

## ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА: ЗАРУБІЖНИЙ КОРПОРАТИВНИЙ ДОСВІД І УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ

*Розглянуто класичні концепції дивідендних виплат і типи дивідендної політики. Розкрито проблеми формування дивідендної політики вітчизняних підприємств. Акцентовано увагу щодо змін законодавства стосовно удосконалення системи корпоративного управління в цілому і дивідендної політики зокрема.*

**Ключові слова:** дивідендна політика, корпоративні відносини, корпоративне управління, концепції дивідендних виплат, типи дивідендної політики.

У сучасних умовах розвитку фінансового ринку України і становлення власної моделі корпоративного управління значущість дивідендної політики зростає. Вона визначає джерела формування власних фінансових ресурсів, впливає на інвестиційну привабливість, поточний курс акцій і вартість бізнесу в цілому. Дивідендна політика стає складовою загальної стратегії розвитку корпорації, насамперед її фінансової стратегії, в процесі ефективної реалізації прав власності, елементом корпоративної культури. Саме тому питання формування ефективної дивідендної політики останнім часом набуває особливої актуальності.

Грунтовні дослідження специфіки корпоративних відносин, що мають концептуальне значення для формування дивідендної політики, переважно представлені працями зарубіжних вчених, яким належить авторство таких основних теорій: нейтральності дивідендів (Ф. Модільяні, М. Міллера), пріоритетності дивідендів (М. Гордона, Е. Брігхем), регульованості та очікуваності дивідендів (Дж. Лінтнер), податкової диференціації (Р. Літценбергера, К. Рамасвами). Теорії, що розроблені зарубіжними вченими, орієнтовані в основному на реакцію акціонерів та потенційних інвесторів в умовах досконалого фондового ринку і не враховують особливостей формування дивідендної політики в умовах нерозвинених корпоративних відносин та нестачі інвестиційних ресурсів, характерних для національної економіки.

У працях провідних українських і російських науковців, зокрема І. Балабанова, І. Бланка, М. Грідчиної, Г. Кірейцева, Л. Коваленко, В. Ковальова, І. Лукасевича, Г. Ляшенко, А. Поддєрьогіна, Л. Ремньової, В. Савчука, Є. Стоянової, В. Суторміної, О. Терещенка та ін., стосовно проблем корпоративного управління, розробки та регулювання дивідендної політики, ця проблема розглядається з точки зору збереження фінансової стабільності й підвищення корпоративного іміджу підприємства після виплати дивідендів. Саме тому метою публікації є узагальнення за-рубіжного корпоративного досвіду щодо вибору моделей ефективної дивідендної політики, виявлення проблем формування дивідендної політики вітчизняних підприємств і окреслення шляхів їх можливого вирішення.

Дивідендну політику підприємства вчені розглядають як у вузькому, так і у широкому розумінні. Спрощено – це складова загальної політики управління прибутком, тобто елемент прийняття окремих тактичних рішень [1].

У більш широкому трактуванні під дивідендною політикою розуміють принципи та методи визначення частки прибутку, сплачуваної власнику капіталу, відповідно до його внеску у загальному обсязі власного капіталу підприємства [3].

Дивідендну політику підприємство здійснює згідно з його статутом та економічними завданнями певного періоду, а її ефективне формування, як зазначає І. Бланк, передбачає такі основні етапи [1]:

- врахування основних факторів, що визначають передумови формування дивідендної політики підприємства;
- вибір типу дивідендної політики відповідно до фінансової стратегії підприємства;
- розробку механізму розподілу прибутку відповідно до обраного типу дивідендної політики;
- визначення форм виплати дивідендів;
- оцінку ефективності дивідендної політики.

У практиці фінансової діяльності фактори, що впливають на формування дивідендної політики прийнято поділяти на такі чотири групи [2]:

- фактори, що характеризують інвестиційні можливості підприємства. До них належать: стадія життєвого циклу підприємства; необхідність розширення ним своїх інвестиційних програм; ступінь готовності окремих інвестиційних проектів з високим рівнем ефективності; можливість впливу на інтенсивність інвестиційного процесу;
- фактори, що характеризують можливості формування капіталу з альтернативних джерел. У цій групі факторів основними є: достатність резервів власних фінансових ресурсів, сформованих у попередньому періоді; вартість залучення додаткового акціонерного капіталу; вартість залучення додаткового позикового капіталу; доступність позикових коштів на фінансовому ринку; складність залучення позикових коштів у зв'язку з низьким рівнем платоспроможності та фінансової стійкості підприємства;
- фактори, пов'язані з об'єктивними обмеженнями. До них належать: рівень оподаткування дивідендів; рівень оподаткування прибутку підприємства; досягнутий ефект фінансового важеля, зумовлений його диференціалом; фактичний обсяг прибутку та рівень рентабельності власного капіталу;
- інші фактори. У їх складі можуть бути виокремлені: кон'юнктурний цикл; рівень дивідендних виплат

