

Павлюк К. В.,

кандидат економічних наук, доцент,
завідувач відділення теоретичних проблем
фінансово-економічного регулювання
Науково-дослідного фінансового інституту
при Міністерстві фінансів України

ОСОБЛИВОСТІ РОЗПОДІЛУ ПРИБУТКУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Для ефективнішого акціонування вітчизняних акціонерних товариств потрібно вирішити багато організаційних і наукових проблем, чільне місце серед яких посідають проблеми пошуку й обґрунтування ефективного механізму розподілу прибутку. Саме форма власності, що є основною при визначенні структури власних коштів підприємства, обумовлює формування та ефективне використання прибутку підприємства. Від неї залежить процес формування статутного фонду, порядок розподілу прибутку, його нерозподілена частка.

Прибуток є джерелом нарощування власного капіталу підприємства, виплат дивідендів акціонерам (пайовикам), створення фондів підприємства за його рішенням тощо. За величиною прибутку підприємства та ефективністю використання визначається його рейтинг. Разом з тим прибуток є інструментом управління діяльністю підприємства. На основі результатів аналізу прибутковості приймаються управлінські фінансові рішення, спрямовані на підвищення ефективності функцій, що виконує прибуток – оціночної, розподільчої, стимулюючої¹.

Складність розв'язання поставленої проблеми пояснюється необхідністю досягнення консенсусу інтересів акціонерного товариства як суб'єкта господарювання та його акціонерів, що виражається у визначенні пропорцій між розподілом прибутку на потреби фінансування розширення діяльності та на споживання.

Проблеми формування і використання фінансових ресурсів підприємств, зокрема прибутку, досліджувалися у працях М. Д. Білик, А. І. Даниленка, С. С. Осадця, А. М. Поддєрьогіна, Г. О. П'ятаченка, В. М. Суторміної та ін. Однак недостатньо вивченими залишаються питання розподілу прибутку акціонерних товариств у сучасних умовах господарювання в Україні. Тому метою статті є виявлення особливостей розподілу прибутку акціонерних товариств та обґрунтування сучасних методів управління цим процесом.

Розподіл прибутку являє собою процес формування напрямків його подальшого використання відповідно до цілей і завдань розвитку акціонерного товариства, що здійснюється згідно зі спеціально розробленою політикою, основу якої складає дивідендна політика. Політика розподілу прибутку покликана відображати вимоги загальної стратегії розвитку підприємства, забезпе-

¹ Білик М. Д., Павловська О. В., Прутуляк Н. М., Невмержицька Н. Ю. Фінансовий аналіз: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 2005. – 592 с.

чувати підвищення його ринкової вартості, формувати необхідний обсяг інвестиційних ресурсів, забезпечувати матеріальні інтереси власників і персоналу.

Розподільча структура чистого прибутку спрямована на безпосередню реалізацію головної мети політики управління фінансами акціонерного товариства – зростання вартості капіталу і добробуту акціонерів. Для перспектив розвитку акціонерного товариства пропорція розподілу чистого прибутку на споживання і накопичення має велике значення. Існують різні форми зворотного зв'язку між величиною фонду накопичення (реінвестування) і формуванням чистого прибутку в наступному періоді. Характер розподілу прибутку визначає істотні аспекти діяльності компанії, впливаючи на її результативність та інвестиційну привабливість. Однак на інвестиційну привабливість впливають також пропорції розподілу фонду споживання. Так, особливо важливим є питання стосовно фонду, кошти якого спрямовуються власникам – фонду виплати дивідендів, а також щодо інших фондів споживання, що залишаються за межами коштів власників і формують доходи інших учасників корпоративного управління (робітників, менеджерів, керівників корпорації).

Чистий прибуток, який залишається у розпорядженні акціонерного товариства після задоволення зобов'язань перед кредиторами та державою, надходить у власність акціонерів і рішенням вищого органу управління – загальних зборів акціонерів розподіляється на дві частини: дивіденди і нерозподілений прибуток.

За своєю економічною сутністю нерозподілений прибуток є однією із форм резерву власних фінансових ресурсів акціонерного товариства, що забезпечує його виробничий розвиток у наступному періоді. Слід зазначити, що на відміну від країн із розвинутою ринковою економікою, у вітчизняній практиці термін “нерозподілений прибуток” має більш вузьке значення.

Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) минулих років поряд зі статутним (реєстрованим) капіталом та резервним (страховим) капіталом є складовою власних коштів (власного капіталу) акціонерного товариства. Власний капітал – це власні джерела акціонерного товариства, які без визначення терміну повернення внесені (засновниками) або залишені ними на підприємстві з уже оподаткованого прибутку. Наявність достатнього обсягу власних коштів забезпечує розвиток акціонерного товариства, позитивно позначається на стані відносин розподілу між різними суб'єктами господарювання. Цей показник є одним із найважливіших при визначенні таких істотних ознак акціонерного товариства, як забезпеченість коштами для його функціонування, кредитоспроможність, платоспроможність.

