

Міністерство освіти і науки України

Національний університет “Києво-Могилянська академія”

Факультет економічних наук

Кафедра фінансів

Кваліфікаційна робота

освітній ступінь - бакалавр

на тему: **“АНАЛІЗ ВПЛИВУ МІСЦЯ БІРЖОВИХ ТОРГІВ НА РОЗМІР
ВИПЛАЧЕНИХ КОМПАНІЄЮ ДИВІДЕНДІВ”**

Спеціальності:

072 Фінанси, банківська справа та страхування

Воробей Вікторія Юріївна

Керівник: Семко Р.Б.

кандидат економічних наук, доцент

Рецензент: Близнюк В.В.

Кваліфікаційна робота захищена

з оцінкою « _____ »

Секретар ЕК _____ Донкоглова Н.А.

« ____ » _____ 2021 р.

Київ 2021

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1 ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОМПАНІЙ	5
1.1 Роль та визначення дивідендів у діяльності компаній	5
1.2 Аналіз дивідендної політики компаній: причини по яким компанії не платять дивіденди	7
1.3 Стан фондового ринку України	11
1.4 Огляд найбільших фондових бірж світу, суть фондових індексів	18
РОЗДІЛ 2 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ОПИС МОДЕЛІ ТА АНАЛІЗ ДАНИХ	23
2.1 Фактори, які впливають на розмір виплачених дивідендів: огляд літератури	23
2.2 Опис моделі Tobit та переваги над класичною лінійною регресією	30
2.3 Аналіз даних	33
РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА РЕГРЕСІЙНОЇ МОДЕЛІ ТА ОПИС РЕЗУЛЬТАТІВ	40
3.1 Оцінка моделі Tobit	40
3.2 Перевірка гіпотези та аналіз факторів, що впливають на виплату дивідендів	45
3.3 Застосування результатів моделі для інвестування та процедури лістингу на українських біржах	46
ВИСНОВКИ	49
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	51

ВСТУП

Актуальність теми – з кожним роком все більше й більше людей розглядають фондовий ринок як об'єкт для інвестицій. Ця тенденція посилилась в останні роки, коли індивідуальні інвестори отримали доступ до ринків за допомогою нових фінансових застосунків, мобільних додатків. Інвестори отримують дохід, який може бути їх основним заробітком або ж заощадженнями на майбутнє. Особливої актуальності фондовий ринок набуде, коли Україна перейде на накопичувальну пенсійну систему. Для інвестора важливим є розуміння того, чи виплачує компанія дивіденди, адже вони розраховують використати дивіденди для накопичення капіталу або ж для поточного споживання. Саме тому запропонована робота є актуальною, адже вона допомагає краще ідентифікувати компанії, які з більшою ймовірністю виплачуватимуть дивіденди регулярно.

Мета і задачі дослідження – мета цього дослідження полягає у тому, що за допомогою економетричної моделі Tobit спробуємо дізнатися, чи місце біржових торгів фірми впливає на розмір виплачених нею дивідендів. Чи платять українські компанії, які торгують акціями закордоном дивіденди, чи навіть більші суми дивідендів, аніж компанії, які торгують акціями на українських фондових біржах.

Об'єкт дослідження – виплата дивідендів компаніями, які котируються на українських та закордонних фондових біржах.

Предмет дослідження – чи впливає місце біржових торгів на розмір виплачених компанією дивідендів або ж чи є цей вплив достатнім аби можна було його враховувати при проведенні різного роду досліджень, прийнятті рішень тощо.

Методи дослідження – для дослідження був використаний метод побудови регресії за допомогою економетричної моделі Tobit. У даній моделі за залежну змінну був взятий показник дивідендної дохідності компаній (Dividend Yield), а незалежними показниками, окрім місця торгів компанії (Location of trade), є ринкова капіталізація (Market Capitalization), прибуток на акцію (Earnings per

Share), відношення позикового капіталу до власного (Debt-Equity Ratio), ринкова ціна до балансової вартості (Market Price to Book Value Ratio).

Інформаційна база дослідження – у роботі була використана інформація, що міститься у законодавчих та нормативно-правових актах України, статистичні та аналітичні матеріали Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, наукові статті вітчизняних та зарубіжних діячів з питань виплати компаніями дивідендів, сайти українських та закордонних фондових бірж, електронні книжкові видання, інформаційні ресурси та інвестиційні платформи, звичайні ресурси Інтернет.

Практичне значення одержаних результатів – на основі отриманих результатів можна буде оцінювати такий фактор, як місце торгів при прийнятті рішення інвестувати в компанію чи ні, якщо на меті буде отримання дивідендів. Дивідендна політика компанії може служити мірилом корпоративної культури, демонструвати стратегію розвитку компанії, бути чинником формування певного іміджу, а також свідчити про фінансовий стан деякої компанії, як компанія вирішила розпорядитися прибутком та які цілі перед собою ставить. Які джерела формування власних фінансових ресурсів має компанія, як дивідендна політика впливає на привабливість компанії з інвестиційної сторони, на поточний курс акцій та на загальну вартість деякого бізнесу, яким займається компанія. Таким чином, якщо національна компанія, яка торгує акціями на українській фондовій біржі виплачує, якщо виплачує, менші дивіденди, ніж національна компанія, яка торгує акціями на закордонній фондовій біржі, то є сенс інвестувати в другу компанію. І на це буде низка причин, і корпоративна свідомість компанії, регулярна опублікована фінансова звітність, бажання догодити наявним акціонерам та залучити нових, відповідальність перед всіма акціонерами компанії, позитивні фінансові показники та, як наслідок, надійність компанії.

Ключові слова: дивіденди, фондовий ринок, дивідендна дохідність, місце торгів, інвестиції, модель Tobit.

РОЗДІЛ 1

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОМПАНІЙ

1.1 Роль та визначення дивідендів у діяльності компаній

Важливим показником фінансового добробуту компанії вважається виплата компанією дивідендів своїм інвесторам. Інвестори зацікавлені в тому, чи виплата дивідендів є досить високою та регулярною. Найбільш стабільні компанії постійно виплачують дивіденди і таким чином залучають інвесторів, що створює попит на їх акції. Це немовбито замкнуте коло успіху компанії: дивіденди виплачуються, інвестори приходять і ціна акцій зростає, що призводить до збільшення прибутків цієї фірми і так далі.

Згідно з Податковим кодексом України «дивіденди – платіж, що здійснюється юридичною особою, в тому числі емітентом корпоративних прав, інвестиційних сертифікатів чи інших цінних паперів, на користь власника таких корпоративних прав, інвестиційних сертифікатів та інших цінних паперів, що засвідчують право власності інвестора на частку (пай) у майні (активах) емітента, у зв'язку з розподілом частини його прибутку, розрахованого за правилами бухгалтерського обліку.» [1].

Якщо звернутися до Закону України «Про акціонерні товариства», то отримаємо наступне визначення дивіденду – «...частина чистого прибутку акціонерного товариства, що виплачується акціонеру з розрахунку на одну належну йому акцію певного типу та/або класу. За акціями одного типу та класу нараховується однаковий розмір дивідендів.» [2].

Тобто, якщо поєднати всі визначення дивідендів, які наведені вище, можна коротко сказати, що дивіденди – це та частина чистого прибутку компанії, яка залишається після сплати всіх податків та відсотків і розподіляється між акціонерами даної компанії в залежності від того, на яку частку вони можуть претендувати.

В Україні практика виплати дивідендів не така поширена як закордоном. Варто зазначити, що відповідно до Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю» до однієї з компетенцій загальних зборів учасників належить розподіл чистого прибутку товариства та прийняття рішення про виплату дивідендів [3].

Тому, якщо загальні збори учасників приймуть рішення не виплачувати дивіденди, то чистий прибуток товариства буде спрямовано на інші цілі, найчастіше це може бути створення резервного капіталу. Щодо акціонерних товариств, то згідно з Законом України «Про акціонерні товариства» у разі відсутності чи недостатності чистого прибутку або ж нерозподіленого прибутку дивіденди за привілейованими акціями повинні бути виплачені за рахунок резервного капіталу або спеціального фонду даного акціонерного товариства. Розмір дивідендів за привілейованими акціями прописаний у статуті акціонерного товариства [2].

Відповідно до Господарського кодексу України, виплата дивідендів приватними підприємствами не визначена. Це означає, що підприємства можуть розпоряджатися чистим прибутком на власний розсуд [4].

Отже, виплати за простими акціями акціонерного товариства та виплата дивідендів учасникам інших господарських товариств законодавством не визначено. У разі відсутності у підприємства бухгалтерського прибутку, виплата дивідендів не здійснюється, але це не стосується власників привілейованих акцій, як вже згадувалось раніше.

Також слід звернути увагу на деякі особливості виплати дивідендів. Відповідно до Закону України «Про управління об'єктами державної власності» господарська організація, у статутному капіталі якої є корпоративні права держави, за підсумками календарного року зобов'язана спрямувати частину чистого прибутку на виплату дивідендів згідно з порядком, затвердженим Кабінетом Міністрів України [5].

На додачу, виплачувати дивіденди не можуть підприємства, які отримали статус неприбуткових, а також ті, які є платниками податку на прибуток за ставкою 0% [6].

1.2 Аналіз дивідендної політики компаній: причини по яким компанії не платять дивіденди

Деякі компанії не платять дивіденди з певних причин, описаних нижче, але при цьому являються досить успішними, мають достатньо прибутку та готівки, а також мають хорошу репутацію серед інвесторів та акціонерів. Серед таких компаній Facebook, Google, Amazon, Berkshire Hathaway. Платити чи не платити дивіденди вирішує сама компанія, не існує закону, який би говорив, що компанія повинна виплачувати дивіденди своїм акціонерам, тому деякі компанії цього не роблять. Існує декілька можливих варіантів, куди компанії можуть залучити свій прибуток. По-перше, реінвестування прибутку назад у свій бізнес. Чимала кількість компаній, які тільки починають зростати займаються реінвестуванням прибутку. Слід зазначити, що саме нові компанії, які тільки розпочали свій розвиток, зазвичай не платять дивіденди, адже вони практично не мають ще прибутку. Та реінвестують не лише молоді компанії, цим продовжують займатися й компанії, які вже давно на ринку і мають позитивні показники. Серед таких компаній можна виділити станом на 2019 рік Amazon та Google. Компанії направляють свій прибуток на покращення діяльності – нові технології, ідеї та послуги. Ситуацію просто пояснити, адже новий винахід з високою ймовірністю принесе компанії дохід, адже ціна на акції зросте у зв'язку зі збільшенням попиту на цю новинку серед покупців і це принесе користь акціонерам. По-друге, компанії можуть не виплачувати дивіденди, якщо мають на меті купити іншу компанію або ж частку власності в іншій компанії. Звичайно, такі угоди потребують значної кількості грошей. На останок, ще одна не причина, чому компанії не платять дивіденди має негативний характер у порівнянні з двома попередніми, це фінансові проблеми компанії. Якщо компанія зіткнулася з труднощами, існує загроза банкрутства, то вона краще направить свої кошти на

погашення боргів та на вирішення питань аби знову продукувати значний прибуток для виплати дивідендів, це принесе більше користі акціонерам. Намагання їх втримати і в ситуації фінансових проблем компанії продовжувати виплачувати дивіденди аби утримати акціонерів відобразиться на компанії негативно, тому вона або їх скорочує, або ж зовсім перестає виплачувати [7].

В Україні існує проблема, яка стосується маніпулювання фінансовою звітністю. Компаній вдаються до таких дій аби зменшити податкове навантаження. Такі дії є одним з найпоширеніших механізмів оптимізації та мінімізації податків. Навіщо ж це роблять? Річ у тім, що розподілений прибуток компанії у формі дивідендів підлягає оподаткуванню податком на прибуток. Для різних видів акціонерів, цей податок різний, проте суть одна. Саме тому компанії намагаються уникати сплати чималої суми у вигляді податку з їхнього прибутку різними шляхами, в тому числі і маніпуляцією з фінансовою звітністю [8].

Слід виокремити інформацію про ставку податку при нарахуванні дивідендів:

- 1) 5% сплачується з доходів, які були отримані у вигляді дивідендів по акціях та корпоративних правах, нарахованих резидентами – платниками податку на прибуток підприємств (не стосується інститутів спільного інвестування);
- 2) 9% сплачується з доходів, які були отримані у вигляді дивідендів по акціях або ж інвестиційних сертифікатах, корпоративних правах, нарахованих нерезидентами чи інститутами спільного інвестування, чи суб'єктами господарювання, які не являються платниками податку на прибуток;
- 3) 18% сплачується з доходів, які були отримані у вигляді дивідендів за акціями, корпоративними правами, що являються привілейованими або мають інший статус за яким виплачується фіксований розмір дивіденду або сума, що перевищує суму виплат, розраховану на будь-яку іншу акцію, випущену таким платником податку [9].

Виплачувати чи не виплачувати дивіденди акціонерам – це особисте рішення кожної компанії. Хтось обирає залучення акціонерів шляхом виплати дивідендів, а хтось вкладає гроші назад в компанію і акціонери їм довіряють, тому і залишаються. Яскравим прикладом такої ситуації є компанія Amazon, Джефф Безос віддає перевагу реінвестуванню прибутку і інвестори йому довіряють, адже покладаються на його досвід [7].

