

6. **Бабо А.** Прибыль / пер. с франц. М. : Прогресс, 1993. 176 с.

7. **Олешко А. А.** Механізм антикризового управління фінансовими корпораціями. *Ефективна економіка*. 2018. № 2. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/2_2018/12.pdf

8. **Блинда Ю. О.** Інвестиційна стратегія як елемент антикризового управління підприємством : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Львів, 2019. 207 с.

REFERENCES

Babo, A. *Pribyl* [Profit]. Moscow: Progress, 1993.
Blynda, Yu. O. "Investytsiina stratehiia yak element antykrizovoho upravlinnia pidpriemstvom" [Investment Strategy as an Element of Enterprise Crisis Management]: *dys. ... kand. ekon. nauk : 08.00.04*, 2019.

Melikhova, T. O. "Mekhanizm upravlinnia ekonomichnoiu bezpekoiu pidpriemstva: pidkhody do vyznachennia" [Mechanism of Economic Security Management at the Enterprise: Approaches to Definition]. *Ahrosvit*, no. 3 (2018): 61-67.

Oleshko, A. A. "Mekhanizm antykrizovoho upravlinnia finansovymy korporatsiiamy" [The Mechanism of Crisis Management of Financial Corporations]. *Efektivna ekonomika*. 2018. http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/2_2018/12.pdf

Oleshko, A. A. "Prohramno-tsilyovyi pidkhid do antykrizovoho upravlinnia finansovymy korporatsiiamy" [Program-Target Approach to Crisis Management of Financial Corporations]. *Ekonomika ta derzhava*, no. 6 (2018): 25-27.

Paientko, T. V., and Fedosov, V. M. "Upravlinnia finansamy: kontrolinh na makrorivni" [Financial Management: Controlling at the Micro Level]. *Finansy Ukrainy*, no. 3 (2018): 80-96.

Plankett, L., and Kheyl, G. *Vyrobotka i prinyatiye upravlencheskikh resheniy* [Development and Adoption of Management Decisions]. Moscow: Ekonomika, 1984.

Utkin, E. A. *Antikrizisnoye upravleniye* [Crisis Management]. Moscow: EKMOS, 1997.

УДК 658.147
JEL: G35

ПЛАНУВАННЯ ДИВІДЕНДІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ

©2019 СИТНИК Г. В., РИБАК Р. І.

УДК 658.147
JEL: G35

Ситник Г. В., Рибак Р. І. Планування дивідендів на підприємстві

Метою статті є обґрунтування принципів та методичного підходу до планування дивідендів на підприємстві, які б забезпечували його збалансований фінансовий розвиток, сприяли зростанню інвестиційної привабливості та ринкової вартості. У статті розглянуто основні концепції планування дивідендів, що сформувались у класичній економічній теорії. Прояснено позицію та бажання різних типів акціонерів щодо виплати або капіталізації дивідендів. Виокремлено принципи планування дивідендів та запропоновано послідовність їх планування, виходячи з даних принципів. Запропоновано здійснювати планування обсягу дивідендних виплат, які може дозволити собі підприємство, виходячи з потреб операційної та інвестиційної діяльності на основі показника «рівень реінвестування чистого грошового потоку від операційної діяльності». Припустимий обсяг дивідендів обґрунтовується виходячи з цього показника та планових показників чистого грошового потоку від операційної діяльності, приросту основних засобів, нематеріальних активів, незавершених капітальних інвестицій та чистого робочого капіталу. Коефіцієнт дивідендних виплат і планову суму дивідендів пропонується визначати виходячи з необхідності підтримання запланованого обсягу діяльності підприємства на основі моделі стійкого зростання. Остаточне рішення щодо обґрунтування обсягу дивідендів приймається в межах отриманої області значень планових дивідендних виплат. Перспективами подальших досліджень у даному напрямі передбачається планування дивідендів на багатокритеріальній основі, що зводиться до обґрунтування їх обсягів за критеріями: максимізації задоволення фінансових інтересів власників, що віддають перевагу поточним доходам; забезпечення стійкого зростання; збереження фінансової рівноваги; мінімізації середньозваженої вартості капіталу. Також проводиться пошук цільового значення дивідендів шляхом імітаційного моделювання у визначених межах.

Ключові слова: дивіденди, дивідендні виплати, рівень реінвестування чистого грошового потоку, коефіцієнт дивідендних виплат, область значень планової суми дивідендних виплат.

DOI:

Рис.: 1. Табл.: 1. Формул: 5. Бібл.: 13.

