

ФІНАНСИ ГАЛУЗІ ТА ПІДПРИЄМСТВА



УДК 336.64

Штефан Н.М.

ВПЛИВ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ НА ВИБІР ВАРІАНТІВ ТА ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВА В СУЧАСНИХ УМОВАХ ОПОДАТКУВАННЯ

Визначено вплив дивідендної політики підприємства та системи оподаткування на вибір варіанту розвитку підприємства. The influence of the dividend policy of an enterprise and the system of taxation on the choice of the variant of its development has been determined.

Поточна діяльність підприємства супроводжується не тільки оцінкою кінцевих результатів його роботи, а й пошуком джерел фінансування цієї діяльності. Зміна структури джерел фінансування підприємства залежить від дивідендної політики підприємства і впливає на загальну вартість та вартість капіталу підприємства (через вартість акцій). Існує два підходи щодо дивідендної політики підприємства: традиційний і залишковий [1].

Сутність залишкового підходу, засновниками якого були Модільяні та Міллер, є те, що виплати дивідендів здійснюються лише після того, як проаналізовані всі можливі до впровадження інвестиційні проекти. Знаменитий парадокс Модільяні-Міллера доводить, що сукупний добробут акціонерів залежить не від величини сплачених дивідендів, а від ефективності роботи підприємства.

Традиційний підхід в теорії дивідендної політики, засновником якого був Гордон, за допомогою математичних формул доводить, що добробут акціонерів знаходиться в прямому зв'язку із виплаченими дивідендами.

Тому для подальшого розвитку підприємства треба не тільки розробляти і впроваджувати нові інвестиційні та фінансові рішення, а й вибирати раціональне джерело фінансування цього рішення на основі обраного підходу щодо дивідендної політики підприємства, де критерієм вибору найчастіше є прибуток на акцію.

Тому, крім абсолютної суми витрат на залучення того чи іншого джерела фінансування при визначенні їх оптимальної структури, необхідно використовувати зазначений чинник (кінцевий результат). Але в існуючих літературних джерелах ефективність варіантів фінансування розраховується виходячи з прибутку до впровадження фінансових та інвестиційних рішень [2].

Припустімо, підприємство вирішило розширити свою діяльність і для цього йому потрібні додаткові фінансові ресурси ($\Phi P_{\text{доп}}$) в обсязі 1 млн. грн. Даному підприємству доступні три можливі варіанти додаткового фінансування: довгострокові зобов'язання під 25% річних, додаткова емісія привілейованих акцій з виплатою дивідендів у розмірі 20% та додатковий випуск простих акцій, номінальна вартість кожної (OA) дорівнює 20 гривень. Витрати на додаткову емісію ($ВДЕ$) розраховуємо з урахуванням витрат на випуск однієї акції ($ВДЕ_{\text{ак}}$) в розмірі 0,05 грн. Номінальна вартість однієї привілейованої акції ($ПА$) дорівнює 25 грн., тому їх кількість ($КА_{\text{прив}}$) дорівнює:

ФІНАНСИ ГАЛУЗІ ТА ПІДПРИЄМСТВА

$$KA_{\text{прив}} = \Phi P_{\text{доо}} / PA = 1\,000\,000 \text{ грн.} / 25 \text{ грн.} = 40\,000 \text{ од.}$$

$$ВДЕ_{\text{прив}} = KA_{\text{прив}} \times ВДЕ_{\text{ак}} = 0,05 \text{ грн./од.} \times 40\,000 \text{ од.} = 2\,000 \text{ грн.}$$

Кількість простих акцій (*КА*) дорівнює:

$$KA = \Phi P_{\text{доо}} / OA = 1\,000\,000 \text{ грн.} / 20 \text{ грн.} = 50\,000 \text{ од.}$$

$$ВДЕ_{\text{оа}} = KA \times ВДЕ_{\text{ак}} = 50\,000 \text{ од.} \times 0,05 \text{ грн./од.} = 2\,500 \text{ грн.}$$

Припустімо, що на даний момент підприємство вже використовує кредит у розмірі 0,3 млн. грн. під 26% річних і має прибуток до сплати відсотків за кредит і податку на прибуток (*ЕВІТ*) 1500000 грн. Розрахуємо поріг безлічі для трьох варіантів фінансування, використовуючи формулу [1]:

$$\frac{(EBIT - C1) (1 - \text{ст. опод.})}{K1} = \frac{(EBIT - C2) (1 - \text{ст. опод.})}{K2} \quad (1)$$

$$\frac{(EBIT - C1) (1 - \text{ст. опод.})}{K1} = \frac{(EBIT - C3) (1 - \text{ст. опод.})}{K3} \quad (2)$$

де *C1*, *C2*, *C3* – або щорічні процентні виплати боргу, або дивідендні виплати по привілейованих акціях з урахуванням витрат на додаткову емісію акцій.

Таблиця 1

Необхідні постійні виплати за різним варіантами фінансування.