Варто зазначити, що досі у фінансовій літературі та економіці існує інтригуюча проблема щодо дивідендної політики компаній. Причини бажання фірм розподілити свій прибуток як дивіденди або ж вимоги акціонерів отримати дивіденди, причини по яким інвестиційні консультанти рекомендують купувати акції компаній, які регулярно виплачують дивіденди досі не роз'яснені. Дана проблема була висвітлена Фішером Блеком у роботі «Dividend puzzle». Автор припускає, що причини можуть бути як очевидними так і ні. Дивіденди можуть відображати вигоду для інвестора, який ризикує, вкладаючи в компанію. Можливо, компанії виплачують дивіденди аби нагородити акціонерів та залучити нових купувати акції за вже вищою ціною. Можливо, інвестори приділяють таку увагу дивідендам, бо саме за допомогою дивідендів, вони можуть отримати прибуток від їх інвестицій або можливість продати їхні акції за більшою ціною у майбутньому.

Також, причини можуть бути зовсім не очевидними як, наприклад, компанії, які вирішили не виплачувати дивіденди демонструють впевненість, що існує привабливіша інвестиційна можливість, яка може бути втрачена у випадку виплати дивідендів. Тобто, здійснивши дану інвестицію, компанія збільшить вартість своїх акцій більше, ніж на суму втрачених дивідендів, а від цього акціонери опиняться у більшому виграші. Наприкінці капітал зросте більше (тобто, збільшиться ціна або вартість активів), ніж дивіденди, які вони нібито втратили, ціна на акції, які тримають інвестори зросте, а податок буде стягнуто менший за капітал, аніж за дивіденди [10], [11].

Чому компанії можуть не виплачувати дивіденди ми виокремили вище, наразі треба зрозуміти, які фактори можуть впливати на дивідендну політику компанії, Серед важливих факторів можна виокремити інвестиційні можливості

компанії, можливості формування капіталу з альтернативних джерел, фактори, які пов'язані з об'єктивними причинами та інші фактори, які не відносяться до даних категорій. До інвестиційних можливостей компанії відносять:

- a) стадію життєвого циклу;
- b) необхідність у розширенні інвестиційних програм компанії;
- c) ступінь готовності окремих інвестиційних проєктів з високим рівнем ефективності;
- d) можливість впливу на інтенсивність інвестиційного процесу.

До можливостей формування капіталу з альтернативних джерел відносять наступні:

- a) достатність резервів власних фінансових ресурсів;
- b) доступність залучення коштів на фінансовому ринку;
- c) складність отримання позикових коштів через низький рівень платоспроможності.

До факторів, які пов'язані з об'єктивними причинами відносять:

- a) рівень оподаткування дивідендів;
- b) рівень оподаткування майна підприємства;
- c) наявний ефект фінансового важеля;
- d) фактичний розмір прибутку;
- e) рівень рентабельності власного капіталу.

До інших факторів, які впливають на дивідендну політику компанії відносять:

- a) кон'юнктурний цикл;
- b) дивідендні виплати, які виплачують компанії-конкуренти;
- c) строк виплати платежів по наявним кредитам;
- d) вірогідність втрати контролю над управлінням компанією [12].

1.3 Стан фондового ринку України

Фондовий ринок (stock market) – економічний та фінансовий майданчик, на якому здійснюються операції з цінними паперами (ЦП): купівля, продаж, застава, обмін. Тому друга назва фондового ринку — ринок цінних паперів. Види цінних паперів, з якими можуть здійснювати операції – це акції, облігації, ф'ючерси, опціони, векселі [13].

Фондовий ринок може бути первинним або вторинним. Первинний фондовий ринок – це сукупність правовідносин, що пов'язана з процесом розміщення цінних паперів. На первинному ринку компанії здійснюють публічне розміщення своїх акцій – IPO (Initial Public Offering). Вторинний фондовий ринок – це сукупність правовідносин, що пов'язана з процесом обігу цінних паперів. Тобто на даному ринку угоди виконуються з цінними паперами, які вже були розміщені [14].

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку – це державний орган, який регулює роботу фондового ринку в Україні. НКЦПФР створює умови для належного та ефективного функціонування ринку цінних паперів, забезпечення грошовим капіталом потреб економіки країни шляхом створення механізму акумулювання, розподілу та перерозподілу фондів коштів від особи, яка володіє вільними інвестиційними ресурсами до особи, якій необхідні такі ресурси для розвитку, створення умов для становлення потужних внутрішніх інвесторів та забезпечення захисту прав інвесторів [15].

Суб'єктами фондового ринку є фізичні та юридичні особи, які здійснюють операції з купівлі-продажу цінних паперів, обслуговують їх обіг та розрахунки за відповідними угодами, тобто вступають між собою в певні економічні відносини з приводу обігу цінних паперів. Таким чином суб'єктів можна поділити на наступні основні групи:

- 1) емітенти – економічні суб'єкти, які мають на меті отримати грошові кошти від емісії цінних паперів;
- 2) інвестори, ці суб'єкти ставлять перед собою мету отримати дохід від вкладених коштів і набуття відповідних прав;

3) біржові посередники – це брокери, дилери та брокерські компанії. Вони мають на меті отримати дохід від проведення операцій з цінними паперами;

4) організації, що обслуговують ринок мають на меті отримати дохід від надання платних послуг споживачам, постачальникам і торговцям. Можна виокремити 3 види: організації, що забезпечують укладання угод (фондова біржа, організатори позабіржової торгівлі), організації, що забезпечують виконання угод (реєстратори, депозитарії та розрахунково-клірингові організації) та операційні структури (інформаційні агентства, юридичні фірми і т. д.);

5) органи регулювання та нагляду – це держава та саморегулюванні організації. Вони мають на меті встановити «правила гри», контролювати дотримання цих правил аби фондовий ринок ефективно функціонував, а також щоб захистити його учасників [16].

Фондова біржа — це торговий майданчик, на якому продаються і купуються цінні папери, товари, деривативи й інші фінансові інструменти. Вона має забезпечувати справедливу та впорядковану торгівлю, а також ефективно поширення інформації про ціни на активи, що торгуються. Це може бути фізичне місце зустрічі трейдерів або ж онлайн-майданчик, створений для ведення бізнесу [17].

Фондова біржа є основою для укріплення національної економіки країни. Попри це, біржі являються основним показником економічного стану у всьому світі. Це можна пояснити так, що зростання фінансового ринку загалом прирівнюється до зростання та підвищення рівня життя та зайнятості населення. Варто зазначити, що з появою Інтернету біржі стали набагато мобільнішими і чимала кількість перейшли з фізичних будівель на платформи онлайн [18].

Станом на початок 2021 року в Україні діє п'ять фондових бірж:

1. ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «ФОНДОВА БІРЖА "ПЕРСПЕКТИВА» (станом на 31.03.2021 обсяг торгів 19 433 960 000 грн).

2. ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «ФОНДОВА БІРЖА ПФТС» (станом на 02.04.2021 обсяг торгів 1 458 846 826.31 грн).

3. ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «УКРАЇНСЬКА БІРЖА» (станом на 02.04.2021 обсяг торгів 28 496 160 грн).

4. Приватне акціонерне товариство «Українська міжбанківська валютна біржа» (станом на 06.04.2020 обсяг торгів 4 589 040 грн).

5. Приватне акціонерне товариство «Українська фондова біржа» (станом на 27.06.2017 обсяг торгів 351 714 грн) [19].

Фондовий ринок в Україні явище непопулярне, у зв'язку з низкою факторів: низький фінансовий розвиток країни, недостатність інвестиційних ресурсів як на фондовому ринку, так і в національній економіці, низька якість корпоративного управління, яка включає культуру управління, методи роботи керівників компаній, проблеми з доступом до інформації і т. д. [20].

Фондовий ринок дуже важливий інструмент для залучення інвестицій. Саме тому країни з розвиненими та сильними економіками мають досить розвинуті фондові ринки. Компанії, які підтримують сталий розвиток, у певний момент часу шукають інвестиції для підтримки подальшого розвитку. Існує декілька варіантів, де взяти такі інвестиції, можна або взяти кредит в банку, або ж вкласти в компанію власні кошти. Вигідніше було б залучити капітал на фондовому ринку, тобто другий варіант, адже банківські кредити в Україні, зазвичай, надаються під високі проценти на короткостроковий період.

Основна функція фондового ринку полягає у регулюванні обігу цінних паперів за допомогою купівлі та продажу, а також у визначенні справедливої ринкової вартості активу, тобто вартості акцій компанії [21].

Для того аби фондовий ринок в Україні почав функціонувати успішно потрібно залучати капітал. Наразі інвестиції в українські компанії це дуже ризикована справа. Деякі українські компанії мають дуже низьку капіталізацію, яка менша їхнього прибутку за рік, якщо цим компаніям не вдасться витримати часи спаду, у майбутньому їхні акції можуть нічого не коштувати.

Існує ще одна проблема в українських компаній – це малі обсяги фрі-флоут. Тобто, інвестор за бажанням не зможе купити акцій на чималу суму, наприклад 1 мільйон гривень, такого обсягу може просто не виявитись. Тому, якщо інвестор матиме на меті купити таку кількість акцій, щоб мати значний вплив на компанію, йому доведеться за допомогою брокерів шукати потенційних продавців.

Якщо говорити про проблему, описану вище, можна сформулювати ще один недолік фондового ринку в Україні – це висока волатильність акцій. Під волатильністю мається на увазі ступінь мінливості ціни акцій за певний проміжок часу, що впливає на потенційну прибутковість інвестицій та визначає рівень інвестиційного ризику. Це означає, що будь-яка, навіть невелика, угода може кардинально змінити динаміку цін.

Ще одна важлива проблема фондового ринку України – це незахищеність міноритарних акціонерів. Дані акціонери володіють малим пакетом акцій і не можуть брати участь в прийнятті рішень щодо управління компанією, зокрема щодо виплати дивідендів. В Україні часто мажоритарні акціонери (або ті, хто контролює компанію, як у випадку з «Укрнафтою») виводять прибуток через сірі схеми замість того, щоб виплачувати дивіденди всім власникам включаючи міноритаріїв. Таким чином вони не діляться прибутком з міноритаріями й присвоюють незаконно результати фінансової діяльності підприємства. Причина цьому – поганий розвиток інституцій, фондового ринку та законодавства. У запропонованому дослідженні тестується зв'язок між виплатою дивідендів та місцем торгів, що фактично тестує також певною мірою наявність проблем у законодавстві та на фондовому ринку і їх негативний вплив на дивідендну політику. На відміну від України, на західних біржах описана проблема вирішена наявністю сильних інституцій. Натомість в Україні досі не має чіткого окреслення, як права даних акціонерів повинні бути захищені та хто їх має врегульовувати.

Так на рівні Конституційного Суду України у Рішенні від 01.12.2004 року №18-рп/2004 (справа про охоронюваний законом інтерес) сказано «...що проблема правового захисту індивідуальних інтересів, особливо міноритарних акціонерів, як і виключення можливості зловживання такими інтересами, у сучасному

законодавстві України ефективно не вирішена. В результаті акціонери, які мають незначний пакет акцій, взагалі не можуть впливати на діяльність товариства, їхні голоси фактично не враховуються на загальних зборах під час прийняття рішень, тобто законодавець свідомо допускає абсолютний пріоритет більшості голосуючих акцій, якими володіють кілька або навіть один акціонер, над меншістю голосуючих акцій, що належать переважній більшості учасників товариства - міноритарним акціонерам, і цим самим відбувається повне погашення законних індивідуальних інтересів останніх інтересами акціонерного товариства, формулювання яких залишається, як правило, прерогативою меншості учасників товариства.» [22].

До того ж, проблемою є те, що поняття міноритарний акціонер не визначене у чинному законодавстві України. Через це також важко розмежувати мажоритарних та міноритарних акціонерів, визначити їх права, на що вони можуть розраховувати тощо. Цікаво, що хоч на законодавчому рівні поняття міноритарний акціонер і не висвітлене, проте воно дуже часто використовується у різних документах, текстах, законах і т. д. Саме завдяки європейському праву це поняття стало зрозумілим в нашій країні. Відповідно до цього права, міноритарними акціонерами вважаються ті, хто володіє не більше, ніж 10% акцій певного товариства. Звідси стає зрозуміло, чому власники такого пакету акцій не мають можливості впливу на управління акціонерним товариством, адже цей обсяг зовсім незначний. Таким чином, міноритарні акціонерні залишаються досить вразливими до рішень товариств, наглядової ради, а також мажоритарних акціонерів. Не завжди даний акціонер може захистити свої інтереси та права, навіть у випадках, коли статут акціонерного товариства та наявні мінімальні права акціонерів, які передбачені законодавством говорять інакше [23].

Компанія Укрнафта свого часу відмовилась від виплати дивідендів своїм акціонерам (міноритарії незаконно керували бізнесом, в той час як мажоритарій у формі «Нафтогазу» володів 50%+1 акцією), з чого почався судовий розгляд через невиклату законних дивідендів. Справжня причина таких дій – небажання ділитися прибутком зі всіма акціонерами та виведення коштів через злочинні схеми (закупівля по завищених цінах тощо) в офшори. Після такого гравці фондового

ринку не матимуть бажання інвестувати в таку компанію, яка не піклується про їх інтереси [24].