На відміну від статутного фонду (вкладу внеску), основними функціями якого є інвестування діяльності акціонерного товариства (це першочергове джерело формування його майна; регулювання відносин власності (розподіл майна, виробленої продукції, одержаного прибутку тощо); управління акціонерним товариством (кількість голосів кожного учасника пропорційна (або дорівнює його внеску), нерозподілений прибуток – добровільний додатковий внесок виконує лише першу із зазначених функцій – інвестування. Його

кошти можуть бути спрямовані на розвиток акціонерного товариства, закупівлю товарно-матеріальних цінностей, покриття збитків тощо.

Нерозподілений прибуток визначається як різниця між сумою одержаного у звітному році прибутку та сумою його використання протягом року на внутрішні й зовнішні цілі (тобто частка прибутку поточного року, що лишається не спожитою). Нерозподілений прибуток може перебувати у двох формах: власне нерозподіленого прибутку та створених спеціальних фондів (преміювання, надання допомоги, розвитку соціальної сфери тощо). Розглянуте вище визначення нерозподіленого прибутку є характерним для вітчизняної практики бухгалтерського обліку. Як вже зазначалося, існують деякі відмінності у його визначенні в країнах з ринковою економікою.

Наявність реінвестованого прибутку означає, що активи компанії були збільшені за рахунок операцій, за якими одержано прибуток. Сам же нерозподілений прибуток дорівнює сумі прибутку компанії (з початку її надходження) за вирахуванням різноманітних збитків, сплати за дивідендами та прибутку, трансформованому в авансований капітал (суми, вкладені акціонерами у корпорацію). Прибуток вважається реінвестованим, якщо активи фірми у цілому збільшилися.

Західні економісти використовують різноманітні терміни для визначення нерозподіленого прибутку. Один з них – надлишок (*surplus*), тобто надлишок активів, який можна використати для сплати дивідендів. Проте такий підхід не є вірним, оскільки саме інвестування нерозподіленого прибутку не припускає надлишків. Щоб запобігти неправильній інтерпретації, Американський інститут присяжних бухгалтерів рекомендує більш адекватні терміни: “нерозподілений прибуток” (*retained earnings*), “нерозподілений дохід” (*retained income*), “акумуляований прибуток” (*accumulated earning*), “прибуток, залишений для використання у бізнесі” (*earning retained for use in the business*).

Отже, однією з найдискусійніших проблем у сфері фінансового менеджменту є питання ефективності розподілу сформованого акціонерними товариствами прибутку як джерела фінансового забезпечення різних за економічним змістом потреб.

Складність реалізації дивідендної політики полягає в тому, що спроможність акціонерного товариства виплачувати дивіденди обумовлюється не тільки його прибутковістю, а й ліквідністю. Адже прибуток – це умовний розрахунковий показник, а не реальні кошти, що можуть бути використані для дивідендних виплат чи взагалі будь-яких операцій купівлі-продажу. Грошові потоки акціонерного товариства, яке має у своєму розпорядженні прибуток для дивідендних виплат, в цей самий час можуть бути обмежені.

Проведення дивідендної політики є найважливішою ознакою, за якою акціонерні товариства відрізняються з-поміж інших підприємств. Дивідендна політика – одне з найскладніших питань у теорії та практиці корпоративного управління. Мабуть у жодній сфері корпоративних фінансів немає такої кількості різновекторних думок стосовно дивідендної політики. Ба-

гатьма авторами, такими, як О. Є. Попов², О. М. Вакульчик³, В. М. Суторміна⁴ вже були зроблені спроби систематизувати фактори, які впливають на формування дивідендної політики. Обираючи той чи інший тип такої політики в сучасних умовах, акціонерне товариство має враховувати певні фактори.

По-перше, рівень прибутковості господарської діяльності. За низької рентабельності акціонерне товариство має для розподілу відносно малу суму прибутку, що залишається в його розпорядженні. У цьому випадку воно повинно задовольнити насамперед невідкладні виробничі потреби, тому акціонерне товариство вимушене обирати залишкову політику дивідендних виплат, а за певних умов – зовсім відмовитися від них.

По-друге, вимоги економічного зростання. Акціонерне товариство повинно зменшувати частку прибутку, що спрямовується на дивідендні виплати, якщо воно має намір або вимушене через об'єктивні обставини (наприклад, посилення конкуренції, поява на ринку досконаліших видів аналогічної продукції тощо) здійснювати політику економічного підйому, засновану на інвестиціях.

