Білоченко А.М.,
кандидат економічних наук,
головний консультант,
Секретаріат Президента України

УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВ З ДЕРЖАВНОЮ ЧАСТКОЮ В УКРАЇНІ

Розглянуто сучасний стан і проблеми реалізації дивідендної політики підприємств з державною часткою в Україні (насамперед, акціонерних товариств), проаналізовано досвід окремих зарубіжних країн у формуванні такої політики, запропоновано заходи, спрямовані на поширення практики виплати дивідендів серед акціонерних товариств нашої держави.

The article treats of the modern state and problems in the realization of enterprises' dividend policy with the state's share in Ukraine (first of all, joint-stock societies). The author analyzes the experience of some foreign countries in forming such policy and suggests measures aimed at spreading the practice of paying dividends among joint-stock societies of our state.

Одержання дивідендів разом із здійсненням впливу на діяльність акціонерних товариств є основною метою набуття їхніх акцій в ринковій економіці. Водночас успішна діяльність товариств потребує постійного реінвестування прибутку в розширення виробництва для підвищення дивідендних виплат у майбутньому. У цьому зв'язку оптимальна дивідендна політика повинна створювати раціональне співвідношення між частиною прибутку, що розподіляється між акціонерами (направляється у фонд виплати дивідендів), і його частиною, що накопичується (реінвестується у виробництво).

На жаль, у вітчизняних умовах таке співвідношення досить часто порушується. Переважна більшість акціонерних товариств у нашій країні дивідендів зовсім не сплачують. Гострою ця проблема є й для підприємств з державною часткою у статутному фонді. Адже у цьому випадку йдеться про прямі та опосередковані втрати для держави, яка є особливим акціонером таких суб'єктів господарювання. Незважаючи на скорочення кількості підприємств, у статутному капіталі яких є частка держави, питання підвищення результативності їх дивідендної політики не втрачає своєї актуальності.

Проблема вдосконалення дивідендної політики підприємств з державною часткою акцій тісно пов'язана з комплексом інших першочергових питань підвищення ефективності використання державної власності та захисту інтересів держави. Зокрема, йдеться про вдосконалення управління в державному секторі економіки (у т. ч. фінансового менеджменту), впровадження системи моніторингу фінансово-господарської діяльності таких підприємств тощо.

Питанню вдосконалення дивідендної політики підприємств присвячено праці таких вітчизняних дослідників, як О.В. Козлова, Ю.О. Лупенко, Я.І. Невмержицький,

© Білоченко А.М., 2008

С.В. Нестерова, Н.Г. Пігуль, Б.С. Стеценко, С.І. Цесаренко[1], В.С. Шафран, М.В. Короленко та інші. Серед українських учених широкий спектр актуальних наукових проблем з теорії та практики становлення корпоративної форми господарювання в нашій державі досліджували такі вчені, як Д.О. Баюра, В.Ф. Беседін, О.Г. Білорус, І.К. Бондар, П.Ю. Буряк, М.В. Венецька, В.М. Геєць, В.І. Голіков, М.П. Денисенко, В.А. Євтушевський, І.О. Жадан, О.Р. Кібенко, С.Ю. Лєдомська, О.Г. Мендрул, Г.В. Назарова, О.Й. Пасхавер, А.Б. Педько, Ю.Є. Петруня, О.Ю. Рудченко, П.П. Самофалов, А.В. Сірко, І. Спасібо-Фатєєва, Є.І. Чернявська, М.В. Чечетов, М.Г. Чумаченко, С.О. Якубовський та інші. Значний внесок у вирішення проблем корпоративних фінансів, у тому числі у формування обґрунтованої дивідендної політики, зробили такі зарубіжні дослідники, як Р. Брейлі, Ю. Брігхем, Дж. Ван Хорн, М. Гордон, Д. Дюран, М. Дональд, Дж. Лінтнер, С. Майєрс, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж. Стігліц та інші. Проблемам ефективного розподілу власності в акціонерному товаристві приділяють увагу такі російські вчені, як П. Алтухов, В. Басаргін, Д. Голубков, Т. Долгопятова, Р. Ентов, В. Іноземцев, Р. Капелюшніков, А. Колганов, П. Кузнєцов, О. Осіпенко, Ю. Перевалов, А. Радигін, Є. Розанов, І. Сідоров, М. Старовойтов, Л. Страхова, А. Фоміних та інші. Однак, незважаючи на досить велику кількість праць, присвячених проблемам формування та реалізації дивідендної політики, окремі її аспекти все ще залишаються недостатньо розробленими і висвітленими в економічній літературі. Насамперед, це стосується проблеми невиплати дивідендів вітчизняними акціонерними товариствами, у статутному капіталі яких є державна частка.

