвищенню корпоративного іміджу підприємства через виплату дивідендів. Разом з тим подальших досліджень потребує вплив дивідендної політики підприємства на інвестиційну привабливість його акцій на вітчизняному фондовому ринку, і можливості підприємств шляхом формування ефективної дивідендної політики залучати максимальний обсяг інвестиційних ресурсів.

Постановка задачі. Метою статті є теоретичне обґрунтування та розробка методичних і практичних рекомендацій щодо формування дивідендної політики АТ, яка дозволяє ефективно розподілити прибуток між споживанням і реінвестуванням з урахуванням кон'юнктури фондового ринку та підвищити ринкову вартість підприємства, що забезпечить збалансування інтересів всіх учасників корпоративних відносин і сталий розвиток підприємства.

Методологія. Формування ефективної дивідендної політики підприємства передбачає визначення такого розміру дивідендних виплат, який при задоволенні прав акціонерів на частину прибутку АТ забезпечить наявність достатнього обсягу інвестиційних ресурсів як внутрішніх, так і зовнішніх, не порушить фінансового стану підприємства та сприятиме ефективній взаємодії учасників корпоративних відносин. Можна стверджувати, що вимоги різних груп учасників корпоративних відносин до дивідендної політики підприємства досить суперечливі. Тому формування ефективної дивідендної політики має бути здійснено на основі взаємодії акціонерів, правління, зовнішніх інвесторів і кредиторів та збалансуванні їх інтересів (рис. 1).



Рис. 1 - Формування ефективної дивідендної політики на основі взаємодії всіх учасників корпоративних відносин

Розробка дивідендної політики має ґрунтуватися на індивідуальному підході до кожного АТ, спираючись на його фінансово-економічні показники, можливості і потреби залучення інвестиційних ресурсів, та враховувати загрози щодо втрати контролю над АТ. Тому моделювання прийняття рішення про виплату дивідендів і їх розмір, що відповідає ефективній дивідендній політиці, має здійснюватися за алгоритмом, зображеним на рис. 2.

Пропонується наступна модель прийняття рішення про необхідність виплати і розмір дивідендів, розроблена з використанням методу багатокритеріальної оптимізації за критеріями максимізації обсягу інвестованого в розвиток підприємства капіталу і мінімізації витрат на його обслуговування, яка має вигляд (1):



Рис. 2 - Алгоритм прийняття рішення про виплату дивідендів

$$\left\{ \begin{array}{l} \frac{((\hat{I} - \hat{A}) + (N_a - 2(a\hat{A} + b) - 1) \cdot \hat{A}_{\partial 0} \cdot (1 + \hat{A}_{\partial ai}))^2 \cdot \hat{A}\hat{E}}{(\hat{I} - \hat{A}) \cdot \hat{I} + \hat{A}\hat{E} \cdot (\hat{A}_{\partial 0} \cdot (N_a - 2(a\hat{A} + b) - 1) + \hat{A})} \rightarrow \max; \\ \hat{A} \leq \hat{I} + \partial \hat{O}; \\ \hat{A} > 0; \\ \frac{\hat{A}\hat{E} - \hat{A}}{\hat{I}\hat{E}} > 0,5; \\ \frac{\hat{A}\hat{E} + \hat{O}^2_{\partial 0} - \hat{A}}{\hat{I}\hat{E}_{\partial 0}} > 0,5 \end{array} \right. \quad (1)$$

де $D_{\text{прем}}$ – дивідендна премія як частка до ринкової вартості акції [11]; Π – чистий прибуток підприємства, що підлягає розподілу, грн; D – розмір дивідендного фонду, грн; BK – власний капітал, грн; $D_{\text{ср}}$ – середній річний розмір виплачених дивідендів на акцію, грн; E – витрати на емісію акцій, грн; a, b – параметри рівняння, що описує залежність кількості акціонерів, незадоволених дивідендною політикою підприємства, від розміру дивідендних виплат; N_a – кількість акцій АТ до здійснення додаткової емісії, од.; B_{p0} – ринкова ціна акції до виплати дивідендів, грн; $РФ$ – розмір резервного фонду підприємства, грн; $ПК$ – позиковий капітал підприємства, грн; $ПК_{\text{пот}}$ – поточні зобов'язання підприємства, грн; $ГК$ – грошові кошти, грн; $\Phi I_{\text{пот}}$ – поточні фінансові інвестиції, грн.

Розв'язок розробленої системи рівнянь дозволить підприємству визначити розмір дивідендів, що підлягає виплаті, якій відповідає проведенню ефективної дивідендної політики. Рішенням також може бути відмова від виплати дивідендів.

Результати дослідження. Методику розрахунку оптимального рівня дивідендних виплат було апробовано на ряді вітчизняних АТП. Розглянуті підприємства потребують залучення значного обсягу інвестиційних ресурсів на оновлення рухомого складу. Отримання інвестицій можливе за рахунок додаткової емісії акцій і реінвестування нерозподіленого прибутку. Розроблені моделі дозволили розрахувати оптимальний розмір фонду виплати дивідендів, дивідендної премії та обсягу залучених інвестицій. На основі отриманих результатів також було визначено додатковий обсяг інвестицій, що було залучено завдяки підвищенню ринкової ціни акцій АТ після виплати дивідендів. Результати розрахунків наведені в табл. 1.