Чинники	Боргові зобов'язання	Привілейовані акції	Прості акції
Відсотки за існуючими зобов'язаннями	78	78	78
Витрати на додаткову емісію ЦП	–	2	2,5
Відсотки за новими зобов'язаннями	250	–	–
Дивіденди по привілейованих акціях	–	200 / (1–0,3)	–
Разом	328	365,7	80,5

Знайдемо поріг байдужості для варіантів фінансування за рахунок боргових зобов'язань або за рахунок емісії простих акцій:

$$\frac{(EBIT - 328) \times 0,7}{400} = \frac{(EBIT - 80,5) \times 0,7}{450}$$

$$EBIT = 2308 \text{ грн.}$$

Знайдемо поріг байдужості для варіантів фінансування за рахунок додаткової емісії привілейованих акцій або за рахунок емісії простих акцій:

$$\frac{(EBIT - 74 - 200 / 0,7) \times 0,7}{400} = \frac{(EBIT - 80,5) \times 0,7}{450}$$

$$EBIT = 2594 \text{ грн.}$$

BRANCH AND CORPORATE FINANCES

Крім отриманих даних, розрахуємо прибуток на акцію, взявши спочатку за основу прибуток до впровадження фінансового або інвестиційного рішення (табл. 2, кол. 1), а потім – прибуток після впровадження інвестиційного або фінансового рішення, який з урахуванням визначення ефективності інвестиційного проекту визначаємо на рівні 3,5 млн. грн. (табл. 2, колон. 2).

Таблиця 2

Розрахунок прибутку на акцію при різних варіантах фінансування

Чинники	Прибуток до впровадження проекту			Прибуток після впровадження проекту		
	Боргові зобов'язання	Привілейовані акції	Прості акції	Боргові зобов'язання	Привілейовані акції	Прості акції
Валовий прибуток, грн.	1500	1500	1500	3500	3500	3500
Відсотки за існуючими зобов'язаннями, грн.	78	780	78	78	78	78
Відсотки за новими зобов'язаннями, грн.	250	–	–	250	–	–
Прибуток до оподаткування, грн.	1172	1422	1422	3172	3422	3422
Податки, грн.	351.6	426.6	426.6	951.6	1026.6	1026.6
Чистий прибуток, грн.	820.4	995.4	995.4	2220.4	2395.4	2395.4
Дивіденди по привілейованих акціях, грн.	–	200	–	–	200	–
Чистий прибуток, який залишається власникам простих акцій, грн.	820.4	795.4	995.4	2220.4	2195.4	2395.4
Кількість акцій, тис. штук	400	400	450	400	400	450
Чистий прибуток на акцію, грн.	2.051	1.9885	2.12	5.551	5.4885	5.3231

Складемо графік беззбитковості трьох варіантів фінансування, де перший ряд визначає прибуток на акцію при додатковому фінансуванні за рахунок випуску простих акцій; другий – за рахунок додаткової емісії привілейованих акцій; третій – за рахунок боргових зобов'язань (рис. 1).

Як виходить з даних табл. 2 і рис. 1, при розрахунках ефективності варіанта фінансування інвестиційного рішення на основі використання прибутку до оподаткування до впровадження проекту, найбільший прибуток на акцію може бути досягнутий, якщо кошти залучають шляхом додаткової емісії простих акцій (2,12 грн. на одну акцію), а при виборі прибутку до оподаткування після впровадження проекту максимальний прибуток

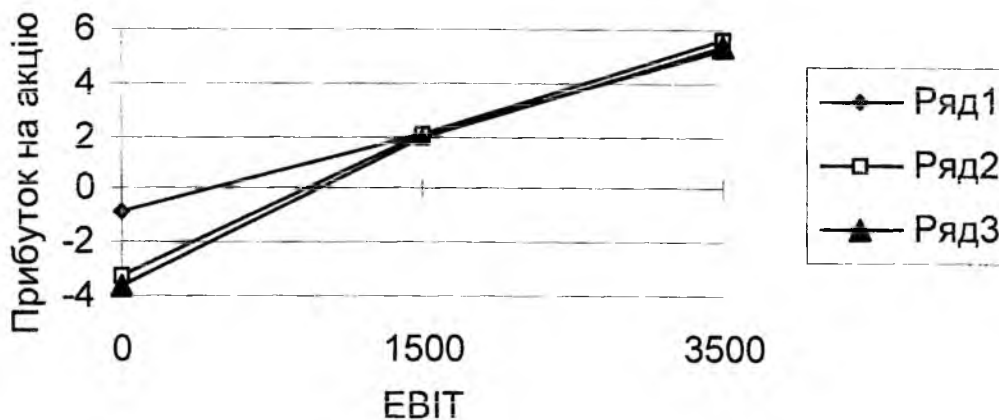


Рис. 1. Графік беззбитковості варіантів фінансування

на акцію забезпечують кредитні ресурси або інші аналогічні боргові зобов'язання (5,551 грн. на одну акцію).

