

ДО ПИТАННЯ ПРО ДИВІДЕНДИ: ЧИ ІНТЕРЕСИ ПЕРЕМАГАЮТЬ?

*А.В. Сірко, доктор економічних наук, професор
Н.М. Найдич, кандидат економічних наук, доцент
Вінницький інститут економіки ТДЕУ*

Узагальнено зарубіжний досвід щодо моделей та принципів формування дивідендної політики корпорацій, розглянуто сучасні проблеми та обґрунтовано основні шляхи активізації дивідендної справи в Україні.

Важливу роль дивідендів у функціонуванні й розвитку акціонерної корпорації визначено самою її сутністю як особливої підприємницької структури, інвестиційно-конкурентний потенціал якої закладається шляхом централізації значного капіталу на засадах обмеженого економічного ризику для її учасників та жорстко регламентованого “розщеплення” їх права власності, передусім відособлення володіння номінальними частками статутного капіталу у вигляді певних пакетів акцій від безпосереднього управління господарською діяльністю компанії, або самим процесом використання мобілізованого капіталу. Акціонер, за визначенням, не філантроп і не кредитор, він співвласник спільного бізнесу, що інвестує кошти з розрахунком на приріст їх капітальної вартості у вигляді дивідендів та/або курсової різниці від перепродажу прав власності на ринку у вдало вибраний момент. То ж дивідендний дохід є важливою економічною формою реалізації акціонерної власності, а відтак слугує індикатором міри привабливості бізнесового проекту та визначником напрямків і розмірів особистих капіталовкладень.

Однак реалізація акціонерної власності в частині дивідендних виплат здійснюється через складний інституційний механізм, названий системою корпоративного управління, у якій закладаються не лише демократичні засади ухвалення доленосних для корпорації рішень, але й система противаг і стримувань для балансування усієї гами інтересів її власників. Адже у великій, особливо у відкритій, корпорації, де число акціонерів, буває, сягає тисяч і навіть уже мільйонів осіб, власники звичайно різняться за належними їм частками статутного капіталу, а відповідно й інтересами. Дрібні (міноритарні) акціонери аргіогі зацікавлені у якомога більших поточних і притому регулярних

дивідендах, тоді як інтерес великих (мажоритарних) власників більше пов'язує їх із розвитком корпоративного бізнесу, підвищенням рівня його конкурентоспроможності та капіталізації. Тому ефективна дивідендна політика має формуватися з обов'язковим урахуванням інтересів різних груп наявних акціонерів, дбаючи таким чином і про привабливість корпорації для потенційних інвесторів. Та головна все ж суть цієї проблеми у тім, що вище керівництво компанії, деінде у зв'язці з її домінуючими акціонерами, чи реальними власниками, користуючись інформаційною асиметрією, може вдаватися до опортуністичних дій: маніпулювати свідомістю акціонерного загалу та нав'язувати йому свої “правила гри”, зачіпаючи, звичайно ж, і питання доцільності дивідендів.

Теоретичне осмислення специфіки корпоративних відносин власності в ринковій економіці, зокрема ролі дивідендів, чинників та принципів формування дивідендної політики сучасної корпорації – відносно новий напрям досліджень в економічній науці, який розвивається переважно в руслі теорій неоінституціоналізму та фінансового менеджменту. Серед авторів найбільш плідних таких розвідок виділимо Дж.К. Гелбрейта, П. Друкера, Дж. Лінтнера, Ф. Модільяні. Зважаючи на те, що відносини власності та корпоративне управління в економіці України ще далекі від цивілізованих рис, ми ставимо завданнями цієї статті спочатку узагальнити зарубіжний корпоративний досвід щодо дивідендної політики на предмет його корисності для перехідної економіки, затим зосередитись на проблемах та перспективах дивідендної політики вітчизняних акціонерних підприємств.

Вивчення світового досвіду корпоративного розвитку показує, що основними чинниками формування дивідендної політики є:

- прибутковість діяльності корпорації;
- потреба в інвестиціях, визначена економічною стратегією компанії;
- можливості фінансування інвестицій у потрібному обсязі за рахунок внутрішніх та зовнішніх джерел;
- наявність фінансової стратегії, складовою якої визначена дивідендна політика як інструмент підтримування або підвищення рівня капіталізації компанії;
- структура наявного капіталу, як-от: частка боргових зобов'язань, заборгованість за зобов'язаннями з фіксованими виплатами (за привілейованими акціями, облігаціями, кредитами);
- структура власності, а саме: частка інсайдерів і аутсайдерів, їх реальний вплив на фінансову стратегію корпорації;

- статутні вимоги щодо особливостей дивідендної політики;
- режим оподаткування дивідендів тощо.