Ситник Ганна Вікторівна – доктор економічних наук, доцент, професор кафедри економіки та фінансів підприємства, Київський національний торговельно-економічний університет (вул. Кіото, 19, Київ, 02156, Україна)

E-mail: anna_sytник@bigmir.net

Рибак Руслана Іванівна – старший викладач кафедри економіки та фінансів підприємства, Київський національний торговельно-економічний університет (вул. Кіото, 19, Київ, 02156, Україна)

E-mail: ruslanarybak25@gmail.com

УДК 658.147
JEL: G35

UDC 658.147
JEL: G35

Сытник А. В., Рыбак Р. И. Планирование дивидендов на предприятии
Целью статьи является обоснование принципов и методического подхода к планированию дивидендов на предприятии, которые смогли бы обеспечить его сбалансированное финансовое развитие, способствовали бы росту инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости. В статье рассмотрены основные концепции планирования дивидендов, которые сформировались в классической экономической теории. Прояснена позиция и желание разных типов акционеров от-

Sytnyk H. V., Rybak R. I. Planning Dividends in the Enterprise

The article is aimed at substantiating the principles and a methodical approach to planning dividends in the enterprise, which would provide ability to ensure the enterprise's balanced financial development, would facilitate a growth of investment attractiveness and market value. The article considers the basic concepts of planning dividends, which were formed in the classical economic theory. The position and desire of different types of shareholder-

носителю выплаты или капитализации дивидендов. Выделены принципы планирования дивидендов и предложена последовательность их планирования, исходя из данных принципов. Предложено осуществлять планирование объема дивидендных выплат, которые может позволить себе предприятие, исходя из потребностей операционной и инвестиционной деятельности на основе показателя «уровень реинвестирования чистого денежного потока от операционной деятельности». Допустимый объем дивидендов обосновывается исходя из этого показателя и плановых показателей чистого денежного потока от операционной деятельности, прироста основных средств, нематериальных активов, незавершенных капитальных инвестиций и чистого рабочего капитала. Коэффициент дивидендных выплат и плановую сумму дивидендов предлагается определять исходя из необходимости обеспечения запланированного объема деятельности предприятия на основе модели устойчивого роста. Окончательное решение относительно обоснования объема дивидендов принимается в пределах полученной области значений плановых дивидендных выплат. Перспективами последующих исследований в данном направлении являются углубленное планирование дивидендов на многокритериальной основе, которая сводится к обоснованию их объемов по критериям: максимизации удовлетворения финансовых интересов владельцев, которые отдают предпочтение текущим доходам; обеспечение стойкого роста; сохранение финансового равновесия; минимизации средневзвешенной стоимости капитала. Также предусмотрен поиск целевого значения дивидендов путем имитационного моделирования в определенных пределах.

Ключевые слова: дивиденды, дивидендные выплаты, уровень реинвестирования чистого денежного потока, коэффициент дивидендных выплат, область значений плановой суммы дивидендных выплат.

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Формул.:** 5. **Библ.:** 13.

Сытник Анна Викторовна – доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры экономики и финансов предприятия, Киевский национальный торгово-экономический университет (ул. Киото, 19, Киев, 02156, Украина)

E-mail: anna_sytник@bigmir.net

Рыбак Руслана Ивановна – старший преподаватель кафедры экономики и финансов предприятия, Киевский национальный торгово-экономический университет (ул. Киото, 19, Киев, 02156, Украина)

E-mail: ruslanarybak25@gmail.com

ers regarding the payments or capitalization of dividends are clarified. The principles of planning dividends are allocated and a coherence of planning dividends is proposed based on these principles. It is proposed to plan the amount of dividend payments that an enterprise can afford according to the needs of operating and investment activities on the basis of the indicator of the «level of reinvestment of the net money flow from operating activities». A substantiation of the allowable amount of dividends is based on this indicator and the planned indicators of the net money flow from operating activities, growth of fixed assets, non-material assets, unfinished capital investments and net working capital. The dividend payments ratio and the planned amount of dividends are proposed to define on the basis of the need to ensure the planned volume of the enterprise's activities on the basis of a sustainable growth model. The final decision as to the substantiation of the amount of dividends is made within the obtained area of the values of planned dividend payments. Prospects for further researches in this direction are in-depth planning of dividends on a multi-criteria basis, which is reduced to substantiating their volumes according to the following criteria: maximizing the satisfaction of the financial interests of owners that give an advantage to the current income; ensuring the sustainable growth; preserving the financial equilibrium; minimizing the weighted average cost of capital. Also it is provisioned to find the target value of dividends by carrying out simulation modeling within certain limits.