Так, можна визначити, що раціональна структура фінансування подальшого розвитку підприємства змінюється при різних підходах щодо врахування ефективності впровадження інвестиційних проектів. Очевидно, що вибір джерел додаткових фінансових ресурсів необхідно розглядати не тільки з точки зору їх абсолютної величини і вартості, а й з точки зору очікуваних результатів від їх впровадження. Таким чином, ефективність інвестиційних та фінансових рішень впливає на раціональну структуру джерел фінансування. Крім того, у зв'язку з тим, що в розрахунках враховується вартість використаних фінансових ресурсів (відсотки за використання позикових коштів, які сплачуються в кінці року), більш коректним, на наш погляд, буде розрахунок прибутку на акцію, коли в розрахунках приймає участь прибуток до оподаткування, отриманий після впровадження інвестиційних та фінансових рішень.

Прибуток на акцію також може змінюватись у зв'язку з тим, що в Україні, згідно із чинним законодавством існує традиційна та спрощена (по єдиному податку в розмірі 10% від обороту від реалізації і по єдиному податку в розмірі 6% від обороту від реалізації із сплатою податку на додану вартість) системи оподаткування [3].

Якщо виручка від реалізації продукції не перевищує 500 000 грн., даний вид бізнесу може здійснюватись в рамках приватного підприємництва і оподатковуватись за єдиним податком за ставкою 20 – 200 гривень на приватного підприємця і 0,5 ставки єдиного податку на кожного найманого робітника; загальна чисельність на одного приватного підприємця не повинна перевищувати 10 чоловік. При цьому прибуток на власний капітал при виборі раціонального джерела фінансування буде найвищий. Але цей варіант в нашій роботі не розглядається, тому, що в цьому випадку існує обмеження щодо обороту від реалізації продукції (не більш 0,5 млн. грн.). Якщо підприємство планує у перспективі розвиватися, воно реінвестує більшу частину свого прибутку в активи, що призведе до зростання обороту від реалізації продукції та переходу його в стан "великих" підприємств, діяльність яких і аналізується у даному випадку.

Також необхідно відзначити, що робота за єдиним податком у розмірі 10% від обороту від реалізації не завжди прийнятна, по-перше, якщо постачальники та споживачі продукції підприємства працюють за традиційною системою оподаткування, для яких важливою складовою фінансово-господарської діяльності є сплата податку на додану вартість. І, по-друге, якщо підприємство завозить імпорتنу продукцію або комплектуючі, то у нього виникає імпорتنий податок на додану вартість, який при традиційній системі оподаткування

взаємопогашається податком на додану вартість, що виникає при реалізації продукції на українському ринку. Тому для вибору раціонального варіанта оподаткування підприємства треба співставити суми податків, які треба платити підприємству при різних системах оподаткування.

Якщо дещо узагальнити, можна стверджувати, що при традиційній системі оподаткування сплачується податок на додану вартість (ПДВ), податок на прибуток (ПП), місцеві податки (податок на землю та ін.), які назвемо у нашому дослідженні іншими податками (ІП);

При єдиному податку всі податки змінюються єдиним податком, який дорівнює 10% від виторгу від реалізації продукції. Але, якщо підприємство здійснює зовнішньоекономічну діяльність, треба сплачувати ще й імпорتنний податок на додану вартість. Тому, якщо треба вибирати між цими двома системами оподаткування, треба вирішити, яка сума податків більша: сума імпортного ПДВ та сума 10-відсоткового єдиного податку або сума ПДВ, ПП та ІП.

Якщо треба порівняти традиційну систему оподаткування та спрощену за 6-відсотковим єдиним податком, необхідно вирішити, яка сума податків більша: сума 6-відсоткового єдиного податку або сума ПДВ, ПП та ІП.

Якщо треба порівняти два варіанти спрощеної системи оподаткування, необхідно вирішити, яка сума податків більша: сума 6-відсоткового єдиного податку або сума 10-відсоткового єдиного податку та ПДВ.

Вибір здійснюється на користь такої системи оподаткування, яка зменшує сплату податків, залишаючи кошти для власного розвитку підприємства. При цьому треба враховувати законодавчі обмеження щодо спрощеної системи оподаткування (обсяг реалізації та чисельність робітників).

Таким чином, можна зробити висновки, що для вибору оптимального подальшого розвитку підприємства необхідно:

- здійснити пошук раціональних джерел фінансування, при цьому основним критерієм вибору є прибуток на акцію;
- в розрахунках прибутку на акцію при виборі оптимального джерела фінансування за основу брати прибуток, отриманий з урахуванням результатів впровадження інвестиційних та фінансових рішень, на які й були потрібні додаткові фінансові ресурси;
- в сучасних умовах оподаткування в Україні при виборі оптимальних джерел фінансування інвестиційних та фінансових рішень враховувати раціональну для даного підприємства систему оподаткування з урахуванням усіх законодавчих обмежень, а також можливості в майбутньому співпраці з іноземними партнерами, оскільки налагодження зовнішньоекономічної діяльності підприємства потребує врахування додаткових факторів.

Література

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп – Бизнес”, 1997.
2. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1997.
3. Указ Президента України від 28.06.99 р. №746/99 «Про внесення змін в Указ Президента України від 3 липня 1998 року №727 “Про спрощену систему оподаткування, обліку та звітності суб’єктів малого підприємництва”».

*Рекомендовано до публікації
д.е.н., проф. Галушко О.С. 14.01.03*

*Надійшла до редакції
19.12.02*