підприємствами-конкурентами; невідкладність платежів за раніше отриманими кредитами; можливість втрати контролю над управлінням підприємством (низький рівень дивідендів може призвести до істотного зниження ринкової вартості акцій і їх масового «скидання» акціонерами, що збільшує ризик фінансового захоплення підприємства конкурентами).

Оцінка цих факторів дозволяє визначити передумови формування оптимальної дивідендної політики, обґрунтувати її вибір на перспективу.

У зарубіжній практиці вважається, що оптимальна дивідендна політика – це «міцний горішок» для фінансових керівників корпорації [3]. Основна складність полягає у пошуку про-тивга і стримувань для балансування інтересів як самих власників і акціонерів, з одного боку, так і корпорації як самостійного суб'єкта господарювання, з іншого. Як правило, у великій корпорації, де значна кількість акціонерів, власники різняться за належними їм частками статутного капіталу, а відповідно й інтересами. Дрібні (міноритарні) акціонери зацікавлені у якнайбільших поточних і регулярно виплачуваних дивідендах, у можливостях вигідного перепродажу своїх акцій, тоді як інтерес великих (мажоритарних) власників більше стосується розвитку корпоративного бізнесу, підвищення рівня його конкурентоспроможності та ринкової капіталізації, адже вони самі фактично розподіляють чистий прибуток. Ось чому ефективною дивідендною політикою може вважатися така, яка належним чином враховує інтереси різних груп акціонерів і самої корпорації, оскільки завдяки цьому, як свідчить досвід, вдається підтримувати й підвищувати інвестиційний імідж корпорації, причому не лише щодо потенційних акціонерів, а й доступу до дешевих фінансових ресурсів. Практично необхідно досягти оптимізації пропорцій між споживанням та тезаврацією прибутку [3].

Стосовно дивідендної політики у економічній літературі відбуваються дискусії, формуються протилежні концепції, що конкурують між собою, попри це кожна з них передбачає варіативність рішень щодо прийомів та способів її досягнення.

У розвитку теорії дивідендної політики суттєву роль відіграє концепція Нобелівських лауреатів М. Міллера та Ф. Модільяні. Вона випливає з їх гіпотези, що між сумою сплачуваних дивідендів і ринковим курсом акцій відсутній зв'язок, оскільки курс акцій визначається нинішніми та майбутніми доходами компанії, а також потенціалом його зростання. Найраціональнішою, з їх погляду, є фінансова політика, у рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів і весь прибуток спрямовується на фінансування нових інвестиційних проєктів. Самофінансування підприємства розглядається ними як пріоритетне джерело. У такому разі акціонери максимізують доходи здебільшого в результаті зростання курсу акцій. Стосовно цієї концепції на виплату дивідендів варто спрямовувати лише ту частину прибутку, яку неможливо ефективно реінвестувати. Тому зрозуміло, що цей підхід отримав назву залишкового принципу дивідендних виплат і є, мабуть, найпопулярнішим типом політики, позаяк він найбільш враховує інтереси корпорації загалом, мотивуючи цей вибір необхідністю стабільної виплати дивідендів у перспективі.

Варто зауважити, що дивіденди дійсно справляють значний інформаційний ефект, особливо для потенційних інвесторів. Останні зазвичай сприймають факт зростання дивідендів як позитивний знак, і, як наслідок, ціна акцій такої корпорації може також зрости. І навпаки, зниження

чи невплата дивідендів може дати негативний сигнал, який призведе до здешевлення акцій. Саме тому керівництво корпорації має вкрай обережно підходити до таких змін дивідендних виплат або, в будь-якому випадку, давати належні пояснення своїм діям.

Як відомо, опонентами теорії Міллера-Модільяні є М. Гордон, Ю. Брігхем, Дж. Лінтнер та інші економісти. На їх думку, дивіденди є менш ризикованими, ніж приріст капіталу. Інвестори, зокрема міноритарні акціонери, обирають мінімізацію ризику, тому завжди віддають перевагу поточним дивідендам порівняно зі збільшенням їх і можливим приростом акціонерного капіталу, але в майбутньому, тобто «краще синиця в руці, ніж журавель у небі» [1, 3-5].