По-третє, можливості прискорення або гальмування реальних інвестиційних проектів, що реалізуються. Якщо акціонерне товариство має можливість впливати на процес реального інвестування, збільшуючи чи зменшуючи його обсяги в окремі періоди, воно може обирати політику стабільного розміру дивідендних виплат.

По-четверте, вартість залучення додаткового капіталу на фінансовому ринку. Якщо кон'юнктура фінансового ринку дає змогу залучити додаткові фінансові ресурси із зовнішніх джерел на сприятливих умовах, акціонерне товариство може підвищити частку прибутку, що спрямовується на дивідендні виплати. Це стосується можливостей залучення як власного капіталу (додаткової емісії акцій, якщо воно вважається інвестиційно привабливим), так і позикового (якщо рівень кредитної ставки значно нижчий за рівень рентабельності власного капіталу).

По-п'яте, можливості залучення додаткових фінансових ресурсів із альтернативних внутрішніх джерел. Інвестиційні потреби акціонерного товариства можуть задовольнятися на умовах самофінансування не тільки за рахунок прибутку, що розподіляється, але й за рахунок амортизаційних відрахувань і деяких внутрішніх джерел формування фінансових ресурсів. Тому в акціонерних товариствах з високою вартістю активної частини основних фондів доцільною є прискорена амортизація, що дасть змогу підвищити рівень спрямування прибутку на дивідендні виплати.

² Попов О. Є. Розробка і реалізація дивідендної політики акціонерного товариства // *Фінанси України*. – № 10. – 2002. – С. 42–47.

³ Вакульчик О. М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект. – Дніпропетровськ: Пороги, 2003. – 257 с.

⁴ Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.

По-шосте, стадія життєвого циклу акціонерного товариства. На перших стадіях життєвого циклу кожне акціонерне товариство потребує значного обсягу додаткового капіталу для забезпечення свого розвитку. Водночас кредитори неохоче видають позики у цей період розвитку через високий рівень кредитного ризику. Тому акціонерне товариство має задовольняти свої інвестиційні потреби переважно за рахунок внутрішніх джерел фінансування (передусім – за рахунок прибутку), відповідно обмежуючи рівень дивідендних виплат.

Керуючись ідеологією пріоритету інтересів акціонерів, що переважає на розвинених ринках, акціонерне товариство передусім має піклуватися про загальну прибутковість акціонера, оскільки саме дивідендна і капітальна прибутковість власника акцій здатні забезпечити лояльність існуючих і потенційних інвесторів.

Однак виплата дивідендів у грошовій формі – це лише видима частина дивідендної політики. Дивідендні виплати аж ніяк не обмежуються готівковими виплатами. Часто компанії впливають на курс акцій, оминаючи механізм прямих дивідендних виплат. Так, за допомогою регулювання кількості акцій в обігу досягається збільшення головного для акціонерів показника – чистого доходу на акцію і, як наслідок, відбувається зростання ринкової вартості компанії. Заміна планів дивідендних виплат планами щодо розрахункових або фактично отриманих доходів на акцію є своєрідним компромісом між прагненнями менеджерів вкласти більше коштів у розвиток компанії та бажаннями акціонерів отримати вищі дивіденди. Зазначений компроміс у жодному разі не входить у суперечність з інтересами акціонерів, для яких альтернативою дивідендним виплатам виступає зростання ринкової капіталізації акцій. В реальних умовах існує багато корпорацій, для яких пріоритетним напрямком є розвиток бізнесу (і, як наслідок, зростання ринкової капіталізації) при цілковитій відсутності дивідендних виплат.

Потенціал, який можна реалізувати протягом довгострокового періоду, дотримуючись такої стратегії, величезний. Крім того, що реалізація стратегії зростання забезпечить наддохідність акціонерам, вона сприятиме поліпшенню конкурентної позиції й забезпечить перевагу над компаніями, які не приділяють належної уваги ринкові власних акцій.

Дивідендна політика може стати дієвим інструментом у боротьбі з наслідками ринкової рецесії й спричиненим нею спадом індексів фондового ринку. Періодичні спади провідних світових ринків акцій кожного разу доводять важливість дивідендів. Адже було помічено, що акції компаній, які виплачували дивіденди, мали набагато нижчі темпи падіння, ніж цінні папери тих корпорацій, що не здійснювали дивідендних виплат. Великі транснаціональні корпорації можуть шляхом диверсифікації (як за країнами, так і за галузями) отримувати прибуток незалежно від тимчасових труднощів на окремих галузевих чи регіональних ринках. Перерозподіл фінансових ресурсів між окремими ланками корпоративної структури сприяє їх концентрації на проблемній ділянці, що дає змогу підтримувати ринок власних акцій за допомогою збільшення дивідендних виплат. Тобто дивіденди відіграють важливу роль, коли зниження капітальної прибутковості

компенсується готівковими виплатами, після чого ринок швидко відновлюється. Це і стало головним уроком для менеджерів: лише турбота про доходи акціонерів, хай навіть найдрібніших, дозволила зупинити стрімке падіння ціни акцій та поступово відновити компаніям свої позиції на фондовому ринку.