Корпорації по-різному підходять до визначення основоположних принципів своєї дивідендної політики. Загалом проблема дивідендів розв'язується шляхом вибору оптимального для даного моменту життєвого циклу корпорації співвідношення між реінвестованою та дивідендною частками чистого прибутку. Як показує корпоративна практика, вибір типів (моделей) дивідендної політики у кожному конкретному випадку ґрунтується зазвичай на одному з таких принципів:

- повної капіталізації чистого прибутку;
- залишковості;
- фіксованої частки чи розміру дивідендного фонду в чистому прибутку;
- постійного росту дивідендів;
- стабільності виплати дивідендів.

Прикметно, що кожна із зазначених моделей дивідендної політики має достатню аргументацію, свої як сильні, так і слабкі сторони. Утім, це аж ніяк не дає підстав ні для шаблонного, ні довільного вибору типу дивідендної політики. У кожному випадку потрібен раціональний, виважений підхід з обов'язковим урахуванням ряду факторів стосовно стану корпорації та її місця на ринку. Зупинимось детальніше на характеристиці названих вище типів дивідендної політики.

Повну капіталізацію чистого прибутку, а отже, свідому відмову від дивідендів, вочевидь, можна лише умовно назвати окремим типом дивідендної політики. Узагалі вона може бути доцільною тільки як тимчасовий захід щодо реалізації інтересів акціонерів, пов'язаний або з розробкою й доведенням до технологічної стадії інвестиційного проекту, або з проведенням докорінної реструктуризації компанії, котра потрапила у критичне становище. Приміром, нині найдорожча корпорація світу “Microsoft” майже чверть віку з часу виникнення цілеспрямовано нарощувала свою могутність і лиш у 2003 р. уперше наділила своїх акціонерів дивідендами.

Формування дивідендного фонду за залишковим принципом є, мабуть, найпопулярнішим типом політики, позаяк він найбільш влаштовує і топ-менеджмент корпорацій. Застосовуючи його, вочевидь, керуються пріоритетністю інтересів корпорації в цілому, мотивуючи цей вибір необхідністю закладення фундаменту для стабільної виплати дивідендів у перспективі. Найвідоміша концепція ефективності саме

такої політики розроблена ще наприкінці 50-х рр. ХХ ст. нобелівськими лауреатами американцями Ф. Модільяні та М. Міллером [1]. Чимало дослідників і дотепер схиляються до цієї фінансової стратегії, вважаючи її оптимальною на тій підставі, що за умови розвинутого ринку капіталу та постійного піклування про конкурентоспроможність корпоративного бізнесу розмір дивідендів не впливає на зміну сукупного доходу акціонерів, бо останній приростає за рахунок курсової різниці. Інакше кажучи, тільки за умови достатніх інвестицій у підтримання високої конкурентоспроможності компанії її власники отримують максимум сукупного доходу. Тому дивіденди у кожний період часу можуть бути різними: можуть поглинати весь чистий прибуток, а можуть і не виплачуватись узагалі – усе вирішує наявність реальних інвестиційних проектів. Однак зворотною стороною цього принципу є підвищений ризик та невизначеність для акціонерів щодо правильності вибору інвестиційних проектів та можливостей їх успішної реалізації (ймовірність невинуватої жертви). Цілком очевидно, що такий підхід не є привабливим для дрібних інвесторів, які віддали б перевагу “синиці в руках”.

Закладення у розподіл чистого прибутку стабільної дивідендної частки також має своїх прихильників, позаяк ним припускається істотне зменшення впливу суб'єктивного фактора на встановлення щоразу розміру дивідендів: дивідендний фонд напряду залежить від обсягу чистого прибутку, що дає змогу пересічному акціонеру чітко вирахувати свій дохід. Однак вадами цього підходу є, по-перше, обмеження інвестиційних можливостей корпорації у разі отримання незначного обсягу прибутку й, по-друге, ймовірність спаду інтересу акціонерів до участі в управлінні товариством, оскільки розподіл прибутку наперед унормовано. Проте, як стверджують аналітики, саме цей підхід користується неабиякою популярністю у корпоративній практиці розвинених країн [3;4].