Зростання дивідендів досить часто сприймають як сигнал до того, що підприємство працює успішно, і навпаки, зменшення рівня дивідендів може сигналізувати про фінансові проблеми суб'єкта господарювання. Отже, дивіденди впливають на вартість підприємства і мають чітко виражений психологічний ефект, що приваблює інвесторів і партнерів до співпраці.

Хоч дана концепція поширеніша, єдиної думки щодо цього не існує. Як сказано раніше, дивідендна політика визначається багатьма факторами, тому кожна компанія обирає власний суб'єктивний підхід і зазвичай намагається зберегти баланс між виплатою достатніх дивідендів (щоб підтримувати довіру акціонерів) та реінвестуванням прибутку (щоб підтримувати певні темпи розвитку компанії).

Виплата високих дивідендів призводить до зменшення внутрішніх джерел розвитку фірми, що може спонукати менеджерів до залучення додаткових зовнішніх джерел за рахунок випуску нових акцій і позик, а це у свою чергу змінює структуру капіталу і його середньозважену вартість. Відтак компанія, яка вибрала таку дивідендну політику, змушена часто штучно занижувати дивіденди, незважаючи на сприятливі можливості їх разового істотного збільшення, або ж, навпаки, вишукувати резерви для виконання прийнятої програми у несприятливі періоди.

Сплата низьких дивідендів або нестабільність виплат зазвичай зумовлює недовіру акціонерів і потенційних інвесторів, що може призвести до зниження цін акцій. Отже, найменш ризикованою є дивідендна політика, що гарантує акціонерам за будь-яких обставин отримання дивідендів, тобто планування стабільних їх виплат. Саме цей підхід, за дослідженнями Дж. Лінтнера [3], користується неабиякою популярністю у корпоративній практиці розвинених країн.

Політика стабільності виплат дивідендів поширилася тому, що вона не обіцяє наперед встановлених абсолютних чи відносних розмірів дивідендів, а лише гарантує постійність їх виплати. З погляду інвесторів, найбільш стабільною вважається дивіденд-на політика з передбачуваними темпами зростання дивідендів. Така політика дивідендних виплат, безперечно, «працює» на імідж корпорації, її ринкову капіталізацію, посилаючи інвесторам сигнали про те, що вкладений ними капітал працює ефективно. Щоправда, така політика зумовлює менеджмент компанії у несприятливі періоди вишукувати фінансові ресурси з метою дотримання обраного курсу взаємовідносин зі своїми інвесторами.

Варто зауважити, що у даний час з'являються нові ускладнені концепції дивідендної політики з врахуванням податкової політики. Як відомо, податкові ставки і пільги диференційовані за групами доходів та об'єктів. Окремі інвестори, що купують акції, наприклад пенсійні фонди, не сплачують податків, тоді як індивідуальні інвестори їх платять за диференційованими, залежно від рівня доходу,

ставками. Стан ще ускладнюється тим, що дивіденди оподатковуються за вищими ставками, ніж приріст капіталу.

У зв'язку з цим виникла концепція податкової диференціації, що відстоюється Р. Літценбергером і К. Рамасвами [6]. Відповідно до цієї концепції інвестори зацікавлені у максимізації своїх до-ходів після вирахування податків. За умови, коли податки на приріст капіталу нижчі за особистий прибутковий податок, то фірма могла б увесь прибуток спрямовувати на інвестиції в активи і в резервні фонди. У такому випадку прибуток не розподіляється, а акціонери не одержують дивідендів. Це зумовить зростання інвестицій з наступним збільшенням прибутку корпорації, що, у свою чергу, спричинить підвищення ринкової вартості її акцій у майбутньому. Однак, як показує зарубіжна практика, такий підхід до дивідендної політики не задовольняє багаточисельних міноритарних акціонерів з низьким рівнем доходів, які постійно потребують поточних дивідендних виплат.

Таким чином, як свідчить світовий корпоративний досвід, остаточного підтвердження на користь тієї чи іншої концепції немає, а отже, ідеальна дивіденд-на політика відсутня. Її вибір і реалізація залежить від конкретних умов діяльності підприємства і завжди визначається багатьма факторами економічного, інформаційного, правового, соціального, психологічного, адміністративного характеру. Втім, це й зрозуміло, адже ефективність дивідендної політики можлива лише в контексті реалізації загальноекономічної стратегії розвитку конкретної корпорації. Тому вироблення найоптимальнішої дивідендної стратегії залишається одним із найбільш складних завдань корпорації і її, як правило, відносять до компетенції ради директорів (наглядової ради).