Таким чином, пріоритетним напрямком у розподілі фінансових результатів діяльності акціонерного товариства має бути спрямування фінансових ресурсів на фінансування потреб розширення операційної діяльності. Така політика надасть змогу зміцнити конкурентне становище компанії на ринку, позитивно позначиться на зростанні ринкової капіталізації на фондовому ринку. З іншого боку, не слід зменшувати обсяги виплачуваних дивідендів, що може спричинити невдоволення акціонерів. Щоб поєднати такі протилежні підходи до формування напрямків розподілу фінансових ресурсів, грошові виплати доцільно замінити виплатою дивідендів у формі акцій або ж здійснювати програму щодо викупу з обігу акцій власної емісії, результатом чого стане можливість контролювати коефіцієнт співвідношення ціни акції та дохідності.

Крім розподілу прибутку акціонерного товариства на цілі споживання, важливим є інший бік розподільчої структури прибутку – капіталізація фінансових ресурсів в активах підприємств.

Як відомо, фінансові ресурси підприємства, що спрямовуються на власний розвиток, можуть використовуватися на його інвестування – вкладатись у дослідження чи розробку інноваційного продукту – або ж на придбання вже функціонуючих підприємств. Проте організаційно-правова форма акціонерного товариства визначає суттєві особливості у розподілі нерозподіленого прибутку для потреб розвитку підприємства.

Специфіка формування і використання фінансових ресурсів для потреб інвестування власного розвитку акціонерного товариства пов'язана з конфліктом інтересів акціонерів і найманих менеджерів. Як правило, акціонери підтримують спрямування більшої частини прибутку на виплату дивідендів і не зацікавлені у використанні фінансових ресурсів на розширення компанії, що знижує дохідність їх вкладень. Менеджери, навпаки, зацікавлені у такому розширенні, яке передусім обумовлює збільшення сфери їх впливу і зростання винагороди та мотивується диверсифікацією з метою зниження ризику. Проте, з погляду акціонерів, розширення компанії не можна виправдовувати таким чином, оскільки вони самі, без участі менеджерів, можуть легко диверсифікувати свої вкладення на фінансовому ринку⁵.

Фінансові ресурси акціонерного товариства можуть використовуватися з метою придбання вже функціонуючого підприємства. Такий сценарій розвитку передбачає процес їх злиття і поглинання. Відомо багато досліджень, присвячених цій проблематиці, в яких описується технологія таких операцій і проаналізовано їх наслідки. В свою чергу, певний інтерес являє собою ставлення акціонерів до зазначених угод із злиття компаній та як

⁵ *Чиркова Е. В.* Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1999. – 288 с.

вони оцінюють використання менеджментом фінансових ресурсів для їх фінансування. Незважаючи на велику кількість негативних наслідків операцій із злиття і поглинання, вони залишаються домінуючою формою прямого іноземного інвестування⁶.

Таким чином, можна зробити висновок, який дає підстави для обґрунтування особливостей використання фінансових ресурсів акціонерних товариств – використання фінансових ресурсів з метою фінансування зростання шляхом купівлі вже функціонуючих компаній сприймається акціонерами негативно. На їх думку, фінансовий потенціал, який накопився на рахунках у вигляді готівкових коштів, у випадку спрямування його на фінансування угод із злиття і поглинання є потенційно небезпечним з точки зору повторення помилок минулого.

Отже, використання фінансових ресурсів на власний розвиток або фінансування угод із злиття і поглинання сприймаються інвесторами через призму конфлікту інтересів і перестороги щодо можливості повторення помилок минулого негативно. Така потенційна реакція інвесторів суттєво впливає на розподіл фінансових ресурсів на цілі розвитку і примушує менеджерів шукати інші напрямки використання цих ресурсів.

Таким чином, для реалізації основної мети управління акціонерним товариством менеджмент повинен забезпечити у майбутніх періодах відтворення на розширеній основі, за рахунок чого зросте можливість збільшити дивідендні виплати акціонерам і буде забезпечено зростання ринкової капіталізації фірми.

⁶ Руденко Ю., Килимник О. Злиття та поглинання як домінуюча форма прямого іноземного інвестування // Ринок цінних паперів України. – № 2–3. – 2001. – С. 30–34.