Політика постійного росту дивідендів має чітко виражений психологічний ефект, який приваблює інвесторів і партнерів до співпраці. Однак більш-менш тривале прирощування дивідендів допустиме лише за умови незначного розміру початкових (стартових) дивідендних виплат та дотримання твердих ставок приросту. Тому корпорація, котра вибрала таку дивідендну стратегію, приречена часто штучно занижувати дивіденди, незважаючи на сприятливі можливості їх разового істотного збільшення, або ж, навпаки, вишукувати резерви для виконання прийнятої програми у несприятливих періодах.

Нарешті, політика стабільності виплат дивідендів поширилася тому, що не обіцяє наперед встановлених абсолютних чи відносних розмірів дивідендів, а лише гарантує постійність їх виплати. Завдяки цій обставині така політика, безперечно, “працює” на імідж корпорації, її ринкову капіталізацію, хоча й зобов’язує у несприятливі періоди вишукувати кошти, можливо, навіть і позичати, аби тільки дотримуватися вибраного курсу взаємовідносин зі своїми акціонерами.

Отже, немає ідеальної дивідендної політики й, певна річ, бути не може. Вибір і реалізація її конкретного типу завжди визначається багатьма факторами економічного, правового, соціального, психологічного, адміністративного характеру. Втім, це й зрозуміло, адже ефективність цієї політики має сенс тільки в контексті реалізації загальноекономічної стратегії розвитку корпорації.

Дивідендна політика сучасних українських корпорацій різюче відрізняється від філософії мислення та практики корпоративного бізнесу розвинених країн. У нас, відверто кажучи, ще не прийнято виплачувати дивіденди. Так, за даними ДКЦПФР України, протягом останніх двох-трьох років про виплату дивідендів оголошували не більше 5-8% формально відкритих і близько 10% закритих акціонерних товариств, причому лише із тих, що виявилися законослухняними й оприлюднили свої звіти. Якщо ж зважити на те, що корпоративний сектор країни наразі представляють майже 35 тис. акціонерних підприємств, то ситуація виглядає і справді сумно.

Локальність та мізерність виплат дивідендів пояснюється не тільки і навіть не стільки фінансовими труднощами підприємств, скільки відвертим нехтуванням правами й законними інтересами акціонерів. Частково про це свідчить хоча б той факт, що близько 40% акціонерних підприємств останніми роками працюють прибутково. Таке ставлення до акціонерів мотивується, головним чином, неринковою природою утворення цих структур, тим, що пересічний акціонер набув формального статусу лише в результаті сертифікатної приватизації державної власності, не зробивши жодних інвестувань у розвиток підприємства, тоді як теперішні власники і керівники підприємства доклали чималих зусиль для його виведення із кризи та захисту від посягань ззовні [5]. Не краще почуваються і міноритарні акціонери закритих корпорацій, які складають дві третини від усіх акціонерних товариств і виникли у більшості своїй на основі оренди з

правом викупу. Колишній викуп підприємства у держави за залишковою обліковою вартістю, здійснюваний за рахунок прибутку підприємства та частково заощаджень працівників, став надбанням історії і тільки, оскільки у постприватизаційний період керівники підприємства шантажем і обманом перерозподілили корпоративні права власності на свою користь. Більше того, як показує практика, навіть акціонера, що придбав акції на ринку, часто сприймають вороже, мовляв, він же нічого не зробив для підприємства і тому нехай не заважає працювати. Парадокс, але буває, що й придбання контрольного пакету акцій не гарантує власнику доступу до підприємства та його менеджменту, оскільки за останнім виявляються реальні власники і без титулів власності, зазвичай, із впливових політиків, представників регіональної влади, криміналітету.

Звичайно, таке системне збиткування над правами й інтересами акціонерів спричиняє суб'єктивний фактор, як-от низький рівень загальної і корпоративної культури, стереотипи старого режиму господарювання, брак реальних професійних знань і навичок прийняття ефективних управлінських рішень в конкурентних умовах. За даними опитувань, розробкою стратегічних довгострокових програм розвитку бізнесу, у яких чільне місце відведено взаємовідносинам з акціонерами, займаються лише в окремих корпораціях. Абсолютна ж більшість керівників великих підприємств не бачить у цьому взагалі ніякого сенсу і водночас бідкається про інвестиційний голод та загрози для себе і країни від вступу останньої до СОТ.