Що стосується дивідендної політики українських підприємств, то варто зауважити, що більшість з них взагалі не розробляє дивідендної стратегії, оскільки в нашій країні виплата дивідендів ще не увійшла у широку практику. Локальність та мізерність виплат дивідендів пояснюється не тільки і навіть не стільки збитковою або низькорентабельною діяльністю багатьох підприємств, скільки відвертим нехтуванням правами й законними інтересами акціонерів.

Результати аналізу вітчизняної практики свідчать, що навіть за наявності прибутку, достатнього для нарахування дивідендів, власники контрольного пакета акцій, не бажаючи ділити його з іншими акціонерами, приймають рішення про відмову від нарахування дивідендів, мотивуючи це прагненням реінвестувати прибуток у виробництво. Таке ставлення до акціонерів пояснюється основним чином неринковою природою утворення українських акціонерних товариств, які мають особливий склад акціонерів: частково це працівники акціонерних товариств, але більшість акцій розпорешено між великою кількістю міноритаріїв, які отримали акції за приватизаційні майнові сертифікати.

Варто зазначити, що в Україні налічується близько 13 мільйонів людей, які володіють акціями підприємств, отриманими у ході ваучерної приватизації. Багато з них жодного разу не отримували дивідендів або отримували мінімальну їх кількість. Тим часом нерозподілений прибуток, на словах «інвестуючи у виробництво», мажоритарні акціонери розподіляють між собою без урахування інтересів міноритаріїв, списуючи мільйони гривень на «представницькі» та інші витрати [7], які раніше витратами не визнавались і сплачувались за рахунок прибутку.

Як відомо, згідно з діючою нормативною базою щодо

правил ведення бухгалтерського обліку, адміністрація підприємства має можливість збільшувати витрати на різні цілі (зокрема, адміністративні витрати), які, можливо, і не були обов'язковими, що у результаті позначається на величині чистого прибутку. Зважаючи на те, що в балансі підприємства ці витрати не виокремлюються, акціонери під час проведення зборів не мають фізичної можливості дізнатися про їх склад і спрямування. Більше того, як свідчить практика, безперешкодне здійснення мажоритарними акціонерами тінювих схем з ухиляння від виплати дивідендів призвело до того, що окремі міноритарії або не відвідують загальні збори акціонерів, або передають право голосу за дорученням правління товариства і фактично не приймають рішення щодо розподілу прибутку.

Безумовно, як вважають експерти, посилення прав міноритаріїв могли б інститути спільного інвестування (ІСІ) – пайові інвестиційні та недержавні пенсійні фонди, які б скуповували акції на вільному ринку і диктували свої умови мажоритарним акціонерам. Проте непрозора і нерегулярна виплата дивідендів негативно впливає на розвиток повноцінного фондового ринку, що стримує підприємства випускати свої цінні папери у вільний обіг. Приміром, частка акцій *free-float* вугільних компаній на фондовому ринку сягає 2-9%, енергетичних – 2-22%, металургійних – 1-13%, машинобудівних – 2-15%. Та й вартість чистих активів 32 найбільших ІСІ становить лише 247 мільйонів гривень, що є дрібницею порівняно з банківським сектором, чисті активи якого перевищують 875,2 мільярда гривень [8].

Як відомо, з 30 квітня 2009 р. набув чинності Закон України «Про акціонерні товариства», яким встановлено чимало нових вимог в сфері правового регулювання діяльності акціонерних товариств в Україні. Зокрема, акціонерним товариствам необхідно здійснити:

- до 29 жовтня 2010 р. переведення випуску іменних акцій документарної форми існування у бездокументарну (дематеріалізація);
- до 29 квітня 2011 р. зміну найменування акціонерного товариства з відкритого та закритого на публічне акціонерне товариство (ПАТ) або приватне акціонерне товариство (ПрАТ), якщо кількість акціонерів у них буде менше 100; якщо ж кількість акціонерів буде менше 10, то таке акціонерне товариство може бути реорганізовано у товариство з обмеженою відповідальністю.

На думку експертів, новий Закон створив низку проблем і питань у діяльності акціонерних товариств, зокрема зміна статусу акціонерного товариства вимагає, крім переведення акцій у бездокументарну (електронну) форму, ще й проведення загальних зборів акціонерів, переоформлення усіх установчих та регуляторних документів, отримання нових ліценцій і дозволів, перереєстрації майна, зміни печаток й бланків тощо, а також створює низку проблем, у т. ч. при отриманні кредитів, що вимагає значних додаткових фінансових витрат. Тому й не дивно, що станом на 1 липня в Україні з 17 тисяч акціонерних товариств лише 2200 набули нового статусу. Це в основному банківські установи та державні корпорації [9].