Якщо вже було згадано про міноритарних акціонерів, то слід і згадати про примусовий продаж та викуп акцій. У Законі України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» від 23.03.2017, де було впроваджено на законодавчому рівні в Україні процедури squeeze-out і sell-out (примусовий викуп і примусовий продаж акцій). У цьому документі були врегульовані питання про надання прав міноритарним акціонерам вимагати від акціонерів, які володіють 95% акцій певного товариства обов'язкового придбання за справедливою ціною акцій, які належать цим міноритарним акціонерам (sell-out). Відповідно, акціонеру-власнику 95% акцій певного товариства надавали право вимагати від міноритарних акціонерів обов'язкового продажу акцій, які їм належать (squeeze-out). Метою цього закону є поліпшення умов для міноритарних акціонерів, вони зможуть вийти зі складу акціонерів власників міноритарних пакетів акцій певного товариства. Цей процес надасть їм можливість захистити свої права та отримати кошти за акції, при цьому, вони матимуть можливість продати їх за ринковою ціною, яка буде вищою, ніж та, за яку акумулюють свій пакет акцій мажоритарні акціонери. Наявність законодавчих актів, які запроваджують процедури squeeze-out та sell-out захистять міноритарних акціонерів, якщо контролюючий акціонер викупить пакет акцій, який буде перевищувати у розмірі 90% всіх акцій товариства, бо тоді міноритарій втратить всі свої повноваження як акціонера (вплив на діяльність товариства, прийняття рішень на загальних зборах). А як нам вже відомо, щоб мати певний вплив потрібно володіти щонайменше 10% всіх акцій певного товариства [25], [26].

Фондовий ринок відіграє важливу роль для становлення економіки країни. Це виражається через основні функції фондових бірж, які є суб'єктами фондового ринку. По-перше, фондові біржі забезпечують ліквідність капіталу, на біржах активи перетворюються в готівку. Суб'єкти, які мають потребу в грошах або хочуть інвестувати кудись свої кошти можуть знайти відповідного продавця чи покупця на біржі. По-друге, можна оцінити вартість активів. Таким чином інвестори можуть

порівнювати ціну активів, які їм належать на декількох біржах, де вона сформувалась внаслідок вільного попиту та пропозиції. За допомогою оцінки вартості можна визначити вартість будь-якого цінного паперу, який колись був зареєстрований на фінансовому ринку. По-третє, це здатність мобілізувати надмірну кількість заощаджень. Інвестори вкладають свої кошти, купуючи цінні папери різного виду і таким чином гроші потрапляють в обіг, а не залежуються. Також, ще одна функція полягає у залученні нового капіталу. Будь-які компанії мають необхідність у грошах, так, наприклад, молоді компанії отримують капітал для початку своєї діяльності, а вже сформовані компанії отримують капітал для розширення своєї діяльності. Ці компанії починають випускати акції і залучати інвесторів, інвестори отримують дивіденди, а компанії отримують капітал для своїх цілей. Наступна функція полягає у залученні іноземного капіталу. Чим краще буде функціонувати фондовий ринок в країні, тим більше вдасться залучити іноземних коштів, що, безперечно, матиме неабиякий позитивний вплив на економіку, адже забезпечить підвищення курсу національної валюти. Контроль над компаніями – ще одна функція фінансової біржі. Це дуже важливий аспект, адже компанії, які розміщують акції на ринку, зобов'язані надавати свої річні звіти і проводити аудит. Можна відслідковувати надійність компаній, виокремлювати збиткові фірми і інвестувати лише у надійні. Таким чином, інвестори можуть бути впевнені у своїх вкладах, а фірми, які порушують правила потраплятимуть у чорний список без можливості залучати капітал та піддавати ризику систему. Фондова біржа перевіряє емітента, чиї цінні папери є у біржовому списку, кожного року/кварталу на відповідність ознакам фіктивності протягом 60 або 30 календарних днів після закінчення передбаченого законодавством граничного строку для розкриття емітентом регулярної річної та проміжної звітності. У випадку, коли фондова біржа виявляє ознаки фіктивності, вона повідомляє про це Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, а також може виключити фірму з біржового списку [27].

І на останок функція, яка полягає у генеруванні нових робочих місць. Біржі та компанії, які їх обслуговують, як, наприклад, різного виду агенції, інвестиційні

банки тощо, дають можливість роботи населенню. Загалом можна сказати, що біржі стимулюють ріст мобільності грошей, що, неодмінно, призводить до розвитку економіки країни. Тому, сприяння розвитку бірж є досить актуальною темою аби забезпечити економічне зростання країни, біржі, в свою чергу, підтримуватимуть баланс між попитом та пропозицією на ринку [17].

1.4 Огляд найбільших фондових бірж світу, суть фондових індексів

На даний момент існує 10 найбільших фондових бірж по всьому світу, їх можна виокремити саме за найбільшим рівнем капіталізації:

1. Нью-йоркська біржа (NYSE)
2. Нью-йоркська біржа (NASDAQ)
3. Токійська біржа (TSE)
4. Шанхайська біржа (SSE)
5. Гонконзька біржа (SEHK)
6. Лондонська біржа (LSE)
7. Амстердамська біржа Euronext
8. Шеньчженська біржа (SZSE)
9. Фондова біржа Торонто (TSX)
10. Франкфуртська фондова біржа (FWB)

Ринкова капіталізація деяких бірж складає більше десяти, а то й тридцяти трильйонів доларів станом на 2019 рік. На біржах зареєстровані компанії, які працюють в різноманітній кількості галузей, тут є і охорона здоров'я, і фінанси, і споживчі товари, енергетика тощо [18].

Для відстеження стану на фондових ринках використовують значення фондових індексів. Фондовий індекс – це умовне значення, показник динаміки вартості акцій компаній, які входять до індексу, його же називають індексом ділової активності. Даний індекс не розглядають як абсолютну величину, тому що для її обрахунку беруть умовні коефіцієнти. Значення фондового індексу розглядають в динаміці, тобто зміну індексу з плином часу. Це значення

демонструє загальний стан економіки країни, світу або ж групи країн, стан певної галузі економіки чи якоїсь сфери виробництва, оцінюють інвестиційний клімат в країні тощо. За допомогою фондового індексу можна створити прогноз щодо розвитку певного сегмента економіки або визначити загальний напрямок руху ринку. Індeksi розраховують інформативно-аналітичні агентства та фондові біржі [28], [29], [30].

Можна виокремити 5 функцій фондових індексів:

- 1) інформаційна функція – індекси можуть інформувати про стан макроекономічної кон'юнктури та про інвестиційний клімат в країні, чи декількох країнах, чи у цілому світі;
- 2) діагностична функція – індекси здатні віддзеркалювати, яка динаміка фондового ринку, а маючи дану інформацію, можна робити висновки як розвивається економіка загалом або ж як розвиваються окремі галузі;
- 3) функція моніторингу – за допомогою фондових індексів можна відслідкувати стан національної економіки абощо, так як вони включені до системи економічного моніторингу;
- 4) функція прогнозу – індекси досить об'єктивно можуть оцінити цінову ситуацію на ринку цінних паперів. Інвестиційні фонди та інші суб'єкти фондового ринку використовують індекси для того, щоб порівнювати ринкову вартість свого портфеля акцій з фондовим портфельним індексом за будь-який період і, як висновок, можуть оцінити ефективність стратегії, яку він обрав, а також зробити деякі поправки щодо поведінки на ринку;
- 5) інструмент хеджування – фондові індекси – це самостійні фінансові інструменти, які використовують при укладанні ф'ючерсних контрактів та купівлі опціонів [28].

Як вже було згадано раніше за допомогою фондових індексів можна поглянути на загальний стан економіки, стан певної галузі економіки або ж

окремого сектору. Для цього фондові індекси класифікують на міжнародні індекси, національні або загальноринкові, секторні індекси, галузеві та індекси блакитних фішок (блакитні фішки або акції першого ешелону вважаються найпривабливішими цінними паперами з інвестиційної точки зору) [28]. Найперший фондовий індекс – це Індекс Доу-Джонса, який був опублікований ще у 1896 році, на той момент від був розрахований на акції 12 найбільших компаній промислових компаній США. На сьогоднішній день даний показник включає 30 найбільших компаній Америки.

В таблиці 1.1 наведені показники по відомим фондовим індексам та ще по двом українським індексам. Дані збираються та оновлюються кожного дня і представлені у доларах [29], [30].

Таблиця 1.1 Фондові індекси

Країна	Індекс	Дата	Значення		
UA	Індекс ПФТС	12.02.2021	521,1	0.00	0%
UA	Індекс UX	12.02.2021	1789,63	+7,52	+0.422%
USA	Індекс Доу-Джонса	12.02.2021	31458,4	+27.70	+0.088%
USA	Індекс S&P 500	12.02.2021	3934,83	+18.45	+0.471%
USA	Індекс NASDAQ	12.02.2021	14095,47	+69.70	+0.497%
Japan	Індекс Nikkei	12.02.2021	29520,07	-42.86	-0.145%
UK	Індекс FTSE	12.02.2021	6589,79	+61.07	+0.935%
EU	Індекс Euro STOXX	12.02.2021	3695,01	+23.33	+0.635%
Germany	Індекс DAX	12.02.2021	14049,89	+8.98	+0.064%
RUS	Індекс PTC	12.02.2021	1461,99	+0.66	+0.045%
China	Індекс SSE	10.02.2021	3655,09	+51.60	+1.432%

Джерело: Складено автором на основі даних [29].

На рисунку 1.1 зображений графік динаміки індексів PFTS та UX (індекс Української біржі). Дані індексу біржі PFTS зібрані з 01.10.1997, сама біржа відкрилася у 1996 році, а дані індексу Української біржі зібрані з 15.05.2008 з дня заснування біржі по 12.02.2021. Ріст обох індексів спостерігається з 2009 року по 2011 рік, а падіння з середини 2008 року по початок 2009 року. Якщо говорити про останні тенденції індексів, то позитивна тенденція спостерігається на Українській біржі, адже саме індекс цієї біржі з жовтня 2020 року нарощує своє значення. Якщо ж говорити про індекс біржі PFTS, то важко помітити якихось явних зрушень, ще з кінця 2018 року його значення мало мінімальні коливання, проте з січня 2021 року

можна помітити невеличке зростання у порівнянні з періодом після запровадження протиепідеміологічних заходів в Україні (лютий 2020 року). Також варто зазначити, що період економічного спаду на початку 2020 року вплинув на індекс Української біржі сильніше, ніж на індекс біржі PFTS, це можна помітити зі значних коливань на графіку у даний проміжок часу, та попри це, індекс UX швидко оговтався та почав відновлювати свої позиції та наразі має показники, які біли ще наприкінці 2018 року.

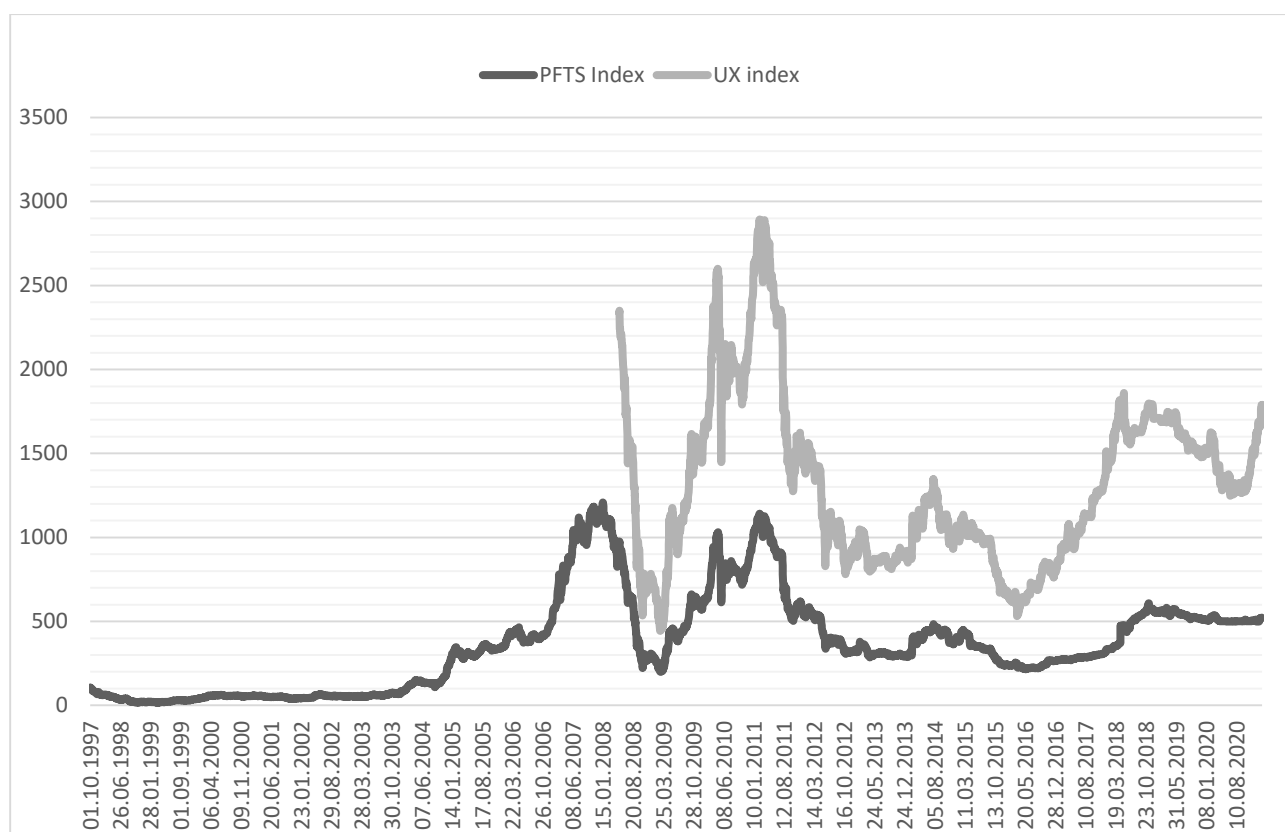


Рисунок 1.1 – Фондові індекси бірж PFTS та UX

Джерело: побудовано автором на основі даних [31], [32].