З огляду на викладене, основною метою дослідження стали вивчення сучасного стану і проблематики формування дивідендної політики на підприємствах з державною часткою, розробка на основі досвіду окремих зарубіжних країн дійових заходів, спрямованих на вдосконалення такої політики з урахуванням особливостей корпоративних відносин в Україні.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання:

— дослідити сутність дивідендної політики та основні фактори її формування;

— вивчити актуальні підходи до формування стратегії виплати дивідендів в окремих зарубіжних країнах;

---

[1] *Козлова О.В.* Визначення та оцінка дивідендного потенціалу акціонерного товариства // Теория и практика экономики и предпринимательства: Материалы Всеукраинской научно-практической конференции. — Симферополь, 2004.— С. 131; *Лупенко Ю.О.* Акціонерні товариства в АПК. — К.: Вид-во Ін-та аграрної економіки, 1997. — 185 с.; *Поддєрьогін А.М., Білик М.Д., Буряк Л.Д., Невмержицька Н.Ю., Невмержицький Я.І.* Фінансовий менеджмент: Підруч. / Київський національний економічний ун-т / А.М. Поддєрьогін (кер. кол. авт. і наук. ред.). — К.: КНЕУ, 2005. — 535 с.; *Нестерова С.В.* Концепція дивідендної політики в умовах України // Проблемы легкой и текстильной промышленности Украины. — 1998. — № 1. — С. 7—9; *Пігуль Н.Г.* Основні форми дивідендних виплат: специфіка та методи їх застосування // Вісник УАБС. — 2002. — № 1(12). — С. 36—41; *Суторміна В.М., Федосов В.М., Радзієвська В.М., Стеценко Б.С.* Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч.-метод. посіб. для самостійного вивч. дисципліни / Київський національний економічний ун-т. — К.: КНЕУ, 2002. — 86 с.; *Цесаренко С.І.* Управління дивідендною політикою в акціонерних товариствах: теорія та практика / Українська академія зовнішньої торгівлі. — К., 1998. — 48 с.

— обґрунтувати заходи щодо поширення практики і забезпечення стабільності виплат дивідендів підприємствами з державною часткою в нашій країні.

Корпоративний сектор в Україні, як і в інших країнах пострадянського простору, формувався під впливом сукупності різних чинників. Однак беззаперечним є той факт, що ключову роль у цьому процесі відіграла саме держава. Навіть нині, після завершення активної стадії приватизації, вона все ще володіє значними корпоративними правами. За таких умов вагомо зростає актуальність питання підвищення ефективності управління ними.

Функція держави з управління власними корпоративними правами має два ключових аспекти. З одного боку, держава повинна задовольняти суспільні потреби та здійснювати макроекономічне регулювання основних ринків. З іншого, вона повинна обов'язково реалізувати свої інтереси як акціонер у межах конкретного акціонерного товариства. Виконання всіх цих функцій можливе лише за умови забезпечення ефективного використання та надійного збереження державного майна, яке міститься у статутних фондах акціонерних товариств, організації контролю за рухом грошових потоків, дотримання законодавства, своєчасного і повного надходження дивідендів до бюджету. Таким чином, обов'язково слід збалансувати інтереси держави з розвитком акціонерних товариств. При цьому головним критерієм успішної діяльності для будь-якого акціонера є питання виплати очікуваного доходу за цінними паперами, тобто дивідендів.