Таблиця 1 - Оптимальний розмір фонду виплати дивідендів

Підприємство	Фонд виплати дивідендів, тис. грн.	Дивідендна премія, частка від ринкової вартості акції	Обсяг залучених інвестицій, тис. грн.	Додатковий обсяг інвестицій, тис. грн.
ВАТ "Полтаваавтотранс"	15,8	0,039	3411	129,21
ВАТ "АТП-1"	1890,7	0,32	34906,92	8375,23
ВАТ "Хлібний автопарк"	1,03	0,02	281,45	5,05

Результати розрахунків довели ефективність запропонованої методики визначення розміру дивідендних виплат, оскільки виплата дивідендів підприємствами ВАТ «Полтаваавтотранс», ВАТ «АТП-1» та ВАТ «Хлібний автопарк» дозволяє підвищити інвестиційну привабливість їх акцій, що надає можливість підприємствам отримати додатковий обсяг інвестиційних ресурсів. На ВАТ «Полтаваавтотранс» виплата дивідендів у розмірі 15,8 тис. грн. сприятиме підвищенню ринкової ціни акції на 4%. При здійсненні емісії обсягом 2057911 акцій підприємство матиме змогу залучити 3411 тис. грн. інвестицій. Виплата дивідендів ВАТ «АТП-1» у розмірі 1890,7 тис. грн. обумовить підвищення ринкової вартості акцій на 32%. В результаті підприємство зможе залучити 34906,92 тис. грн. інвестицій на фондовому ринку. Виплата дивідендів у незначному розмірі 1,03 тис. грн. ВАТ Хлібний автопарк буде оцінена ринком позитивно, ціна його акцій підвищиться на 2%, завдяки чому буде залучено 281,45 тис. грн. інвестицій. При цьому потенційний обсяг інвестицій багаторазово покриває кошти, спрямовані на споживання у вигляді дивідендів. Так виплата дивідендів ВАТ «АТП-1» в розмірі 1890,7 тис. грн. дозволить підприємству додатково залучити 8375,23 тис. грн. на фондовому ринку завдяки підвищенню ринкової вартості акцій, виплата дивідендів ВАТ «Полтаваавтотранс» в розмірі 15,8 тис. грн. сприятиме залученню 129,21 тис. грн. додаткових інвестицій, а виплата дивідендів ВАТ «Хлібний автопарк» обумовить отримання підприємством 5,05 тис. грн. додаткових інвестицій. Проте, багатьом підприємствам сплачувати дивіденди недоцільно, оскільки це може негативно відобразитися на їх ринковій оцінці. В такому випадку потрібно застосовувати інші засоби підвищення інвестиційної привабливості акцій.

Висновки. Таким чином, нами було вперше розроблено концепцію та методичне забезпечення формування дивідендної політики акціонерного товариства автотранспорту, суть якої полягає у визначенні розміру дивідендних виплат, що задовольняє очікування акціонерів і потенційних інвесторів та забезпечує підвищення ринкової вартості підприємства і залучення додаткових інвестиційних ресурсів без ризику погіршення його фінансового стану і зміни структури власників. На основі запропонованої концепції розроблено методику розрахунку оптимального розміру дивідендних виплат за критеріями максимізації обсягу інвестованого в розвиток підприємства капіталу і мінімізації витрат на його обслуговування на основі процедури узгодження інтересів найманих менеджерів щодо розвитку підприємства і потенційних інвесторів стосовно їх очікувань щодо виплати дивідендів, в процесі реалізації якого забезпечується ефективна взаємодія учасників корпоративних відносин і збалансування інтересів всіх власників акцій щодо розміру сплачених дивідендів і збереження ними корпоративного контролю. Можна стверджувати, що застосування запропонованої методики визначення розміру дивідендних виплат сприяє підвищенню добробуту всіх груп акціонерів, забезпечуючи максимізацію їхніх доходів як від росту курсової вартості акцій, так і у вигляді дивідендів, а також впевненості у стабільному розвитку підприємства.

Список літератури: 1. *Baker M. A Catering Theory of Dividends / M. Baker, J. Wurgler // Journal of Finance. – 2004. – June, vol. 59, №1. – P. 1 – 33.* 2. *Gordon M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices / M. J. Gordon // Review of Economics and Statistics. – 1959. - № 41. – P. 99 – 105.* 3. *Miller M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation Shares / M. H. Miller, F. Modigliani // Journal of Business. – 1961. –№ 34. – P.411 – 433.* 4. *Franklin A. A theory of dividends based on tax clientele / A. Franklin, A. E. Bernardo, I. Welch // Journal of Finance. – 2000. - № 55 – P. 2499 – 2536.* 5. *Shiller R. Irrational Exuberance / R. Shiller. – NY. : Princeton University Press, 2000. – 296 p.* 6. *Богачев С. В. Капиталотворческая функция промышленных корпораций: [монография] / С. В. Богачев. – Донецк : НАН Украины. Ин-т економіки пром-сти, 2005. – 236 с.* 7. *Лігоненко Л. О., Клоченок Л. В., Юрчук Н. В. Дивідендна політика підприємства / Л. О. Лігоненко, Л. В. Клоченок, Н. В. Юрчук. – К. : Київ. держ. торг.-екон. ун-т, 2000. – 67 с.* 8. *Нестерова С. В. Управління прибутком і дивідендна політика на підприємствах колективної форми власності в умовах переходу до ринкової економіки: автореф. дис. на здобуття наукового ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка підприємства та організація виробництва» / С. В. Нестерова. – Хмельницький, 1998. – 18 с.* 9. *Селіверстова Л. С. Вдосконалення системи корпоративного управління : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Л. С. Селіверстова. – Київ, 2005. – 21 с.* 10. *Цесаренко С. И. Дивидендная политика акционерных обществ / С. И. Цесаренко // Проблемы предпринимательства. - 1998. – №2. – С. 39 - 41.* 11. *Федотова К.О. Умови виникнення дивідендної премії при розміщенні акцій на фондовому ринку // Економіка транспортного комплексу: Збірник наукових праць. – Харків: ХНАДУ. – 2008. – Вип.. 12. – С. 25 – 35.*

Подано до редакції 28.05.2009