Щодо останніх новин про фондовий ринок України, то наприкінці минулого року – 24 вересня 2020 чинний прем'єр-міністр України Денис Шмигаль на зустрічі з Американською торговельною палатою (АСС) сказав наступне: «Переконаний, з залученням міжнародних експертів ми розвинемо цю тему і за рік вийдемо на створення фондового ринку». Денис Шмигаль заявив, що наразі вже проходять консультації з фахівцями щодо створення фондового ринку в Україні, а також

додав свої сподівання, що представники АСС долучаться до процесу відтворення ринку [33].

Також, варто зазначити, що у 2019 році фондова компанія БТС-Брокер перша залучила на Українську біржу акції компанії Apple Inc, таким чином у нас можна придбати їхні акції за національну валюту [34].

РОЗДІЛ 2

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНИЙ ОПИС МОДЕЛІ ТА АНАЛІЗ ДАНИХ

2.1 Фактори, які впливають на розмір виплачених дивідендів: огляд літератури

У моделі було вирішено обрати низку змінних, які можуть впливати на розмір виплачених компанією дивідендів та, загалом, на факт їх виплати, це: ринкова капіталізація (Market Capitalization), прибуток на акцію (Earnings per Share), відношення позикового капіталу до власного або фінансовий леверидж (Debt-Equity Ratio), ринкова ціна до балансової вартості (Market Price to Book Value Ratio), а також місце торгів (Location of trade). Дані показники було обрано, опираючись на переглянуті роботи на дану тематику. Залежною змінною виступає Dividend Yield, яка являє собою прибутковість дивідендів, що виражена у відсотках. Цей показник демонструє, скільки компанія виплачує дивідендів щороку відносно ціни на акцію [35].

Тепер детальніше про змінні та про їх причетність до виплати дивідендів. Ринкова капіталізація (Market Capitalization) – сукупна ринкова вартість компанії, яка виражається в грошовому вимірі, тобто, вартість всіх випущених компанією акцій за поточною ринковою ціною [36].

Прибуток на акцію (EPS) – чистий прибуток компанії поділений на кількість простих акцій, якими компанія володіє. Тобто, цей показник демонструє, скільки компанія заробляє за кожну свою акцію [37].

Відношення позикового капіталу до власного або фінансовий леверидж (Debt-Equity Ratio) – це співвідношення боргу до власного капіталу компанії. Цей показник розраховується шляхом ділення загальних зобов'язань на власний капітал, а цифри доступні у фінансовій звітності компанії. Цей показник допомагає зрозуміти як компанія фінансує свою діяльність, яке співвідношення між фінансуванням за допомогою позикових коштів та власного капіталу. Таким чином

можна оцінити фінансовий леверидж компанії і те, на скільки компанія є ризиковою, а це особливо важливо для інвесторів, адже більший показник левериджу говорить про вищий ризик [38].

Ринкова ціна до балансової вартості (Market Price to Book Value Ratio) демонструє чи компанія недооцінена чи, навпаки, переоцінена. Звісно, цей показник допомагає інвесторам у пошуку недооцінених компаній та в уникненні переоцінених. Тобто, це співвідношення ринкової вартості акцій компанії до їх балансової вартості або співвідношення того, скільки акції коштують на ринку до того, скільки вони б насправді мали б коштувати [39].

Місце торгів (Location of trade) – це місце торгів компанії, в моєму випадку це або Україна, або закордон. Саме ця змінна вважається вагомим фактором, який впливає не лише на розмір виплачених дивідендів, а й на сам факт їх виплати. Адже, у зв'язку з низькою корпоративною відповідальністю, нерозвиненістю фондового ринку та ще низки факторів, які були розглянуті в попередньому розділі, у фірм, що торгуються за кордоном є більше можливостей, шансів та потреб виплачувати дивіденди, ніж у фірм, що торгують акціями на національних біржах.

Ще одним важливим критерієм для вибору змінних є той факт аби змінні не корелювали між собою, кожен показник повинен обраховуватись самостійно, щоб уникнути помилкових результатів у зв'язку з хибною високою кореляцією, яка присутня між змінними.

Дослідження різних факторів, які впливають на виплату дивідендів розглядалося вже давно. Чимало вчених по всьому світу описують ефект від ряду чинників на факт виплати компаніями дивідендів. Науковці використовують різні методи для простеження закономірностей та вагомості впливу, це різні регресійні моделі.

Наразі, слід переглянути літературу, яка стосується теми моєї тематики, де береться до уваги дивідендна політика, виплата дивідендів та дивідендна дохідність фірм. Роботи, де застосовуються різні види регресійних моделей, в тому числі економетрична модель Tobit. Цікавим є те, що більшість знайдених досліджень та статей були написані вченими стосовно фондових ринків сходу, а

саме Туреччина, Іран та Пакистан., також одна робота стосується дослідження Лондонської фондової біржі. У таблиці нижче були класифіковані статті та дослідження, які було переглянуто та проаналізовано перед написанням роботи.

Таблиця 2.1 Огляд літератури та її класифікація

	Tobit Regression Model to Determine the Dividend Yield in Iraq	On the determinants of corporate dividend policy: a tobit model approach	Institutional shareholdings and corporate dividend policy in Pakistan	Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey
Країна дослідження	Ірак	Туреччина	Пакистан	Туреччина
Дослідження впливу на виплату дивідендів та dividend yield	Так	Так	Так	Так
Дослідження корпоративної дивідендної політики	Ні	Так	Так	Так
Дослідження впливу місця торгів	Ні	Ні	Ні	Ні
Дослідження впливу однакових показників	Market Capitalization, EPS, Debt-Equity Ratio, Market Price to Book Value ratio	Market Price to Book Value Ratio	Ні	Ні
Дослідження впливу інших показників	Firm size, Firm age	Firm size, Leverage, ROE, Cash Flow, Managerial Ownership	Insurance companies, Ownership, National Investment Trust Ownership, Firm size, Leverage, Profitability	Profitability, Growth, Business risk, Debt policy, Free cash flow, Liquidity, Asset tangibility, Firm age, Firm size
Застосування Tobit моделі	Так	Так	Так	Так

Джерело: складено автором на основі літератури.

Робота на тему «Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence» написана Khaled Hussainey, Chijoke Oscar та іншими розкриває взаємозв'язок дивідендної політики, а саме дивідендної дохідності та виплати дивідендів з волатильністю фондової ціни та іншими змінними (розміром компанії, зростанням, волатильністю прибутку та боргом). У роботі було проаналізовано публічні компанії Великобританії – розвинутої країни, які мають лістинг на Лондонській

фондовій біржі (LSE). Для цього була використана множинна лінійна регресія (MLR). Аналіз показав, що існує суттєвий негативний зв'язок між коефіцієнтом виплат фірми та волатильністю ціни її акцій та негативною залежністю між дивідендною дохідністю та волатильністю ціни акцій. Загальні висновки свідчать про те, що чим вищий коефіцієнт виплат, тим менш мінливою буде ціна акцій. Також, чим більша фірма, тим менш мінлива буде ціна акцій та, чим більший кредит має компанія, тим більш волатильною буде ціна акцій [40].

Ще одна робота проведена в Німеччині Elston J. A., Hofler R. та Lee J. «Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence using a Propensity Score Matching Estimator», де було досліджено взаємозв'язок між власністю інституцій та поведінкою фірми у виплаті дивідендів. Був застосований метод propensity score matching (PSM). У своїй роботі вони дійшли висновку, що ні інституційна власність, ні банківський контроль статистично не пов'язані з виплатами дивідендів, якщо відбувається контроль структури корпоративного управління [41].

Тепер перейдемо до огляду робіт, які аналізували біржі країн, що розвиваються. В статті Odah, M. H., Bahr Kadhim, M. & Sadig Mohommed Bager «Tobit Regression Model to Determine the Dividend Yield in Iraq» було проведено дослідження про те, як Market Capitalization, Earnings per Share, Debt-Equity Ratio та Market Price to Book Value ratio впливають на розподіл прибутку (виплату дивідендів), виплачуваного деякими компаніями, які торгують на Іракській фондовій біржі. Market Capitalization, EPS, Debt-Equity ratio, а також Market Price to Book Value ratio дуже значимі та впливають на розподіл прибутку на рівні 99%. В свою чергу, вік компанії та її розмір ніяк не впливають на розподіл [42].

На противагу попередньому дослідженню, у статті Nida ABDİOĞLU «On the determinants of corporate dividend policy: a tobit model approach» було отримано інший результат щодо впливу ринкової балансової вартості. Було проведено дослідження впливу на коефіцієнт виплати турецькими фірмами дивідендів. Відповідно до дослідження, фірми, які мають високу балансову вартість визначаються як фірми з високими можливостями зростання. Так як, фірми мають

великі інвестиційні можливості, вони вважають за краще зберігати свої прибутки аби оцінити ці інвестиційні можливості. Таким чином, вірогідно, що буде негативний зв'язок між ринковою балансовою вартістю (Market Price to Book Value Ratio) та виплатою дивідендів [11].

У статті Talat Afza and Hammad Hassan Mirza «Institutional shareholdings and corporate dividend policy in Pakistan» було розглянуто нові змінні у порівнянні з двома попередніми роботами. Тут було розглянуто вплив інституційної власності та можливостей зростання на дивідендну політику. А точніше, на виплату дивідендів позитивно впливає можливість зростання компанії, що свідчить про те, що пакистанські компанії не зменшують свої виплати для фінансування інвестиційних проєктів. Частка акцій, що перебуває у власності страхових компаній, а також прибутковість даної компанії. Негативно ж на виплату дивідендів впливає боргове навантаження, адже фірми зберігатимуть свій прибуток для фінансування зобов'язань і зменшуватимуть зовнішні витрати на фінансування, замість того, щоб виплачувати акціонерам їх дивіденди, відповідно до теорії трансакційних витрат. Розмір компанії суттєво не впливає на її виплати дивідендів, тоді як компанії з високим кредитним рівнем мають меншу ймовірність виплати великих дивідендів. Страхові компанії віддають перевагу дивідендам, отже, компанії, в яких страхові компанії мають велику кількість акцій, частіше виплачують вищі дивіденди [43].

У дослідженні Basil Al-Najjari and Erhan Kilincarslan «Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey» результати показують, що прибутковість, борг, ріст, вік фірми та розмір фірми є її найважливішими характеристиками, що визначають дивіденди акціонерам, які котируються на Стамбульській фондовій біржі. До того ж, отримані результати щодо розміру та віку компанії суперечать результатам, отриманим у попередніх статтях. Прибутковість компанії має позитивний вплив на виплату дивідендів бо узгоджується з теорією сигналів про дивіденди, припускається, що більш прибуткові фірми платять більші дивіденди аби показати свої хороші фінансові показники на ринку. Виявилося, що можливість зростання або ж інвестування

негативно впливає на виплату дивідендів і це можна пояснити так, що фірмам, які мають високе зростання потрібно більше коштів аби фінансувати своє розширення, тому вони з більшою ймовірністю зберігатимуть свій прибуток для інвестиційних проєктів, адже таке фінансування коштує дорого і їм не вигідно буде виплачувати дивіденди. До того ж, слід зазначити, що зрілі фірми розподіляють вищі дивіденди між своїми акціонерами, коли фірма переходить від етапу зростання до етапу зрілої, сформованої фірми, вона, зазвичай, виплачує вищі дивіденди, адже їхні інвестиційні можливості та темпи зростання уповільнюються і вони починають генерувати більші суми та стабільніший прибуток, який дозволяє їх виплачувати ці дивіденди. Як вже було зазначено у інших дослідженнях, позитивний вплив має також розмір фірми, чим вона більша, тим ймовірність виплати дивідендів вища. Це можна пояснити тим, що більші фірми мають легший доступ до ринків капіталу для залучення зовнішнього фінансування, при цьому, витрачаючи мінімальні кошти, і стикаються з більшими потенційними *agency problems*, порівняно з меншими фірмами. Саме тому вони виплачують своїм акціонерам дивіденди у достатньо великих сумах аби контролювати ситуацію. Також, на виплату дивідендів впливає загалом корпоративне управління, введені у країні реформи, що значним чином покращують умови функціонування компаній, адже також сприяють зростанню національної економіки [44].