Між тим, окремі вітчизняні компанії, як-от “Концерн Галнафтогаз”, “Ukrproduct Group”, “XXI Вік”, привівши власне корпоративне управління у відповідність із цивілізованими стандартами, змогли успішно реалізувати свої акції на Лондонській фондовій біржі й залучити таким чином значні інвестиції. Ці поодинокі поки що приклади подають обнадійливі сигнали, що у разі поважного ставлення до усіх акціонерів, у тому числі й міноритарних, корпоративний сектор України може забезпечити собі роль локомотива економічного зростання, як це має місце в розвинених країнах світу.

Існує гадка, що керівників і власників акціонерних підприємств можна було б примусити виплачувати дивіденди в законодавчому порядку. Попередній уряд Ю. Єханурова й справді вносив на розгляд Верховної Ради законопроект “Про акціонерні товариства”, який мав

закріпити обов'язковість виплати дивідендів в обсязі не менше 15% чистого прибутку. Його, звісно, відхилили. Ми вважаємо, що такі наміри уряду взагалі не мають раціонального підґрунтя, як і ті, щоб змусити корпорації із державними частками виплачувати дивіденди державі навіть за відсутності чистого прибутку. По-перше, це рішення не враховує доволі строкатий фінансовий стан компаній, а відтак і різні їх можливості щодо доцільності саме такого розподілу чистого прибутку; по-друге, це було б суто адміністративне втручання у справи самих акціонерів; по-третє, воно б стало ще одним чинником тінізації національної економіки. Адже, відомо, що та своєрідна інсайдерська модель корпоративної власності, котра склалася наразі в Україні, сприяла масовому втягненню найбільш прибуткових підприємств у фінансово-промислові групи та використанню з їх допомогою схем виведення активів через механізм трансфертних цін, завдяки чому мінімізуються прибутки й відповідно платежі з них. Тому ефективними тут можуть бути рішення уряду, що носять системний, рішучий і послідовний характер.

Потрібні, насамперед, законодавчі рішення по гарантуванню безпеки прав власності, зокрема акціонерів. І тут, цілком очевидно, потрібна політична воля для невідкладного запровадження спеціального корпоративного законодавства, яке б належним чином регламентувало порядок формування та діяльності корпоративних органів управління, захищало законні інтереси інвесторів. Але одними законами, навіть добре виписаними, справа не заладиться. Потребує докорінного реформування система судочинства з тим, аби верховенство права набуло реального значення у суспільстві.

Окрім правового урегулювання корпоративних відносин, імперативом руху в бік справжнього ринку для України, на наше переконання, має стати реалізація стратегії уряду по розвитку конкурентних ринкових відносин. Головним критерієм ефективності ринкових реформ є ступінь конкурентоспроможності національної економіки. Тільки жорстка ринкова конкуренція спроможна стати рушієм щодо теперішніх квазікорпорацій, керівники і власники яких зацікавлені радше не в зміцненні конкурентних позицій чесними засобами, а в забезпеченні своєї особистої влади та джерел отримання ренти. Для цього слід істотно посилити антимонопольне регулювання економіки, провести серйозну експертизу різноманітних фінансових пільг для

суб'єктів господарювання із залученням до участі у ній експертів і громадськості. Факторами, що сприятимуть прискоренню здійснення цих заходів, стануть, зокрема, вступ країни до СОТ, який уже є невідворотним, значне здорожчання енергоносіїв, критична зношеність і застарілість необоротних активів підприємств. Але, наголосимо ще раз, проблема корпоративного управління і захисту прав власності в Україні чекає наразі політичних рішень.

Література

1. *Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ. – М.: ДЕЛО, 1999;
2. *Гэлбрейт Дж.К.* Новое индустриальное общество / Пер. с англ.– М.: Прогресс, 1969;
3. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998;
4. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1997;
5. *Задерей Н.* Міноритарний марш-кидок // Круглий стіл. Проект Міжнародної фінансової корпорації “Корпоративний розвиток в Україні”. – 2004. – №6. – С. 23-24.

UCC 334.722.85 (477)

Talking About Profits: Whose Interests Prevail? / Sirko A.V., Naidych N.N.

Foreign experience as for as the models and principles of formation of corporations profit policy are concerned, as well as modern problems and main ways of activation of profit business in Ukraine are examined.