Keywords: dividends, dividend payments, level of reinvestment of net money flow, ratio of dividend payments, area of values of the planned amount of dividend payments.

Fig.: 1. **Tabl.:** 1. **Formulae:** 5. **Bibl.:** 13.

Sytnyk Hanna V. – D. Sc. (Economics), Associate Professor, Professor of the Department of Economics and Finance of Company, Kyiv National University of Trade and Economics (19 Kioto Str., Kyiv, 02156, Ukraine)

E-mail: anna_sytник@bigmir.net

Rybak Ruslana I. – Senior Lecturer of the Department of Economics and Finance of Company, Kyiv National University of Trade and Economics (19 Kioto Str., Kyiv, 02156, Ukraine)

E-mail: ruslanarybak25@gmail.com

Економічний розвиток будь-якої економічної системи потребує нагромадження капіталу та його ефективного інвестування. Це вимагає раціонального розподілу прибутку між споживаною та капіталізованою частинами як на рівні підприємства, так і в масштабах економіки. Однією з проблем економічного розвитку України, його низьких темпів є «проїдання» капіталу, високі обсяги споживання та низький рівень нагромадження. Так, за даними статистичних спостережень, впродовж 2016–2018 рр. рівень капіталізації прибутку в основних галузях економіки становив у середньому 2,4% [1], що свідчить про хронічну нестачу власних фінансових ресурсів для повноцінного фінансування діяльності підприємств реального сектора економіки. Це призводить до зростання позик і, як наслідок, – відпливу ресурсів за каналом доходів від власності. Вирішення проблеми потребує, з одного боку, формування державної політики стимулювання нагромадження капіталу, зо-

крема імплементації плану BEPS [2], підвищення рівня інвестиційної активності підприємств, а з іншого – розроблення дієвого механізму та виваженої дивідендної політики окремих підприємств.

Формування дивідендної політики є однією з центральних проблем фінансового менеджменту. Її вивченню приділяла увагу ціла низка закордонних дослідників, у роботах яких проаналізовано взаємозв'язок рівня доходності власного капіталу та рівня дивідендних виплат [3], вплив дивідендної політики на ринкову ціну підприємства [4], взаємозв'язок дивідендної політики та політики формування капіталу [5]. Сформульовані ними висновки вважаються такими, що становлять сучасну парадигму фінансового менеджменту і, безумовно, служитимуть вихідним базисом нашого дослідження.

У роботах вітчизняних дослідників: І. О. Бланка, Н. С. Акімової, О. О. Терещенка, А. Б. Педька, Л. Є. Довганя, Л. В. Фролової, Н. В. Харченка, Н. В. Юрчук, Л. М. Янчевої, К. О. Горової, І. В. Спільник, Л. О. Меренкової, Ю. М. Великого та інших розглядаються питання оптимізації дивідендної політики з урахуванням етапу економічного розвитку, галузевих особливостей функціонування суб'єктів господарювання.

Дослідження проведено в межах НДР «Формування системи економічної безпеки підприємництва в Україні» (Державний реєстраційний № 0117U000504), що виконується на замовлення МОН України.

Значна увага приділяється визначенню терміна «дивіденди», його видів та типів дивідендної політики [6; 7], Проводять аналіз співвідношення «дивіденди – нерозподілений прибуток» на провідних корпораціях [8], розглядають основні фактори, що впливають на формування дивідендної політики [9].

Проте проблема планування дивідендних виплат у частині обґрунтування методологічних принципів та чітких методичних підходів наразі залишається недостатньо дослідженою та потребує подальшого розроблення.

Метою статті є обґрунтування принципів та методичного підходу до планування дивідендів підприємства, які б забезпечували його збалансований фінансовий розвиток, сприяли зростанню інвестиційної привабливості та ринкової вартості підприємства.

Дослідження ґрунтується на принципах системного підходу та здійснювалось із застосуванням методів наукової абстракції, аналізу й синтезу, систематизації й узагальнення.

У сучасній теорії фінансового менеджменту сформовано декілька класичних підходів до планування дивідендних виплат, коротка характеристика яких наведена в *табл. 1*.

Незважаючи на те, що зазначені підходи вважаються класичними і висвітлюються у базових підручниках з фінансового менеджменту, переважна більшість науковців сходяться на думці, що в чистому вигляді ці моделі майже не застосовуються на практиці. Обумовлюється це мінливістю умов зовнішнього та внутрішнього середовища підприємства, що робить процес обґрунтування дивідендних виплат більш складним, ніж це описується зазначеними моделями.