Варто, на мою думку, також розглянути роботу магістра НаУКМА Dmitriy Kostyuk на тему «Dividend payout. Its impact on firm value» написану у 2006 році. У ній було розглянуто дивідендну політику як вирішальний фактор формування корпоративної вартості певного підприємства на основі різних стратегій виплат дивідендів у таких країнах, як Україна, Росія та Хорватія. В даному випадку вплив здійснюється не на дивідендну політику, а самою політикою виплати дивідендів на певні характеристики підприємства, його роботу тощо. Регресійний аналіз був проведений за допомогою методу найменших квадратів (OLS). Проте, доцільно буде розглянути результати цієї роботи, адже українських досліджень на дану тематику майже не має. Отже, результати дослідження показали, що підприємства, які вирішили розподілити частину доходу між своїми акціонерами в середньому

збільшили свою вартість. В українських реаліях таку стратегію майже не використовують, натомість займаються реінвестуванням, яке не допомагає збільшити вартість фірми у значній мірі. В той же час, у Хорватії та Росії така стратегія користується популярністю саме через її ефективність, а ідея, чому ж в Україні нею не користуються – небажання сплачувати надмірних податків на прибуток [45].

І нарешті, варто перейти до огляду статті, де в моделі застосовується змінна місце торгів. Це робота на тему «How are stock prices affected by the location of trade» написана Kenneth A. Froot та Emil Dabora у 1998 році. У дослідженні зібрано ряд компаній, так званих «Siamese twin» або Dual-listed company, це корпоративна структура, в якій дві корпорації функціонують як єдиний діючий бізнес через юридичну угоду про вирівнювання (equalization agreement), при цьому зберігають юридичні дані та біржовий лістинг. Отже, як результат, вплив місця торгів був помітний у даному дослідженні. Компанії, чиї акції близнюки, які мають майже ідентичні грошові потоки, рухаються відповідно до ринку, на якому торгують [46].

Проаналізувавши всі роботи та статті на дану тематику, можна зробити декілька висновків. По-перше, у різних дослідженнях відрізняються думки щодо остаточного впливу можливості інвестування та зростання фірм на виплату ними дивідендів. Деякі вважають, що така політика має обернений вплив на виплату дивідендів, тобто, чим більше фірма інвестує і при цьому знаходиться на етапі зростання, то це негативно впливатиме на виплату дивідендів акціонерам. А деякі ж навпаки вважають, що такі кроки стимулюють компанії сплачувати дивіденди. По-друге, у всіх дослідженнях використовувалися майже однакові показники, які можуть мати вплив на рішення фірм виплачувати дивіденди чи ні. Серед таких змінних розмір фірм та кількість років, що фірма функціонує, вільний потік готівки, прибутковість фірм, фінансовий леверидж або ж борговий важіль. Прибутковість компанії, до речі, в обох статтях, які було розглянуто, мала позитивний вплив на виплату дивідендів.

Деякі роботи побудовані на лінійних регресійних моделях, що не зовсім правильно, на мою думку, адже в такому разі залежна змінна набуватиме будь-яких

значень від мінус нескінченності до плюс нескінченності, а дивіденди, це величина, яка має бути обмежена. На мою думку, модель Tobit краще з усіх підходить для такого типу дослідження, адже залежну змінну можна задати самому, а модель де вона є бінарною не є підходящою. Досить обмежений перелік досліджень для розвинутих країн та, на додачу, у наявних дослідженнях відрізняються можливі фактори впливу на дивідендну політику.

Також, варто зазначити, що такий показник як місце торгів не був використаний в жодному з досліджень, як змінна, яка впливає на виплату дивідендів, ні в статтях, що представлені вище, ні в інших роботах, що були переглянуті. Місце торгів є важливим показником у регресії, адже варто ввести ясність та зрозуміти, чи буде підтверджуватись гіпотеза, яка була виведена раніше, чи насправді компанії, які торгують на закордонних біржах, де значно вища корпоративна відповідальність та значно досконаліша судова система, аніж на українських біржах, платять вищі дивіденди та чи платять взагалі. Це досить важливий показник для України й схожих на неї країн ще й через недосконале законодавство стосовно захисту акціонерів та, загалом, прозорого функціонування компаній на фондових ринках, їх доброчесності. Цей аспект вносить певну новизну в мою роботу і може служити певним нововведенням у сфері з'ясування факторів впливу на рішення компаній виплачувати дивіденди чи ні. А також бути рушієм для інвесторів, які прийматимуть рішення щодо здійснення інвестицій.

2.2 Опис моделі Tobit та переваги над класичною лінійною регресією

Tobit regression model була запропонована Джеймсом Тобіном у 1958 році, коли той займався вивченням витрат домогосподарств на товари тривалого використання.

Tobit regression model або censored regression (цензурна регресія) – модель, яка призначена для того, щоб оцінити лінійні зв'язки між змінними, коли в залежній змінній існують цензуровані спостереження. Цензуровані спостереження – це відомі значення незалежних змінних.

Залежна змінна Y у Tobit regression model є величиною неперервною та кількісною, але має обмежений діапазон значень, тобто тільки позитивні значення (наприклад, заробітна плата, тривалість робочого дня, виплата дивідендів тощо), а це в свою чергу означає, що є низка неспостережуваних значень. Обмежений діапазон значень – це, коли відомий лише рівень обмеження, а значення незалежних змінних для виключених з розгляду об’єктів невідомі. Простіше кажучи, вибірка проводиться не з усіх можливих сукупностей спостережень, а лише з тих, що задовольняють певні обмеження. Зазвичай, обмеження відбувається по вхідному (пороговому) значенню залежної змінної.

Від класичної лінійної регресії Tobit regression model відрізняється тим, що враховується масштаб значення залежних змінних. Ще однією перевагою моделі є відсутність необхідності в обмеженнях щодо нормалізації. Також, різниця полягає у тому, що в Tobit regression model розглядається розподіл залежною змінною тільки в позитивній, тобто додатній області. Нижче наведена формула underlying latent model [47], [48], [49].

$$\gamma_i^* = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon_i, i = \overline{1, n}, \quad (2.1)$$

$$\text{де } \gamma_i = \gamma_i^*, \text{ якщо } \gamma_i^* > 0;$$

$$\gamma_i = 0, \text{ якщо } \gamma_i^* \leq 0,$$

$$\varepsilon_i \text{ незалежні і мають розподіл } N(0, \sigma^2).$$

На рисунку нижче графічно зображена пряма underlying latent model, на якій можна побачити, що у випадку, якщо Y_i^* менше або дорівнювати константі (тобто, нулю), то Y^* буде прирівняний до константи. У випадку, якщо Y_i^* буде більшим за константу, то Y^* буде дорівнювати значенню Y_i^* .

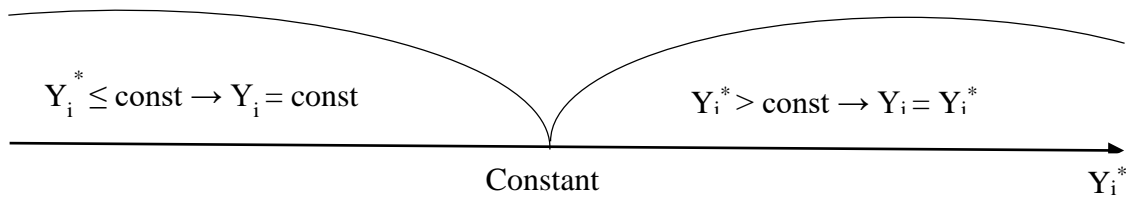


Рисунок 2.1 – Underlying latent model

Джерело: побудовано автором на основі [46], [47].

Тепер розглянемо емпіричну модель Tobit. Формула нижче – Probability.

$$\begin{aligned}
 P(Y_i = 0) &= P(Y_i^* \leq 0) = P(a * X_i + b + e_i \leq 0) = P(e_i \leq -a * X_i - b) = \\
 &= P\left(\frac{e_i}{\sigma} \leq \frac{[-a * X_i - b]}{\sigma}\right) = F\left(\frac{[-a * X_i - b]}{\sigma}\right) = 1 - F\left(\frac{[a * X_i + b]}{\sigma}\right), \\
 &\text{де } e_i/\sigma \sim N(0, 1) \quad (2.2)
 \end{aligned}$$

Формула Level.

$$E(Y_i) = aX_i + b + \sigma \frac{f\left(\frac{aX_i + b}{\sigma}\right)}{F\left(\frac{aX_i + b}{\sigma}\right)} \quad (2.3)$$

Тепер розглянемо формули маржинального ефекту (Marginal Effect on Probability), який використовується аби знайти точний вплив зміни незалежних

змінних (X) на очікуване значення залежної змінної (Y). Також для Tobit регресії можна знайти граничний ефект на ймовірність.

$$\frac{\partial P(Y_i = 0)}{\partial X_i} = -\frac{a}{\sigma} f\left(\frac{aX_i + b}{\sigma}\right) \quad (2.4)$$

Формула Marginal Effect on Level.

$$\frac{\partial E(Y_i)}{\partial X_i} = aF \frac{aX_i + b}{\sigma} \quad (2.5)$$

2.3 Аналіз даних

Набір даних, який було обрано для Tobit regression model складається з однієї залежної змінної – Y, та п'яти незалежних змінних – X. Залежною змінною виступає Dividend Yield, а незалежними змінними: Market Capitalization, Earnings per Share, Debt-Equity Ratio, Market Price to Book Value та Location of trade. Набір даних складається з 59 спостережень. Спостереження – це українські компанії, які торгують своїми акціями на біржах. Компанії, які котируються на вітчизняних біржах представлені на Фондовій біржі ПФТС (PFTS) та на Українській біржі (UX). Українські компанії, які торгуються на міжнародних біржах представлені на Лондонській біржі (London Stock Exchange), Варшавській біржі (Warsaw Stock Exchange), та навіть на біржі Торонто (Toronto Stock Exchange). Оскільки виплата дивідендів проводиться з нерозподіленого прибутку минулих років, то значення Dividend Yield було взято за 2020 рік, а всі решта показників за результатами 2019 року.

Компанії, які фігурують в моєму дослідженні, можна перерахувати, використовуючи критерій ринкової капіталізації (Market Capitalization). Компанії, які мають капіталізацію понад 100 млн доларів і при цьому торгують акціями в Україні (від компанії з найбільшою капіталізацією до найменшої):

- Raiffeisen Bank Aval (PFTS)
- Motor Sich (UX)
- Ukrtelecom (PFTS)
- Ukrnafta (PFTS)
- ArcelorMittal (UX)
- Turboatom (UX)

Компанії, які мають капіталізацію понад 100 млн доларів і при цьому торгують акціями за кордоном (від компанії з найбільшою капіталізацією до найменшої):

- Ferrexpo (LSE)
- Kernel (WSE)
- MHP (LSE)
- Астарта-Київ (WSE)
- IMK (WSE)
- Ovostar Union (WSE)

В таблиці нижче 59 компаній розподілені за двома принципами: місце торгів та факт виплати дивідендів. На перетині можна побачити, скільки компаній, які котируються в Україні виплачують дивіденди – 11 штук, а також, скільки компаній, які котируються за кодом виплачують дивіденди – 6 штук. Тобто, загалом маємо 17 компаній, які виплачують дивіденди – це менше третини загального обсягу компаній.

Таблиця 2.2 Розподіл компаній за місцем торгівлі та фактом виплати дивідендів

Місце торгівлі Виплата дивідендів			
	Україна	Закордон	Всього
Так	11	6	17
Ні	28	14	42
Всього	39	20	59

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

Тепер перейдемо до аналізу показників варіації залежної та незалежних змінних. Тут ми зможемо перевірити достатній ступінь пояснення варіації залежної змінної. Для початку виокремимо три таблиці за трьома критеріями: показники варіації змінних компаній, які виплачують дивіденди, які торгують акціями за кордоном та які торгують акціями в Україні. Для першої таблиці ми побачимо загальну картину серед всіх компаній, які виплачують дивіденди аби зрозуміти мінімальні та максимальні значення, які набувають змінні у розрізі всіх компаній, також, середні значення та відхилення від нього. Для другої таблиці ми побачимо результати лише серед компаній, які торгуються за кордоном. Це допоможе зрозуміти, на скільки показники відрізняються серед змінних у цій таблиці та у наступній, де зібрані показники значень змінних компаній, які торгують в Україні. Це дасть змогу побачити, де значення дивідендної дохідності вище – на українських біржах або ж за кордоном, а також інших показників. Загалом, можна буде побачити всю ситуацію, чи найбільші показники змінних компаній, які виплачують дивіденди містить у собі таблиця, де зібрані показники змінних компаній, які котируються за кордоном або ж на національних майданчиках.