Варто зауважити, що безперечною перевагою цього Закону є внесення змін у частині виплати дивідендів, згідно з якими їх виплата здійснюється в обов'язковому порядку з чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку в обсязі не менше ніж 30%, що встановлюється рішенням загальних зборів акціонерного товариства, у строк не пізніше шести місяців після закінчення звітного року [10].

Крім того, Законом запроваджуються загальновідомі у

корпоративному законодавстві інших держав правила та механізми, спрямовані на захист прав інвесторів та побудову чіткої структури управління акціонерним товариством, зокрема: встановлення вимог щодо розкриття інформації; надання акціонерам права вимагати від товариства викупу акцій, що їм належать, у разі прийняття загальними зборами певних рішень; виключення можливості передачі акцій шляхом дарування; встановлення переважного права акціонерів на придбання акцій додаткової емісії, що виключить можливість зменшення частки акціонерів у статутному капіталі або розмивання часток; запровадження додаткових механізмів щодо реалізації права акціонера на участь у загальних зборах та врегулювання порядку оскарження рішень загальних зборів (3 місяці з дня прийняття); голосування на загальних зборах виключно бюлетенями за підписом кожного з акціонерів; запровадження процедури кумулятивного голосування при обранні членів наглядової ради тощо.

Відомо, що час кризи найбільше підходить для проведення реорганізації і реструктуризації бізнесу, тому приведення діяльності акціонерного товариства у відповідність до вимог Закону «Про акціонерні товариства» необхідно сприймати як елемент цих процесів. Хочеться вірити, що у перспективі прийняття цього Закону справлятиме позитивний вплив на формування дивідендної політики в умовах вітчизняної економіки, сприятиме запровадженню цивілізованих механізмів захисту інтересів як міноритарних акціонерів, так і мажоритарних, обмежуючи при цьому можливість застосування рейдерських технологій, сприятиме зростанню капіталізації акціонерних товариств, зміцненню позитивного іміджу України як країни з ринковою економікою й підвищенню її інвестиційної привабливості.

### Список літератури

1. Бланк, И. А. Основы финансового менеджмента [Текст] / И. А. Бланк. – В 2 т. 3-е изд. Т.1.– К. : Ника-Центр, 2007. – 624 с.
2. Ляшенко, Г. П. Управління капіталом підприємства: конспект лекцій [Електронний ресурс] / Г. П. Ляшенко. – Режим доступу : <http://www.vuzlib.net>.
3. Фінансовий менеджмент [Текст]: навч. посіб. За ред. проф. Г. Г. Кірейцева. – К. : ЦНЛ, 2004. – 531 с.
4. Взаємозв'язок дивідендної політики і структури капіталу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrreferat.com>.
5. Терещенко, О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання [Текст] : навч. посіб. / О. О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.
6. Ковтун, Ю. І. Податкові стимулятори дивідендної політики корпоративних підприємств [Електронний ресурс] / Ю. І. Ковтун. – Режим доступу: <http://webcache.googleusercontent.com>.
7. Пояснювальна записка до проекту Закону України про внесення змін до Закону України «Про акціонерні товариства» (щодо забезпечення права власників простих акцій на отримання дивідендів) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://webcache.googleusercontent.com>.
8. Дивіденди акціонерам: не платили і не заплатять? [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economica.com.ua>.
9. Економічна аналітика : Впровадження Закону України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://siver-info.com/news>.
10. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс] : закон України. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.

### РЕЗЮМЕ

*Стельмах Мирослава*

**Дивидендная политика: зарубежный корпоративный опыт и украинские реалии**

Рассмотрены классические концепции дивидендных выплат и типы дивидендной политики. Раскрыты проблемы формирования дивидендной политики отечественных предприятий. Акцентируется внимание относительно изменений законодательства по совершенствованию системы корпоративного управления в целом и дивидендной политики в частности.

### RESUME

*Stelmakh Myroslava*

**Dividend policy: foreign corporate experience and Ukrainian reality**

A classic concept of dividend payments and the types of dividend policy. Solved the problem of dividend policy of domestic enterprises. The attention to changes in legislation regarding the improvement of corporate governance in general and in particular dividend policy.

*Стаття надійшла до редакції 15.10.2010 р.*