Виходячи із сучасної парадигми фінансового менеджменту, в межах якої визначається, що основною метою функціонування підприємства, а, отже, і фінансового управління є зростання добробуту власників, формування дивідендної політики також підпорядковується цій меті.

Добробут власників підприємства формується з двох частин: поточних дивідендів та приросту ринкової вартості підприємства. Тому можна вважати, що дивідендна політика має забезпечувати максимізацію сумарної вигоди для власників підприємства.

Так, максимізація поточних доходів власників забезпечується максимізацією дивідендних виплат. Проте приріст ринкової вартості підприємства, окрім заходів з оптимізації поточних витрат, удосконалення управління окремими параметрами діяльності потребує реалізації активної та ефективної інвестиційної політики, реалізація якої пов'язана з пошуком і забезпеченням необхідного фінансування. Таким чином, дивідендна політика є невід'ємною частиною рішень щодо фінансування діяльності. Коефіцієнт дивідендних виплат визначатиме частину прибутку, що може бути реінвестована в діяльність підпри-

ємства і, відповідно, впливати на динаміку інвестиційної діяльності – найбільш активного інструменту нарощення ринкової вартості підприємства. Таким чином, очевидним є оптимізаційний характер рішень щодо дивідендних виплат. Такі рішення повинні забезпечити узгодженість фінансових інтересів власників, які зацікавлені в поточних доходах, і власників, що орієнтуються переважно на приріст ринкової вартості підприємства.

Так, для багатьох акціонерів важливими є саме поточні доходи від дивідендів. Отже, для таких інвесторів привабливість і ціна акції залежатиме не лише від фінансових показників розвитку підприємства, а від сплачуваних дивідендів. З огляду на те, що розмір та динаміка дивідендів впливає на курс акції, в практиці це сприяє підтриманню стабільних дивідендів або їх нарощенню деякими підприємствами. Так, окремі публічні компанії нарощують дивіденди, коли відчувають спроможність і в перспективі сплачувати дивіденди ще в більших обсягах. Тому аналітики та інвестори розглядають зростання дивідендів як позитивний сигнал про довгострокове зростання. Принципові зміни дивідендної політики можуть призводити до появи у акціонерів додаткових трансакційних витрат. Ці аргументи стимулюють компанії дотримуватись стабільності у своїй дивідендній політиці.

Іншим власникам вигідний дохід у формі приросту капіталу, у тому числі з податкових мотивів, що спонукає підприємства проводити активну ефективну інвестиційну діяльність, спрямовану на таке зростання.

Таким чином, пошук оптимальної пропорції між прибутком, що капіталізується та сплачується у вигляді дивідендів, чинить вплив на розвиток підприємства і повинен здійснюватися на багатокритеріальній основі.

На наш погляд, можна виокремити такі принципи планування дивідендів.

1. *Принцип врахування кон'юнктури фінансового ринку.* Так, рішення щодо обсягів, рівня дивідендних виплат має враховувати рівень дохідності акцій аналогічних підприємств на ринку, а також склад і структуру власників підприємства, їх фінансові інтереси.

2. *Принцип забезпечення зростання підприємства.* Сприятлива кон'юнктура товарного ринку, наявність реальних можливостей для нарощування обсягів діяльності потребує інвестицій у розвиток, що пов'язано з необхідністю акумуляції достатнього обсягу фінансових ресурсів. Частина цих ресурсів забезпечується шляхом реінвестування чистого прибутку, що необхідно враховувати при плануванні обсягу дивідендних виплат.

3. *Принцип дотримання фінансової рівноваги підприємства.* Основним джерелом виплати дивідендів є чистий прибуток підприємства, який необхідно