В таблиці 2.3 наведені основні статистичні показники варіації для залежного та незалежних показників регресії по 17-ти українським компаніям, які виплачують дивіденди. Дуже велика різниця помітна між мінімальним та максимальним показником Dividend Yield серед наявних компаній. Різниця між 0,00939% та 1207,78% дуже помітна. Різниця між найменшим та найбільшим значенням ринкової капіталізації складає більше одного мільярда доларів. Загалом, якщо поглянути на решту показників, видно, що різниці дуже помітні. Мінімальне значення по показнику прибуток на акції взагалі є числом від’ємним, що говорить нам про те, що деяка компанія мала збитки за фінансовий рік, проте, все одне виплатила дивіденди.

Середнє значення по змінній Dividend Yield складає 85,56% при середньому прибутку на акцію -6,82. При цьому середнє значення ринкової капіталізації для компаній складає 298 838 695 доларів.

Дисперсія по вибірці по Dividend Yield демонструє досить велике значення, що є ознакою великого відхилення значень від центру розподілу. Тобто, це ще раз доводить про значну відстань мінімального та максимального значення від середнього. Також, досить велика дисперсія прослідковується у прибутку на акцію, але найбільшого значення вона набуває при змінній ринкова капіталізація, тут ми бачимо величезне відхилення від центру розподілу. Всі інші дисперсії можна вважати досить пристойними. Середнє лінійне відхилення не враховує знаки відхилень, проте також можна відслідкувати абсолютні значення відхилень. Так як і було згадано раніше, найбільше відхилення наявне у змінній ринкова капіталізація, потім Dividend Yield та прибуток на акцію.

Коефіцієнт варіації в даній регресії по всім змінним є надто великим. Отже, сукупність даних досить неоднорідна і, таким чином, менш типова середня для цієї сукупності, що і було сказано вище. Всі коефіцієнти варіації по показникам перевищують 33%, а тому сукупність кількісно неоднорідна.

Таблиця 2.3 Показники варіації змінних по 17-ти компаніям, які виплачують дивіденди

	Мін	Макс	Середнє значення	Дисперсія по вибірці	Середнє квадратичне відхилення	Середнє лінійне відхилення	Коефіцієнт варіації
Dividend Yield	0,00939	1207,78986	85,565361	83993,83892	289,8169059	132,0264114	3,387082139
Market Cap	1272810	1673740400	298838695	2,32299E+17	481973896,3	362645934,2	1,61282292
EPS	-123,24	5,08042712	-6,8245298	902,7238895	30,04536386	13,6960346	-4,40255443
DebtEq Ratio	0,00506	10,9751266	1,3803329	7,637953774	2,763684818	1,597046987	2,002187137
MarkPrto BookVal	0,00547	0,88879745	0,2957066	0,067024764	0,258891413	0,212968554	0,875500853

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

В таблиці 2.4 зібрані основні статистичні показники варіації для залежного та незалежних показників регресії по шести українським компаніям, які торгують своїми акціями за кордоном. Мінімальне та максимальне значення показника Dividend Yield серед компаній, які котируються за кордоном має менший розрив.

Те ж саме можна сказати і про прибуток на акцію. Проте, все ще залишається чималий розкид між ринковою капіталізацією. Середнє значення Dividend Yield компаній на міжнародному ринку складає 6,61%, а прибуток на акцію складає 0,34, в той час ринкова капіталізація дорівнює 613 408 879,6 доларів.

Дисперсія для показника Dividend Yield складає 48,94, що у порівнянні з дисперсією даного показника для всіх країн, які виплачують дивіденди є значенням набагато меншим, але все ще є ознакою відхилення значень від центру розподілу. Найбільша дисперсія все ще присутня у змінної ринкова капіталізація і це значення навіть перевищує число для всіх країн, яке було показано вище. Найменша дисперсія присутня у змінної ринкова ціна до балансової вартості (Market Price to Book Value Ratio) і складає 0,096. Середнє лінійне відхилення найбільше, знову ж так, для ринкової капіталізації. Коефіцієнт варіації все ще перевищує 33% по всім змінним. Тому, для випадку компаній, які торгують своїми акціями за кордоном сукупність даних також є неоднорідною.

Таблиця 2.4 Показники варіації змінних по 6-ти компаніям, які торгують акціями за кордоном

	Мін	Макс	Середнє значення	Дисперсія по вибірці	Середнє квадратичне відхилення	Середнє лінійне відхилення	Коефіцієнт варіації
Dividend Yield	0,00939	20,0295	6,613607194	48,94080084	6,995770211	4,6784179	1,057784
Market Cap	16551978	1673740400	613408879,6	4,29348E+17	655246419,7	518408154	1,068205
EPS	-3,34	2,3	0,343022576	4,088245363	2,021940989	1,3316441	5,894484
DebtEq Ratio	0,205571	10,9751266	2,499695396	17,42887532	4,174790452	2,8251437	1,67012
MarkPrto BookVal	0,079915	0,88879745	0,354838361	0,096677698	0,310930374	0,2407868	0,876259

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

Нижче, наведені основні статистичні показники варіації в таблиці 2.5 для залежного та незалежних показників регресії по одинадцяти українським компаніям, які торгують своїми акціями на українських біржах.

Мінімальне значення по прибутку на акцію для компаній, які торгують своїми акціями на українських біржах має від'ємне число при чому досить вагоме, у порівнянні з цим показником для компаній, чії акції представлені закордоном. Проте, максимальне значення в даному випадку більше і складає 5,08. Якщо говорити про Dividend Yield, то максимальне значення складає аж 1207,78% і є більшим ніж для іноземних бірж, де представлені компанії. Також, варто відмітити значення показника відношення позикового капіталу до власного (Debt-Equity Ratio), адже у даному випадку максимальне значення, яке складає 5,36 є меншим, ніж для країн, які торгують акціями за кордоном. Звичайно, цей показник є завищеним, проте кращі результати у компаній на українських біржах. Дивлячись на показник ринкова ціна до балансової вартості, можна помітити, що акції компаній, які торгують в Україні є більш недооціненими.

Середнє значення прибутку на акцію є від'ємним, що, у порівнянні з минулою таблицею, є гіршим результатом. А от значення Dividend Yield складає 128,62% і є числом більшим, ніж для показника компаній із-за кордону. Середнє значення ринкової капіталізації дорівнює 127 254 957,6 доларів – менше, ніж результат минулої таблиці.

Дисперсія для Dividend Yield є набагато більшою і складає аж 128585,62, у той час, як для компаній на іноземних біржах цей показник складав 48, 94 – відхилення значень від центру розподілу набагато більше у даному випадку. Дисперсія по ринковій капіталізації є меншою, ніж у минулому випадку, проте, все ще надзвичайно великою. Також, досить велика дисперсія і для прибутку на акцію, у порівнянні з минулими даними.

Коефіцієнт варіації перевищує значення 33% по всім змінним. Ситуація подібна і для компанії, чії акції торгують за кордоном.

Таблиця 2.5 Показники варіації змінних по 11-ти компаніях, які торгують акціями в Україні

	Мін	Макс	Середнє значення	Дисперсія по вибірці	Середнє квадратичне відхилення	Середнє лінійне відхилення	Коефіцієнт варіації
Dividend Yield	0,162171	1207,78986	128,6299539	128585,6291	358,588384	196,21089	2,787752
Market Cap	1272810	882394120	127254957,6	6,52465E+16	255433917,1	139258075	2,007261
EPS	-123,241	5,08042712	-10,7341038	1394,67657	37,3453688	20,455767	-3,47913
DebtEq Ratio	0,005062	5,36043863	0,76977157	2,34444129	1,531156847	0,8346667	1,989105
MarkPrto BookVal	0,005473	0,69823061	0,263452969	0,055658507	0,235920553	0,1968243	0,895494

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

У висновку, варто зазначити, що показники варіації серед груп компаній, які торгують акціями закордоном та в Україні розподілені по різному. Мінімальні значення, які набувають змінні серед усіх компаній, які платять дивіденди, а саме: ринкова капіталізація, прибуток на акцію, фінансовий леверидж та ринкова ціна до балансової вартості зосереджені у групі компаній, які торгують акціями на національних біржах. При цьому, максимальне значення прибутку на акцію також зосереджено у цій групі, тому, можливо, й не дивно, що саме серед компаній, які котируються в Україні, максимальне значення дивідендної дохідності. А от максимальні значення ринкової капіталізації, фінансового леверидж та ринкової ціни до балансової вартості зосереджені у групі компаній, які торгують акціями закордоном. Ця група має найменший показник дивідендної дохідності серед тих, які мають компанії, що виплачують дивіденди. Це можна пояснити високим впливом на модель змінної прибуток на акцію, яка у даній групі має середні результати. Незважаючи на те, що найбільший показник по дивідендній дохідності показала група компаній, які представлені на українських майданчиках, для більшого і чіткішого розуміння та впевненості це потрібно протестувати за допомогою регресії, яка врахує всі фактори, які впливають на дивіденди одночасно.

РОЗДІЛ 3

ОЦІНКА РЕГРЕСІЙНОЇ МОДЕЛІ ТА ОПИС РЕЗУЛЬТАТІВ

3.1 Оцінка моделі Tobit

Перевіримо регресійну модель за рядом критеріїв. Спочатку модель мала 59 змінних і деякі результати представлені нижче, проте, три змінні (2 компанії, які котируються за кордоном та 1 в Україні) було прибрано аби покращити модель. В таблиці 3.1 можна побачити результати тесту нормальності розподілу залишків за допомогою Shapiro-Wilk normality test для 59-ти спостережень. Виходячи з результатів, нульову гіпотезу відкидаємо, бо p-value менше за 0.05 – залишки ненормально розподілені. Нижче, на рисунку 3.1 можна подивитися на розкид залишків.

Таблиця 3.1 Shapiro-Wilk normality test для 59-ти змінних

W = 0.66253	p-value = 2.247e-10
-------------	---------------------

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

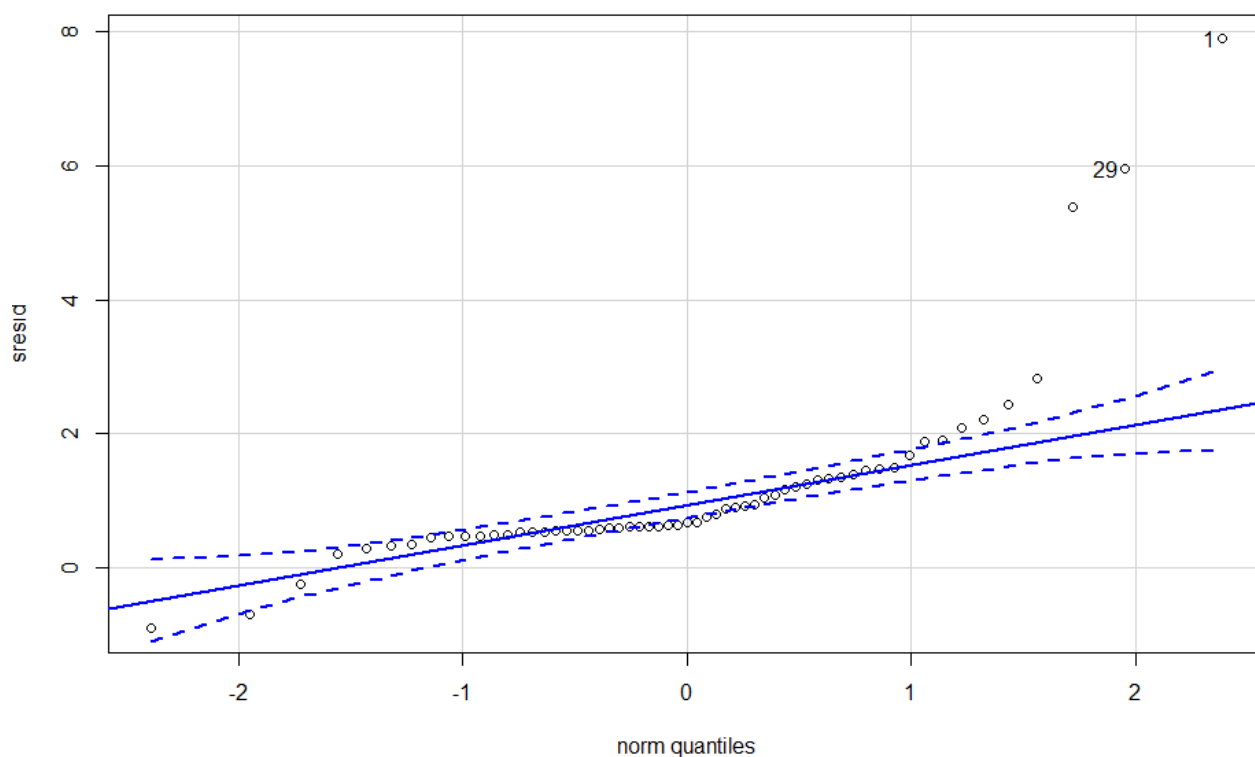


Рисунок 3.1 – Розподіл залишків моделі для 59 змінних на графіку Q-Q Plot

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

На рисунку 3.2 зображений розподіл залишків вже без 3-ох змінних і як ми можемо бачити, розподіл покращився. Тому, надалі для оцінки буде використана модель з 56-ма змінними.