За своєю суттю дивіденди — це форма індивідуального привласнення прибутку (його частини), тобто в них одночасно втілюються відносини власності й розподільчі відносини[2]. Регулювання процесу нарахування і виплати дивідендів через систему певних норм і заходів для досягнення або підтримання певного стану становить зміст дивідендної політики[3]. Отже, суть останньої полягає в раціональному розподілі прибутку підприємства. Дослідження багатьма авторами теорій нарахування дивідендів і вивчення типів дивідендної політики підтвердили тезу про те, що кожне акціонерне товариство повинно індивідуально підходити до способу нарахування дивідендів, з огляду на власні умови функціонування та стратегію розвитку. При цьому механізм виплат і нарахування дивідендів має бути прозорим і зрозумілим, що значно підвищить ефективність діяльності корпорації. Вітчизняна та зарубіжна практика господарювання дозволяє виділити такі види дивідендної політики: стабільної питомої ваги дивідендів у прибутку, фіксованих дивідендних виплат, постійного зростання дивідендів, стабільності виплат дивідендів, залишкова політика та політика повної капіталізації прибутку.

У даний час значна частина вітчизняних підприємств, у тому числі з державною часткою у статутних фондах, не виплачують дивідендів. Це обумовлено такими чинниками, як відсутність прибутку (або ж його приховування), недосконалість

[2] *Лупенко Ю.О.* Зазнач. праця. — С. 119

[3] *Там само.*

податкового законодавства, значний вплив інсайдерів на прийняття фінансових рішень, існування певних груп власників з різними цільовими орієнтирами, висока вартість фінансових ресурсів на ринку капіталів, штучне зниження інтересу до підприємств сторонніх інвесторів, слабкість інституційних інвесторів тощо.

З проблемою невиплати дивідендів в різні часи тією чи іншою мірою зіткнулися багато країн світу. Особливої гостроти вона набула у країнах колишнього соціалістичного табору — наших найближчих сусідів. Так, за даними Варшавської фондової біржі, з 319 польських акціонерних товариств, акції яких у 2007 році оберталися там, дивіденди виплачували лише 80 (тобто 25 %). Враховуючи той факт, що товариства, цінні папери яких представлені на даній біржі, — це, як правило, провідні підприємства основних галузей польської економіки, ситуація з виплатою дивідендів в інших подібних підприємствах виглядає не найкращим чином. Зазначені тенденції, які спостерігаються останнім часом не лише у Польщі, а й в інших країнах — нових членах ЄС, пояснюються не низьким рівнем доходів акціонерних товариств, а їх величезними потребами в інвестиціях. Наприклад, найбільші польські торговельні мережі, нафтопереробні компанії та нафтотрейдери вже вирішили направити цього року значну частину своїх прибутків саме на інвестиції[4].

Що стосується провідних банків цієї країни, то суттєве зростання останнім часом обсягів надання кредитів змушує їх забезпечувати високий рівень показників ліквідності та нагромаджувати значні обсяги готівки, відмовляючись від виплати дивідендів. Наприклад, найбільший за розмірами активів банк "Pekao SA" планує виплачувати в цьому році дивіденди на рівні 9 злотих на 1 акцію (у минулому році — 9,6 злотого), один з лідерів банківської системи, банк "BZ WBK" платитиме близько 3 злотих на 1 акцію замість 6 у 2006 році, а "ING Bank Śląski" взагалі відмовляється від дивідендних виплат, тоді як у 2006-му і 2007-му призначав для зазначених цілей понад 60 % свого прибутку[5].

Водночас, багато науковців та експертів не схильні драматизувати ситуацію у Польщі[6]. На їх думку, роль дивідендів неодмінно зростатиме разом із розвитком ринку капіталів, а також зайняттям Варшавською фондовою біржею чільного місця серед провідних європейських та світових фондових бірж. Очікується, що додатковим стимулом для виплати дивідендів стане подальший розвиток пенсійних та інвестиційних фондів, статут більшості яких передбачає можливість інвестування лише в ті цінні папери, які приносять постійні доходи. Отже, ці фонди просто не можуть купувати акції тих акціонерних товариств, які не виплачують дивідендів. Даний аргумент остаточно переконає підприємства, безумовно, якщо їх менеджмент зацікавлений в утриманні високої ціни на акції.