Концепції планування дивідендних виплат підприємства

Концепція	Коротка характеристика
1	2
Модель Лінтнера (1956)	Дж. Лінтнер на основі дослідження виявив, що дивіденди коригуються відповідно до динаміки прибутку, але із запізненням, і першим провів аналіз моделі часткової адаптації для пояснення дивідендної політики. Ця модель передбачає встановлення коефіцієнта дивідендних виплат, що дозволяє пов'язати обсяги дивідендних виплат з фінансовими результатами. На основі дослідження динаміки прибутку та коефіцієнта дивідендних виплат і застосування регресійного моделювання обчислюється поправочний коефіцієнт, на основі якого визначається коефіцієнт дивідендних виплат планового періоду, що дозволяє оцінити планову суму дивідендів
Модель Майєрса (1984)	С. Майєрс (1984) запропонував для пояснення дивідендної політики теорію послідовності дій. Логіка фінансування компанії полягає у такому: – підприємство віддає перевагу внутрішньому фінансуванню; – підприємства коригують плановий рівень дивідендів відповідно до інвестиційних можливостей. Рівень дивідендів поступово адаптується до змін інвестиційної активності; – результатом інертності дивідендної політики та непередбачуваних змін прибутковості та інвестиційних можливостей є те, що власних коштів може виявитися більше або менше інвестиційних потреб. У першому випадку надлишкові кошти спрямовуються у фонд нерозподіленого прибутку для майбутніх інвестиційних проектів, у іншому – підприємство використовує накопичений нерозподілений прибуток; – коли необхідно залучити зовнішнє фінансування, компанії починають з емісії безпечних і дешевих цінних паперів – облігацій
Модель стабільних дивідендів	Дивідендна політика – спосіб інформування інвесторів; дивіденд – не просто виплата, а й інформаційний контент. Стабільність дивідендів – позитивний сигнал для ринку. Зменшення обсягів (або невиплата) дивідендів може сприйматись як погіршення фінансового стану підприємства, а частина інвесторів, що орієнтуються на поточний дохід (пенсіонери, пенсійні фонди) негативно сприймає подібну політику, що може призводити до падіння ціни акцій. Таким чином, цей підхід передбачає виплату стабільних обсягів дивідендів
Модель екстрадивідендів	Збільшити поточні доходи акціонерів в окремі періоди можна за допомогою додаткових дивідендів (екстрадивідендів). Проте, оголошуючи виплату екстра-дивідендів, підприємство не змінює обсяг регулярних дивідендів. Екстра-дивіденди сплачуються в окремі періоди, коли спостерігаються високі фінансові результати діяльності та відсутність цікавих інвестиційних проектів

Джерело: складено за [9–11].

«монетизувати» у вигляді чистого грошового потоку. Таким чином, обсяги виплачуваних дивідендів мають узгоджуватися з обсягом чистого грошового потоку від операційної діяльності. Його повинно вистачати як для виплати дивідендів, так і для фінансування поточних потреб операційної діяльності, підтримання необхідного обсягу та стану необоротних активів для ведення основної діяльності.

4. *Принцип дотримання цільової структури та вартості капіталу.* Необхідність реалізації інвестиційної програми та її фінансування може забезпечуватись шляхом вибору альтернативних джерел залучення капіталу. Так, цільова потреба у власному капіталі може покриватися за рахунок чистого прибутку та додаткових внесків у статутний капітал (додаткової емісії акцій). Ці джерела можуть замінювати одне одного. Проте емісія акцій пов'язана з додатковими витратами, що призводить до здорожчання власного капіталу і, в цілому, до зростання середньозваженої вартості капіталу. Таке зростання може бути

неприйнятним для підприємства, що необхідно враховувати в процесі обґрунтування обсягів дивідендних виплат.

Виходячи із зазначених принципів, процес планування дивідендів пропонуємо здійснювати в такій послідовності.

На *першому етапі* обґрунтовується бажана сума дивідендних виплат, виходячи з фінансових інтересів власників, що віддають перевагу поточним доходам і необхідності підтримки інвестиційної привабливості акцій на фондовому ринку (для публічних компаній) серед таких інвесторів. Планування бажаних обсягів дивідендних виплат здійснюється на основі:

- дослідження динаміки обсягів та рівня дивідендних виплат у попередні періоди;
- дослідження динаміки чистого прибутку підприємства та його прогнозного значення;
- вивчення динаміки дивідендних виплат підприємствами-конкурентами.

У межах цього етапу підприємство може використовувати метод екстраполяції (виходячи із середнього темпу зростання чистого прибутку), розрахунково-аналітичний метод (з урахуванням можливих напрямів зростання доходів та скорочення витрат), метод експоненційного згладжування (виходячи з динаміки чистого прибутку), метод пропорційного зростання (прогнози обсяги дивідендних виплат визначаються пропорційно до обраного показника, серед яких можуть бути важливі макроіндикатори, показники фондового ринку тощо), методи кореляційно-регресійного аналізу. Так, у межах цього етапу може використовуватися модель Лінтнера (1956) [10], який на основі дослідження виявив, що дивіденди коригуються відповідно до динаміки прибутку, але із запізненням, і першим провів аналіз моделі часткової адаптації для пояснення дивідендної політики.