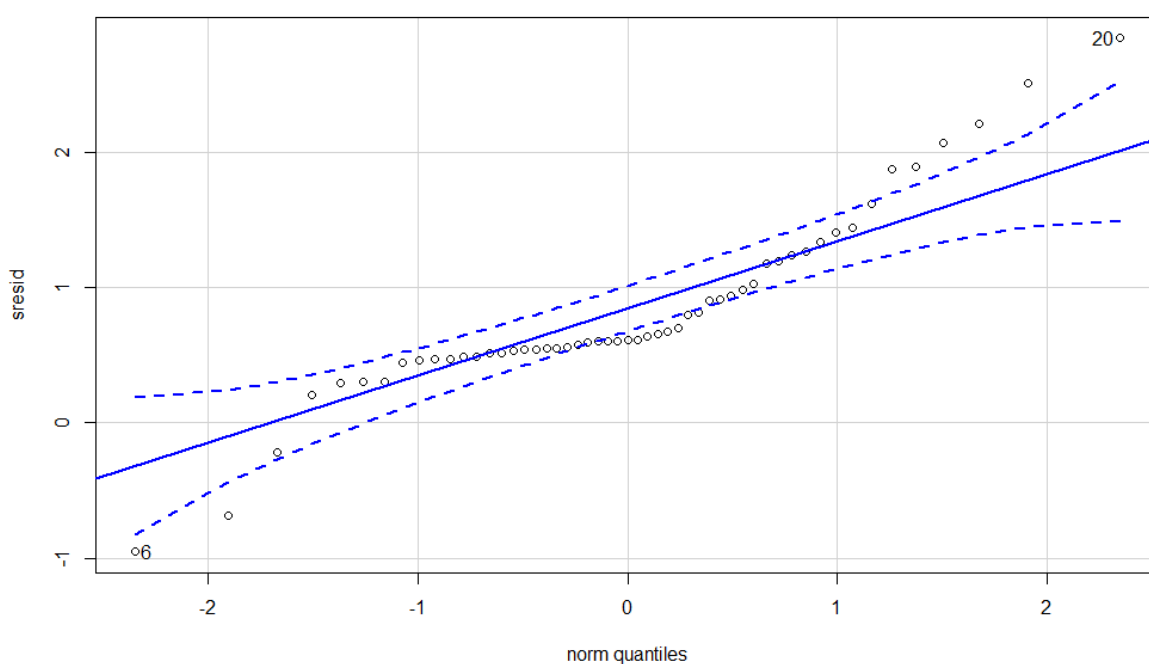


Рисунок 3.2 – Розподіл залишків моделі для 56 змінних на графіку Q-Q Plot

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

Так в таблиці 3.2 можемо побачити результат Shapiro-Wilk normality test для 56-ти змінних. Незважаючи на те, що результат не дорівнює нормальному значенню, видно як він значно покращився, тобто, ступінь нормальності зріс. Даний результат підлягає поясненню, вибірка замала для такого аналізу, тому результат не є ідеальним і тому тест не є приводом для спростування моделі.

Таблиця 3.2 Shapiro-Wilk normality test

W = 0.92935	p-value = 0.002799
-------------	--------------------

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

Автокореляцію залишків моделі перевіримо за допомогою статистичного тесту Дарбіна-Ватсона, Durbin Watson statistic = 0.903349, що свідчить про наявність автокореляції. Наявність автокореляції можна пояснити тим, що були не враховані деякі важливі пояснювальні змінні (помилка специфікації), проте, так як досліджувався саме вплив потрібної нам змінної – місця торгів, це нормально. Також, проблемою є те, що кількість спостережень (56 штук) замала для п'яти незалежних змінних. Проте, варто також зазначити, що для моделі з 59-ма змінними, Durbin Watson statistic = 0.8237383, а отже результат покращився і зменшилась автокореляція залишків.

Відсутність гетероскедастичності (таблиця 3.3) залишків моделі перевіримо за допомогою Breush-Pagan test. За результатами тесту можна вважати залишки моделі гомоскедастичними, адже значення p-value більше за 0.05 і тому ми не відкидаємо нульову гупотезу.

Таблиця 3.3 Breush-Pagan test

BP = 3.4209	df = 5	p-value = 0.6354
-------------	--------	------------------

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

І наостанок перевіримо коефіцієнт детермінації за допомогою McFadden's R-squared. Його використання спричинене специфікою економетричної моделі Tobit, адже при використанні звичайного R-squared цензуровані дані ігноруються і результати будуть необ'єктивними. У моделі значення McFadden's R-squared дорівнює 28.30707, що в достатній мірі пояснює модель. Деніел МакФадден

визначив у своєму дослідженні, що результат від 0.2 до 0.4 (тобто, від 20% до 40%) можна вважати відмінним [50], [51].

Тепер представлено результати моделі вже з 56 змінними. Дивлячись на результати таблиці 3.4 можна побачити, що EPS, Debt-Equity Ratio та Market Price to Book Value ratio мають негативний вплив на Dividend Yield. EPS має значний вплив на незалежну змінну (довірчий інтервал складає 99%). Debt-Equity Ratio та Market Price to Book Value ratio мають незначний вплив на Dividend Yield, тому їх ріст не вплине негативно. Значимість коефіцієнта Market Capitalization є вагомою при довірчому інтервалі 99%, а невід’ємне значення говорить про те, що цей коефіцієнт має позитивний вплив на дивідендну дохідність. Значимість змінної Ukraine (місце торгів) дорівнює 0,083 – цей показник є значущим при 90% довірчому інтервалі, при цьому цей коефіцієнт позитивно впливає на залежну змінну моделі, а отже, якщо компанія торгує в Україні, то Dividend Yield буде зростати.

Таблиця 3.4 Коефіцієнти

	Estimate	Std. error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	-42,88824576	15,08128902	-2,843805042	0,004457832
MarketCap	0,056896008	0,018871491	3,014918567	0,002570483
EPS	-9,893395272	0,292517589	-33,82153972	9,5146E-251
DebtEqRatio	-1,331335324	1,714306452	-0,776602878	0,437393103
MarkPrtoBookVal	-4,900907456	10,00521964	-0,489835069	0,624250613
Ukraine	24,64475771	14,21651457	1,733530226	0,08300147
logSigma	3,550955962	0,186846079	19,00471221	1,55899E-80

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

В таблиці 3.5 вказано вплив незалежних змінних в абсолютних значеннях на ймовірність невикплати дивідендів Р (dividend yield = 0). Зокрема, ріст Market Capitalization на одиницю збільшить ймовірність того, що дивіденди будуть виплачуватися на 0,044%. Також, ріст EPS збільшить ймовірність невикплати дивідендів на 7,7%. Зростання Debt-Equity Ratio збільшить ймовірність невикплати дивідендів на 1,04%, а зростання Market Price to Book Value ratio на 3,8%. Якщо ж компанія торгується в Україні, то ймовірність того, що дивіденди будуть

виплачуватися більша на 19,3% у порівнянні з компаніями, які торгуються закордоном.

Таблиця 3.5 Marginal effect on Probability

MarketCap	-0,000445783
EPS	0,077515292
DebtEqRatio	0,010431085
MarkPrtoBookVal	0,038398877
Ukraine	-0,193093022

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

В таблиці 3.6 зібрані результати Marginal effect on Level. Якщо Market Capitalization зросте на 1, тоді Dividend Yield зросте на 2,5%. З іншої сторони, якщо EPS зросте на 0,1, то Dividend Yield скоротиться на 44,6%. Щодо Debt-Equity Ratio, то при зростанні цього показника на 1, Dividend Yield скоротиться на 60%, а при зростанні на 0,1 Market Price to Book Value ratio, Dividend Yield скоротиться на 22,1%.

Також, слід розглянути результати показника, який ми досліджуємо – місце торгів. Можна зробити наступний висновок: компанії, які торгують акціями на українських фондових біржах показують дивідендну дохідність на 11,1 більшу, ніж компанії, які котируються на іноземних біржах за інших рівних умов.

Таблиця 3.6 Marginal effect on Level

	Marg. Eff.
MarketCap	0,025672711
EPS	-4,464114203
DebtEqRatio	-0,60072733
MarkPrtoBookVal	-2,211395581
Ukraine	11,1202484

Джерело: складено автором на основі зібраних даних.

Отримані результати можна порівняти з результатами досліджень, які були згадані вище в огляді літератури. Отже, позитивний вплив ринкової капіталізації, який можна вважати значимим, на виплату дивідендів. Схожий результат був отриманий у дослідженні Іракської фондової біржі, хоча там ефект негативний, але змінна значима. Також, значимою змінною є і прибуток на акцію, в обох дослідженнях ефект негативний. Схожі результати стосуються і Debt-Equity Ratio,

і Market Price to Book Value ratio – в дослідженнях ефект негативний, проте в моєму дослідженні ці змінні є незначимими. Щодо дослідження Турецької фондової біржі, де розглядався показник Market Price to Book Value ratio – негативний вплив. Проте, у цьому дослідженні він вагомий. Загалом, результати можна вважати схожими, а подекуди й однаковими, відмінності у значимості впливу Debt-Equity Ratio та Market Price to Book Value ratio можна пояснити малою вибіркою в моєму випадку та сильним впливом зі сторони величезних українських компаній на біржах, яких не багато, але вони мають набагато кращі показники.

3.2 Перевірка гіпотези та аналіз факторів, що впливають на виплату дивідендів

Метою цього дослідження було дізнатися, чи місце біржових торгів фірми впливає на розмір виплачених компанією дивідендів. Гіпотеза, при цьому, полягає у тому, що компанії, загалом, які торгують своїми акціями на європейських, американських чи азійських біржах будуть виплачувати дивіденди, більше того, будуть виплачувати високі дивіденди. Ця гіпотеза була побудована на основі високої ефективності роботи закордонних бірж, через їх непохитний імідж, через високий та досконалий рівень корпоративного управління, яка включає культуру управління, методи роботи керівників компаній, доступ до інформації і т. д. На додачу, фондовий ринок в Україні працює не так ефективно як закордоном, не є на стільки популярним, є проблеми із захистом акціонерів та наявністю сірих схем по виведенню прибутку іншими, ніж дивіденди, способами. Саме тому можна зробити припущення, що місце торгів має значимий вплив на дивідендну політику. Цей вплив полягає у тому, що саме котируючись на іноземних біржах, які мають чудові характеристики, фірма буде виплачувати дивіденди своїм акціонерам або ж вони будуть значно більшими, аніж ті, що виплачуватимуться фірмами, які котируються на українських біржах.

Повернемося до коефіцієнтів, які є результатами регресії, в таблиці 3.4, яка була розглянута вище ми маємо незалежну змінну – місце торгів, представлену як

дамі змінну і прораховану для випадку торгівлі акціями в Україні. Даний показник є значущим при 90% довірчому інтервалі, дорівнює 0,083.

Розглянемо результати в таблиці 3.5, які демонструють маржинальний ефект на ймовірність. Тут ми бачимо, що у тому випадку, якщо місце торгів Україна, то ймовірність того, що дивіденди не будуть виплачені зменшується на 19,3%. Тобто, вже зараз видно, що гіпотеза не підтверджується, адже, якщо інтерпретувати результати наступним чином: коли компанія торгує акціями в Україні, то ймовірність того, що вона виплатить дивіденди збільшується на 19,3%.

Наразі, перейдемо до інтерпретації останніх результатів, а саме маржинального ефекту на рівень – таблиця 3.6. Отже, компанії, які торгують акціями на українських фондових біржах показують дивідендну дохідність на 11,1 більшу, ніж компанії, які котируються на іноземних біржах за інших рівних умов – це результат, який ще раз відкидає мою гіпотезу. Проте, варто зазначити, що присутні невимірні чинники, які могли так вплинути на результат. Серед них замала вибірка, всього 59 компаній. Річ у тім, що замало доступної інформації, деякі компанії не публікують актуальну звітність. Також, одним із чинників може бути й те, що вибірка викривлена через компанії з гарними показниками, які торгують в Україні, адже, знову ж таки, існують компанії, звітність яких важко отримати, а тому їхні результати не відображені в дослідженні. Варто звернути увагу й на економічні фактори, які могли б вплинути таким чином на гіпотезу. Ряд компаній, які вийшли на іноземні біржі, можливо, не сплачують дивіденди своїм акціонерам, тому що потребують більших коштів для стабільної роботи аби не зіпсувати імідж та не втратити інвесторів, для рефінансування та створення нових продуктів або ж розширення бізнесу, для створення страхових резервів тощо.

3.3 Застосування результатів моделі для інвестування та процедури лістингу на українських біржах

Інвестуючи свої кошти у компанію індивідуальні інвестори або ж фонди повинні зважати на велику кількість нюансів. Звичайно, ця справа є досить

ризиковою в Україні, адже є низка проблемних моментів, які, на жаль, не уникнеш, просто дізнавшись основні положення компанії чи фірми. Для прикладу, історія з Укрнафтою, яка просто відмовилась виплачувати дивіденди своїм акціонерам в один момент, хоча передумов для цього не було.