У Російській Федерації спостерігається подібна ситуація з виплатою дивідендів. Так, за результатами проведеного фахівцями російської щоденної ділової

[4] http://www.pb.pl.
[5] *Там само.*
[6] *Там само.*

газети "RBC daily"[7] аналізу обсягів та розмірів дивідендів компаній, встановлено, що у 2006 році ті з них, які входили до першої сотні за розмірами капіталізації, не завжди були лідерами за розміром виплачуваних на 1 акцію дивідендів. Так, інвестиційна компанія "Тройка Діалог" (Москва) на власному веб-сайті оприлюднила попередні дані про очікувані розміри дивідендів за результатами роботи провідних російських компаній у 2007 році[8]. Зокрема, лише 53 з 96 компаній, інформація про які міститься на сайті, задекларували свої наміри виплатити дивіденди у поточному році.

Більшість російських експертів убачають основні причини такої ситуації в активному придбанні акцій російських компаній іноземними інвесторами (першочергова мета яких — зростання котирувань цінних паперів, а не дивідендів), а також у направленні отриманого прибутку на підвищення капіталізації. Крім того, російські фахівці вважають, що в зростаючих економіках більшість компаній не сплачують дивідендів у зв'язку з тим, що прибуток йде на модернізацію виробництва. Тому існує думка, що виплата дивідендів характерна для тих ринків, де курсові коливання є незначними[9].

Проблема невиплати дивідендів, на жаль, залишається надзвичайно актуальною і для українських підприємств, насамперед господарських товариств з державною часткою. Так, за даними Фонду державного майна України (ФДМУ), станом на початок 2008 року в Україні функціонувало 920 суб'єктів господарювання, які мали державну частку в статутних фондах (причому в 97 з них вона перевищувала 25 %); з них близько 800 — це господарські товариства, управління корпоративними правами держави у яких здійснював саме ФДМУ та його регіональні відділення.

Відповідно до помісячного плану податків, зборів та платежів до загального фонду Державного бюджету України, розробленого Міністерством фінансів України, планове завдання на 2007 рік щодо надходження дивідендів, нарахованих на акції (частки, паї) господарських товариств, які є у державній власності, було встановлене в розмірі 250 млн грн. За даними Державного казначейства України, загальна сума фактично перерахованих дивідендів від суб'єктів підприємницької діяльності, утворених за участю держави станом на 1 січня 2008 року, дорівнювала 263,87 млн грн. Отже, виконання річного плану з надходження дивідендів за 2007 рік склало 105,55 %.

Разом з тим станом на 3 січня 2008 року лише близько 20 % усіх господарських товариств, управління корпоративними правами держави яких здійснює ФДМУ, нарахували та сплатили дивіденди за результатами фінансово-господарської діяльності у 2006 році. Це переконливо свідчить про значні резерви зростання

[7] http://www.rbcdaily.ru.
[8] http://www.troika.ru.
[9] http://www.rbcdaily.ru.

зазначеного показника. Крім того, за даними Державної податкової адміністрації України, у 2007 році до Державного бюджету України та місцевих бюджетів господарськими товариствами, у статутному капіталі яких державна частка перевищує 50 %, було сплачено податків, зборів (обов'язкових платежів) у сумі 977,2 млн грн, що на 31 млн грн (або на 3,1 %) менше, ніж у 2006 році.

Така "ефективність" використання державного майна не може не викликати занепокоєння, навіть з огляду на той факт, що поточна економічна ситуація вимагає від багатьох акціонерних товариств відволікання значної частини прибутків на оновлення основних засобів, покриття нестачі оборотних коштів і т. п., що не сприяє виплаті дивідендів.