На *другому етапі* здійснюється планування обсягу дивідендних виплат, які може дозволити собі підприємство, виходячи з потреб операційної та інвестиційної діяльності. З цієї метою пропонуємо використовувати показник «рівень реінвестування чистого грошового потоку від операційної діяльності», який оцінюється таким чином (1):

$$KP_{\text{ЧГП}} = \frac{\text{ЧГП}_{\text{од}} - D}{OZ_n + HA_n + НКІ + \text{ЧРК}}, \quad (1)$$

де $KP_{\text{ЧГП}}$ – коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку; $\text{ЧГП}_{\text{од}}$ – реінвестування чистого грошового потоку від операційної діяльності; D – дивіденди; OZ_n – приріст основних засобів за первісною вартістю; HA_n – приріст нематеріальних активів за первісною вартістю; $НКІ$ – приріст незавершених капітальних інвестицій; ЧРК – приріст чистого робочого капіталу.

Вважається, що рівень реінвестування чистого грошового потоку в розмірі 8–10% є достатнім для підтримання нормального фінансового стану підприємства [12]. Виходячи з цього положення та планових показників чистого грошового потоку від операційної діяльності, приросту основних засобів, нематеріальних активів, незавершених капітальних інвестицій і чистого робочого капіталу можна обґрунтувати припустимий обсяг дивідендів. Якщо припустити, що підприємство орієнтується на нижню межу цього показника (хоча воно може варіюватися в діапазоні 8–10% і вище за потребою підприємства), плановий обсяг дивідендів визначається таким чином (2):

$$D = \text{ЧГП}_{\text{од}} - 0,08 \cdot (OZ + HA_n + НКІ + \text{ЧРК}). \quad (2)$$

На *третьому етапі* обґрунтовується коефіцієнт дивідендних виплат і планова сума дивідендів, виходячи з необхідності підтримання запланованого обсягу діяльності підприємства. Такий розрахунок пропонується здійснювати виходячи з моделі стійкого зростання. Так, Р. С. Хіггінс (1977) дослідив, яку

швидкість зростання обсягу реалізації обсягу продажу може підтримувати підприємство при заданих обмеженнях на обсяг емісії акцій, обсяг запозичень та рівень дивідендних виплат. Запропонувавши модель стійкого зростання обсягів реалізації та здійснивши її емпіричну апробацію, він довів залежність фінансових, дивідендних та інвестиційних рішень, пояснивши, що коефіцієнт стійкого зростання – це функція від прибутковості реалізації, коефіцієнта фінансової автономії, оборотності активів та коефіцієнта капіталізації чистого прибутку [13] (3):

$$ТП_{\text{чвр}} = \text{ЧР}_{\text{чвр}} \cdot KO_a \cdot KЛ_a \cdot KK_{\text{чп}}, \quad (3)$$

де $ТП_{\text{чвр}}$ – темп приросту чистої виручки, що забезпечує стійке зростання, %; $\text{ЧР}_{\text{чвр}}$ – чиста рентабельність обороту, %; KO_a – коефіцієнт оборотності активів; $KЛ_a$ – коефіцієнт левериджу активів (розраховується як співвідношення активів до власного капіталу); $KK_{\text{чп}}$ – коефіцієнт капіталізації чистого прибутку.

Виходячи з цієї моделі та запланованого темпу приросту чистої виручки, планових параметрів рентабельності активів, їх оборотності та левериджу плановий коефіцієнт капіталізації чистого прибутку оцінюється (4):

$$KK_{\text{чп}} = \frac{ТП_{\text{чвр}}}{\text{ЧР}_a \cdot KO_{\text{чвр}} \cdot KЛ_a}. \quad (4)$$

Таким чином, запланований коефіцієнт дивідендних виплат (K_d) становитиме (5):

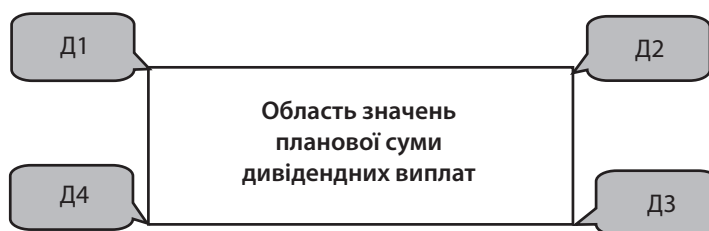
$$K_d = 1 - KK_{\text{чп}}. \quad (5)$$

Використання цієї моделі та визначення з її використанням планового коефіцієнта дивідендних виплат передбачає пошук оптимальної з точки зору підприємства моделі розвитку підприємства шляхом цілеспрямованого впливу на окремі параметри, що визначають допустимі межі зростання. Так, у процесі такого планування здійснюється пошук резервів зростання рентабельності обороту (шляхом оптимізації витрат), коефіцієнта оборотності активів; розглядаються можливості щодо зміни структури фінансування (левериджу активів).