Результати моделі, які ми отримали можна використовувати аби зрозуміти на які фінансові показники компанії слід опиратися аби зробити правильний вибір при інвестуванні, якщо хочемо отримувати дивіденди у майбутньому. Перш за все, стає зрозуміло, що інвестувати в українські компанії, які торгують акціями на українських біржах можна, адже вони не скупляться на виплату дивідендів. Проте, не слід одразу купувати акції будь-якої компанії без детального аналізу. Звичайно, це досить ризикова справа, але, якщо інвестор вже пішов на такий крок і вирішив придбати акції саме такої компанії, то, для початку, слід ознайомитися із загальними положеннями, які описують компанію. Потрібно дізнатися скільки років компанії перебуває на ринку, переглянути всі ліцензії та документи, наявність звітностей, інформації для акціонерів, інформації щодо сплати податків та інших ресурсів, які повинні бути у відкритому доступі та періодично опубліковуватись на сайті компанії. Чи була компанія притягнута до судових розслідувань, можливі махінації, корупційні схеми тощо. Непогано було б дізнатися структуру власності, хто володіє компанією, хто є кінцевими бенефіціарами, що це за люди та чи були вони притягнуті до різного роду розслідувань. Також переглянути історію новин про компанію, у якому світлі були представлені новини про неї, чому саме про неї писали, чи відбулося зростання компанії тощо. Звичайно, цей процес слід робити не лише, якщо інвестор обирає компанію аби в неї вкластися для подальшого отримання дивідендів, ці кроки бажано виконувати всім охочим отримувати пасивні прибутки, ставати акціонером абощо. Це важливо для уникнення збитків та проблем у зв'язках з компанією. Так, з першого погляду, це виглядає процесом не легким, доведеться чимало часу витратити аби нарешті впевнитися у надійності компанії, але це того варте. Якщо інвестор не відноситься до категорії ризикових та хоче надійності, але не бажає купувати державні облігації або інвестувати свої

кошти в нерухомість, він повинен досягнути максимального рівня впевненості, наскільки це можливо аби здійснити інвестицію.

Якщо говорити про результати регресійної моделі, то був отриманий наступний результат, що компанії, які мають більший прибуток на акцію, будуть з меншою ймовірністю виплачувати дивіденди. Тобто, якщо показник прибуток на акцію зростатиме, факт виплати дивідендів скорочуватиметься. Слід зазначити, що, на жаль, вже порахований показник і розміщений на сайті самої компанії або ж на сайті біржі, мають далеко не всі компанії. Але його можна обрахувати власноруч.

Також, слід звертати увагу на ринкову капіталізацію компанії. Тут взаємозв'язок між даним показником та дивідендною дохідністю позитивний, а, отже, зі збільшенням ринкової капіталізації, зростатиме ймовірність виплати компанією дивідендів.

ВИСНОВКИ

Розвиток фондового ринку – це досить важливе питання для української економіки. Він здатен залучати непомірні іноземні інвестиції, які стимулюватимуть її ріст. Річ у тім, що приваблення інвестицій здатне збільшити обсяг торгів на фондовому ринку, що позитивно на нього впливатиме. Тому так важливо приділяти особливу увагу законодавчій базі, яка регулюватиме цей сектор. Наразі, проблема фондового ринку в Україні досі не вирішена, адже безліч компаній, які врешті-решт вийшли на біржу не дотримуються правил, затримують або ж зовсім не опубліковують звітність, недбало ставляться до акціонерів, а, особливо, до міноритарних акціонерів, відмовляються виплачувати дивіденди, застосовують неправомірні шляхи виведення прибутку тощо. Корпоративна відповідальність майже відсутня, а імідж національних бірж набагато нижчий ніж у світі, ба навіть, серед країн сусідів. Дана проблема наштовхнула мене на ідею перевірити, чи впливає місце торгів на розмір виплачених компанією дивідендів.

Отже, у проведеному дослідженні на тему, чи впливає місце торгів на розмір виплачених компанією дивідендів була використана регресійна Tobit модель. Для моделі було зібрано 59 спостережень про дивідендну дохідність по українським компаніям, які торгують своїми акціями на українських та закордонних фондових біржах. Серед цих компаній 17 виплатили дивіденди, 42 компанії – ні. Поставлена на початку дослідницької роботи гіпотеза про те, що компанії, які котируються в Україні платять менші дивіденди або ж не платять їх взагалі через ряд причин не підтвердилась. Більшість компаній, які виплачують дивіденди, котируються на українських біржах – це 11 компаній із 39. Із 29 компаній, які котируються закордоном, лише 6 виплачують дивіденди.

Значимими змінними у даній регресії виявилися ринкова капіталізація, прибуток на акцію та місце торгів. Ринкова капіталізація як і місце торгів позитивно впливають на виплату дивідендів, а от прибуток на акцію негативно. Якщо говорити про вплив місця торгів на розмір виплачених дивідендів, то можна

сказати, що він присутній. Показники, які були отримані у результаті застосування регресії, свідчать про значимість такого показника на рівні 90%. Отже, при прийнятті інвестиційних рішень, коли стане питання ставати акціонером певної компанії чи ні, при інших ситуаціях, можна звертати увагу на цей показник, адже він впливає на виплату компаніями дивідендів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Податковий кодекс України: Закон України № 2755-VI від 02.12.2010. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>
2. Про акціонерні товариства: Закон України № 514-VI від 17.09.2008. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17#n358>
3. Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю: Закон України № 2275-VIII від 06.02.2018. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2275-19/conv#Text>
4. Господарський кодекс України: Закон України № 436-IV від 16.01.2003. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/436-15#Text>
5. Про управління об'єктами державної власності: Закон України № 185-V від 21.09.2006 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/185-16#n324>
6. Бескидевич С. Дивіденди. *Вісник*. 10.04.2018. URL: <http://www.visnuk.com.ua/ru/publication/100007659-dividendi>
7. Scribner R. 3 Reasons Why Some Companies Never Pay Dividends. 2019. URL: <https://www.suredividend.com/why-companies-never-pay-dividends/>
8. Гринь Т. Податок на виведений капітал: чи готова Україна до податкових нововведень? 2017. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2017/12/12/632051/>
9. Дивіденди: яку ставку ПДФО застосовувати при нарахуванні? *Вісник*. 2019. URL: <http://www.visnuk.com.ua/uk/news/100014579-dividendi-yaku-stavku-pdf-zastosovuvati-pri-narakhuvanni>
10. Black F. The Dividend Puzzle. 1976. URL: <http://www.fsegn.rnu.tn/documents/Dividend%20policy.pdf>
11. Abdioglu N. On the determinants of corporate dividend policy: a tobit model approach. 2016. URL: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/203613>

12. Рясних Є. Г. Основи фінансового менеджменту. 2010. URL: https://pidru4niki.com/1174031452144/finansi/faktori_vplivu_dividendnu_politiku_pidpr_iyemstv
13. Що таке фондовий ринок? Freedom finance. 2020. URL: <https://ffin.ua/blog/faq/investytsii/post/shcho-take-fondovyi-rynok>
14. Мальська М.П., Мандюк Н.Л., Занько Ю.С. Корпоративне управління: теорія та практика. 2012. URL: https://pidru4niki.com/15950210/menedzhment/fondoviy_rinok
15. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Опис НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/about-us/>
16. Базилевич В. Фондовий ринок: Підручник. Книга 1: Сутність, функції та структура фондового ринку. 2015. URL: https://pidru4niki.com/73090/finansi/struktura_fondovogo_rinku
17. Фондова біржа та її функції. Freedom finance. 2020. URL: <https://ffin.ua/blog/articles/investopediia/post/fondova-birzha-ta-yii-funktsii>
18. Рейтинг бірж за капіталізацією. Freedom finance. 2020. URL: <https://ffin.ua/blog/articles/investopediia/post/reitynh-birzh-za-kapitalizatsiieiu>
19. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Фондові біржі. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/register/litsenzuvannia-ta-reestratsiia/stock-exchanges/>
20. Третякова О. В., Харабара В. М., Грешко Р. І. Фондовий ринок України: особливості функціонування в сучасних умовах. 2020. URL: http://www.economy.in.ua/pdf/5_2020/20.pdf
21. Інвестиційний інструмент. Як працює фондовий ринок і навіщо він потрібен. 2020. URL: <https://nv.ua/ukr/biz/markets/fondoviy-rinok-shcho-ce-i-yak-pracyuye-v-ukrajini-dumki-ekspertiv-50108107.html>
22. Конституційний Суд: Рішення № 18-рп/2004 від 01.12.2004. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v018p710-04#Text>
23. Захист прав акціонерів. Проблеми захисту прав міноритарних акціонерів. 2019. URL: <https://lektsia.com/14x64b6.html>

24. Писарев О. Чи варто купувати акції українських компаній. 2020. URL: <https://minfin.com.ua/ua/invest/articles/yak-de-i-navischo-kupuvati-akciyi-ukrayinskih-kompaniy/>
25. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах: Закон України № 1983-VIII від 23.03.2017. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1983-19#Text>
26. Президент України Петро Порошенко підписав закон про примусовий продаж та викуп акцій. 2017. URL: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2239941-prezident-pidpisav-zakon-pro-primusovij-prodaz-ta-vikup-akcij.html>
27. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Положення про функціонування фондових бірж № 1688 від 22.11.2012. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/polozhennya-pro-funktsonuvannya-fondovih-brzh/>
28. Базилевич В. Фондовий ринок: Підручник. Книга 1: Фондові індекси. 2015. URL: https://pidru4niki.com/73131/finans/fondovi_indeksi
29. Фондові індекси. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/markets/stock/>
30. Що таке фондовий індекс? Freedom finance. 2020. URL: <https://ffin.ua/blog/faq/investytsii/post/shcho-take-fondovyi-indeks>
31. Українська біржа. URL: <http://www.ux.ua/ua/index/stat/dailyhistory.aspx?code=UX>
32. Фондова біржа ПФТС. URL: <https://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes>
33. Шмигаль розповів про створення фондового ринку в Україні. *Слово і діло*. 2020. URL: <https://www.slovoidilo.ua/2020/09/24/novyna/ekonomika/shmyhal-rozpoviv-pro-stvorenniya-fondovoho-rynku-ukrayini>
34. Михальчук Н. Запустити в Україні фондовий ринок за 1 рік: чи зможе Шмигаль виконати цю обіцянку? *delo.ua*. 2020. URL: <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/fondovij-rinok-za-1-rik-perspektivi-i-realiji-373849/>
35. Fernando J. Dividend Yield. *Investopedia*. 2021. URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>

36. Seth S. Market Capitalization Defined. *Investopedia*. 2020. URL: <https://www.investopedia.com/investing/market-capitalization-defined/>
37. Fernando J. Earnings Per Share. *Investopedia*. 2021. URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp>
38. Fernando J. Debt-To-Equity Ratio. *Investopedia*. 2021. URL: <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
39. McClure B. Using the Price-to-Book Ratio to Evaluate Companies. *Investopedia*. 2021. URL: <https://www.investopedia.com/investing/using-price-to-book-ratio-evaluate-companies/>
40. Hussainey K., Chijoke O., Chijokemgbame M. Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *ResearchGate*. 2011. URL: https://www.researchgate.net/publication/228383474_Dividend_policy_and_share_price_volatility_UK_evidence
41. Elston J. A, Hofler R. ta Lee J. Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence using a Propensity Score Matching Estimator. *ResearchGate*. 2003. URL: https://www.researchgate.net/figure/Sub-Group-Means-of-Control-Variables-t-statistics-are-provided-in-parentheses_tbl4_228423280
42. Odah, M. H., Kadhim B., M., Bager S. M. Tobit Regression Model to Determine the Dividend Yield in Iraq: 3rd Central & Eastern European LUMEN International Conference New Approaches in Social and Humanistic Sciences (8-10 June 2017, Chisinau, Moldova). Moldova, 2017. URL: https://www.researchgate.net/publication/323857678_Tobit_Regression_Model_to_Determine_the_Dividend_Yield_in_Iraq
43. Afza T., Mirza H. H. Institutional shareholdings and corporate dividend policy in Pakistan. 2011. URL: https://academicjournals.org/article/article1380632122_Afza%20and%20%20Mirza.pdf
44. Al-Najjari B., Kilincarslan E. Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey. 2013. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/151171519.pdf>

45. Kostyuk D. Dividend payout. Its impact on firm value. 2006. URL: <https://kse.ua/wp-content/uploads/2019/02/kostyuk.pdf>
46. Froot K. A., Dabora E. How are stock prices affected by the location of trade? 1998. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6572/w6572.pdf
47. ТОВИТ-модель (модель с цензурированными и "урезанными" данными). 2015. URL: <https://studfile.net/preview/3116066/>
48. Комашко О. В. Прикладна економетрика. 2014. URL: http://htbiblio.yolasite.com/resources/MM07_Prikl_econometr.pdf
49. Chauhan S. Why we use Tobit regression instead of any other regression model to estimate the determinants of efficiency of Micro-finance institutions? *ResearchGate*. 2016. URL: https://www.researchgate.net/post/why_we_use_Tobit_regression_instead_of_any_other_regression_model_to_estimate_the_determinants_of_efficiency_of_Micro-finance_institutions
50. Miljkovic T. An evaluation of the reconstructed coefficient of determination and potential adjustments. *ResearchGate*. 2016. URL: https://www.researchgate.net/publication/310415938_An_evaluation_of_the_reconstructed_coefficient_of_determination_and_potential_adjustments
51. McFadden D. Cowles foundation for research in economics at Yale University. Connecticut. 1977. p.35. URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d04/d0474.pdf>