На жаль, і у найбільш розвинених регіонах держави ситуація не є кращою. Наприклад, за даними Територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в м. Києві, станом на 1 січня 2008 року у столиці функціонувало 8495 акціонерних товариств, з них 1165 — відкриті (ВАТ), а 7330 — закриті (ЗАТ) акціонерні товариства. У 2007 році 3685 суб'єктів зареєстрували випуск цінних паперів, з них 498 — ВАТ і 3187 − ЗАТ. Але лише 129 підприємств з державною часткою у статутному капіталі випустили цінні папери.

На нашу думку, неефективність управління державними корпоративними правами в Україні зумовлена рядом чинників. Насамперед, йдеться про невисокий ступінь розвитку корпоративних відносин, незрілу корпоративну культуру, нерозвиненість фондового ринку України, неврегульованість правового поля діяльності акціонерних товариств. Відсутність єдиної біржі (а разом з нею й дійового ринкового механізму оцінки вартості акцій вітчизняних підприємств), повнофункціонального депозитарію, інших обов'язкових елементів інфраструктури ринку не сприяє поширенню практики дивідендних виплат вітчизняними підприємствами.

Для суттєвого поліпшення ситуації на макрорівні, перш за все, необхідно вдосконалити правову базу, а саме прийняти Закони України "Про акціонерні товариства" і "Про Фонд державного майна України", докласти зусиль з метою створення та забезпечення діяльності єдиної біржі цінних паперів у нашій державі, а також усіляко стимулювати створення та розвиток інституційних інвесторів. Провідний зарубіжний досвід сусідніх країн — нових членів ЄС, а також країн з перехідною економікою переконливо демонструє необхідність підвищення ефективності управління наявними державними корпоративними правами і направлення одержаних від цього коштів, насамперед, у розвиток підприємств з державною часткою. Тому на сучасному етапі доцільно запровадити ефективний фінансовий механізм управління державними корпоративними правами, який не повинен обмежуватися наповненням державного бюджету через продаж пакетів акцій підприємств.

Одним із шляхів підвищення ефективності використання державної власності може бути поширення використання механізму випуску державних довгострокових

інвестиційних облігацій для фінансового забезпечення розвитку найбільш привабливих підприємств з державною часткою. Кошти, отримані в результаті емісії таких облігацій (а основним гарантом їх забезпечення виступатиме держава), можуть направлятися на підтримку діяльності зазначених підприємств, попередній відбір яких має здійснюватися урядом. Основним джерелом цих виплат можуть бути кошти, направлені на дивідендні виплати за державними корпоративними правами.

Основними напрямами вдосконалення управління державними корпоративними правами на сучасному етапі можуть бути:

— визначення оптимальних обсягів та структури державного сектору економіки;

— використання провідного світового досвіду, загальноприйнятих принципів корпоративного управління;

— покращення нормативно-правового забезпечення корпоративного управління;

— впровадження системи моніторингу фінансово-господарської діяльності підприємств з державною часткою;

— підвищення ефективності менеджменту в державному секторі економіки, у т. ч. на основі розробки ефективного механізму реалізації функцій представників ФДМУ з управління акціями (частками) господарських товариств з державною часткою;

— підвищення кваліфікації фахівців у сфері корпоративного управління;

— розвиток фінансового ринку України, його складових та інфраструктури.

Таким чином, на даному етапі формування вітчизняної економіки зростає актуальність питань, пов'язаних з ефективністю управління державними корпоративними правами, насамперед з підвищенням прибутковості підприємств з державною часткою, а також виплати ними дивідендів. Незважаючи на перевиконання державними підприємствами планового завдання на 2007 рік з надходження дивідендів, нарахованих на акції (частки, паї) господарських товариств, які є у державній власності, все ще існують значні резерви для зростання цього показника. Повнішому їх використанню сприятиме активне залучення зарубіжного досвіду з управління державними корпоративними правами, а також створення та зміцнення всіх необхідних елементів інфраструктури ринку цінних паперів у нашій державі.