На *четвертому етапі* здійснюється планування обсягу дивідендних виплат виходячи з критерію мінімізації середньозваженої вартості капіталу. Потребу в капіталі підприємство може покривати за рахунок різних джерел і, відповідно, замінювати недостатню суму нерозподіленого прибутку додатковими внесками в статутний капітал (додатковою емісією акцій – для публічної компанії) або борговим фінансуванням, якщо у підприємства прийнятний рівень фінансової стійкості та кредитоспроможності. Важливим обмеженням при цьому виступає вартість капіталу, яка є мірою його мінімально-необхідної прибутковості. Отже, рішення щодо вибору джерел покриття потреби в капіталі, а, відповідно, і обсягів дивідендних

виплат має прийматися виходячи з показника середньозваженої вартості капіталу. Це обумовлено тим, що додаткова емісія акцій пов'язана з додатковими витратами, що збільшує вартість власного капіталу, тоді як залучення позикового капіталу поряд з ефектом податкової економії тягне додаткові витрати моніторингу та банкрутства, що відображається на його вартості. Тому рішення щодо виплати дивідендів передбачає моделювання різних варіантів фінансування (при різних рівнях капіталізації чистого прибутку) та вибір варіанта, що забезпечує мінімізацію показника середньозваженої вартості капіталу (WACC).

На *п'ятому етапі* приймається остаточне рішення щодо планової суми дивідендних виплат. Так, на основі проведених розрахунків підприємство отримує область значень, у межах яких обґрунтовується сума планових дивідендних виплат (рис. 1).



де D1 (D2; D3; D4) – планова сума бажаних дивідендних виплат відповідно до потреб власників, що віддають перевагу поточним доходам, що забезпечує фінансову рівновагу; підтримує стійкий темп зростання; мінімізує середньозважену вартість капіталу відповідно

Рис. 1. Область вибору планового обсягу дивідендних виплат підприємства

Вибір планового цільового обсягу дивідендних виплат у межах розрахованих значень D1–D4 обумовлюється низкою факторів, основними з яких, на наш погляд є:

1. Фінансовий менталітет власників, їх переважна схильність до поточних доходів чи орієнтація на приріст ринкової вартості підприємства.
2. Кон'юнктура фінансового ринку: зростання дивідендних виплат підприємствами-аналогами спонукає нарощувати дивіденди задля забезпечення інвестиційної привабливості акцій на ринку.
3. Інвестиційна програма підприємства: розроблена інвестиційна програма з ефективними інвестиційними проектами сприяє зменшенню обсягу дивідендних виплат за інших рівних умов.
4. Рівень фінансової стійкості, гнучкості та кредитоспроможності підприємства. Ці фінансові характеристики обумовлюють здатність підприємства залучати боргове фінансування, яке може використовуватись для фінансування інвестиційних проектів при збереженні обсягу дивідендних виплат.
5. Схильність власників і топ-менеджерів підприємства до ризику, що впливає на підходи до формування структури капіталу та, відповідно, знаходить відображення у дивідендній політиці підприємства.

Пошук цільового значення планових дивідендів здійснюється шляхом імітаційного моделювання, яке передбачає зміну основних параметрів інвестиційної, операційної та фінансової діяльності та дозволяє ідентифікувати той обсяг дивідендних виплат, який найбільшою мірою відповідає встановленим параметрам і стратегії розвитку підприємства.

ВИСНОВКИ

Дивідендна політика є важливим фактором динаміки економічного розвитку підприємства та його ринкової вартості. Хоча цей вплив є опосередкованим і проявляється через взаємозв'язок дивідендної політики з рішеннями щодо інвестування та фінансування. Зважаючи на цей складний взаємозв'язок, «нелінійність» залежності ринкової вартості від обсягів сплачуваних дивідендів, відмінності у фінансових

інтересах різних власників щодо дивідендів, обґрунтування їх планового обсягу є складним оптимізаційним завданням. Таким чином, планування дивідендів повинне здійснюватися на багатокритеріальній основі, що зводиться до обґрунтування їх обсягів за критеріями: максимізації задоволення фінансових інтересів власників, що віддають перевагу поточним доходам; забезпечення стійкого зростання; збереження фінансової рівноваги; мінімізації середньозваженої вартості капіталу та пошуку цільового значення дивідендів шляхом імітаційного моделювання у визначених межах. Це дозволить сформулювати виважений підхід до формування дивідендної політики підприємства відповідно до його стратегії розвитку. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Показники діяльності суб'єктів господарювання. URL: <http://ukrstat.gov.ua>
2. Реун А. До чого готуватись бізнесу у зв'язку із запровадженням плану BEPS. URL: <https://evris.law/uk/stattja-dochogo-gotuvatisja-biznesu-u-zvjazku-iz-zaprovadzhennjam-planu-beps/>
3. Brennan M. J. Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*. 1970. Vol. 23. P. 417–427.

- 4. Gordon M. J.** Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*. 1963. Vol. 18. No. 2. P. 264–272.
- 5. Myers S. C.** Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*. 1984. Vol. 39. No. 3. P. 575–592.
- 6. Великий Ю. М., Велика О. Ю.** Особливості дивідендної політики українських корпорацій. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. № 17. С. 219–223. URL: <http://global-national.in.ua/archive/17-2017/49.pdf>
- 7. Меренкова Л. О.** Типи дивідендної політики підприємства та їх особливості. *Ефективна економіка*. 2016. № 12. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5328>
- 8. Бабіченко В. В.** Дивідендна політика корпорацій: виклики сучасного етапу. *Ефективна економіка*. 2014. № 8. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3227>
- 9. Деревінська Н. В., Іщенко Н. А.** Дивідендна політика підприємства та оцінка її ефективності. *Наукові записки*. 2016. № 20. С. 48–52.
- 10. Lintner J.** Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*. 1956. Vol. 46. P. 97–113.
- 11. Ченг Ли Ф., Финнерти Дж. И.** Финансы корпораций: теория, методы и практика / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2000. 686 с.
- 12. Бернстайн Л. А.** Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация / пер. с англ. М. : Финансы и статистика, 1996. 624 с.
- 13. Хиггинс Р. С.** Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений / пер. с англ. М. : ООО «И.Д. Вильямс», 2007. 464 с.

REFERENCES

- Babichenko, V. V. "Dyvidendna polityka korporatsii: vyklyky suchasnoho etapu" [Dividends Policy of Corporations: Challenges of Modern Stage]. *Efektivna ekonomika*. 2014. <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3227>
- Bernstayn, L. A. *Analiz finansovoy otchetnosti: teoriya, praktika i interpretatsiya* [Analysis of Financial Statements: Theo-

ry, Practice and Interpretation]. Moscow: Finansy i statistika, 1996.

Brennan, M. J. "Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy". *National Tax Journal*, vol. 23 (1970): 417-427.

Cheng, Li F., and Finnerti, Dzh. I. *Finansy korporatsiy: teoriya, metody i praktika* [Corporate Finance: Theory, Methods, and Practice]. Moscow: INFRA-M, 2000.

Derevinska, N. V., and Ishchenko, N. A. "Dyvidendna polityka pidpriemstva ta otsinka yii efektyvnosti" [Dividend Policy of an Enterprise and Evaluation of its Effectiveness]. *Naukovi zapysky*, no. 20 (2016): 48-52.

Gordon, M. J. "Optimal Investment and Financing Policy". *The Journal of Finance*, vol. 18, no. 2 (1963): 264-272.

Khiggins, R. S. *Finansovyy analiz: instrumenty dlya prinyatiya biznes-resheniy* [Financial Analysis: Tools for Making Business Decisions]. Moscow: ООО «ID Vilyams», 2007.

Lintner, J. "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes". *The American Economic Review*, vol. 46 (1956): 97-113.

Merenkova, L. O. "Typy dyvidendnoi polityky pidpriemstva ta yikh osoblyvosti" [Types Dividend Policy of the Company and their Features]. *Efektivna ekonomika*. 2016. <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5328>

Myers, S. C. "Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*, vol. 39, no. 3 (1984): 575-592.

"Pokaznyky diialnosti subiektiv hospodariuvannia" [Performance Indicators of Economic Entities]. <http://ukrstat.gov.ua>

Reun, A. "Do choho hotuvatys biznesu u zviazku iz zaprovadzhenniam planu BEPS" [What Business to Prepare for When Implementing a BEPS Plan]. <https://evris.law/uk/stattjaddo-chogo-gotuvatisja-biznesu-u-zvjazku-iz-zaprovadzhenjam-planu-beps/>

Velykyi, Yu. M., and Velyka, O. Yu. "Osoblyvosti dyvidendnoi polityky ukrainskykh korporatsii" [Peculiarities of the Dividend Policy of Ukrainian Corporations]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky*. 2017. <http://global-national.in.ua/archive/17-2017/49.pdf>