

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

**Ефективна
ЕКОНОМІКА**

Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



Переглянути у форматі pdf

В. В. Бабіченко

ДИВІДЕНДИ В ІНФОРМАЦІЙНІЙ МОДЕЛІ ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

№ 11, 2015 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 336.76

*В. В. Бабіченко,
к. е. н., Заступник Голови Правління начальника фінансово-економічного управління,
ПАТ «Укртатнафта», м. Кременчук*

ДИВІДЕНДИ В ІНФОРМАЦІЙНІЙ МОДЕЛІ ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

*V. V. Babichenko,
PhD, Deputy Chairman of the Board, Head of Finance and Economics Department
PJSC "UKRTATNAFTA"*

DIVIDENDS IN THE INFORMATION MODEL OF DOMESTIC STOCK MARKET

В статті досліджуються особливості дивідендної політики акціонерних товариств в Україні на сучасному етапі. Охарактеризовано причини, що визначають домінування стратегії відмови від дивідендних виплат в корпоративному секторі. Окреслено фактори, які обумовлюють низьку роль дивідендів як інформаційних сигналів на біржовому ринку цінних паперів України. Обґрунтовано заходи, спрямовані на трансформацію дивідендної політики вітчизняних корпорацій.

This article deals with the features of dividend policy of joint-stock companies in Ukraine at the current stage. The reasons that determine the domination of strategy of refusal from dividend payouts in the corporate sector are characterized. The factors that cause the low role of dividends as information signals at the securities stock market of Ukraine are described. The measures directed on the transformation of dividend policy of domestic corporations are justified.

Ключові слова: *корпорація, акція, дивіденд, дивідендна політика, інформація, інформаційна економіка, фондовий ринок.*

Key words: *corporation, share, dividend, dividend policy, information, information economy, stock market.*

Постановка проблеми. Політика у сфері фінансування вітчизняних акціонерних товариств протягом останніх більш ніж 20 років відображає особливості розвитку корпоративних фінансів. Українські корпорації сформували певною мірою «оригінальний» підхід до вибору джерел фінансування, який у цілому релевантний складним умовам вітчизняного фондового ринку і водночас відзеркалює уявлення та стереотипи про переваги й недоліки того чи іншого джерела фінансування, що склалися серед крупних акціонерів та менеджерів.

В повній мірі зазначені особливості стосуються і дивідендної політики вітчизняних корпорацій. На сучасному етапі, по суті, спостерігаємо повне ігнорування дивідендної політики як важливого чинника формування ринкової вартості корпорації та політики управління структурою капіталу. В Україні дивідендна політика розглядається або в контексті задоволення інтересів мажоритарних власників, або через виплату дивідендів підприємствами державного сектору економіки.

В той же час, як свідчить досвід провідних фондових ринків, дивідендна політика є не тільки надзвичайно важливою складовою фінансової стратегії корпорації. Дивіденди набувають особливої цінності в контексті посилення ролі інформації як економічного ресурсу – саме вони розглядаються в якості результативного показника діяльності корпорації, здатні суттєво змінити несприятливу ситуацію з ціною акцій.

Так, слід визнати, що на цей час відсутня єдина теоретична концепція дивідендної політики, яка б надавала можливість однозначно оцінювати дивіденди в якості інформаційних сигналів. Проте навіть в таких умовах важливу роль дивідендів не слід заперечувати.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання дивідендної політики розглядалося в роботах багатьох вітчизняних науковців. В цьому контексті слід насамперед виділити праці Д. Бородкіна, Н. Горовець, І. Дем'яненко, Д. Леонова, А. Майстер, Я. Остапчука, О. Пархоменко, І. Прасолова, Б. Стеценка, В. Суторміної та ін.. Проте, навіть враховуючи наукову та практичну значимість робіт зазначених авторів, підкреслимо, що питання дивідендів, як інформаційних сигналів для учасників вітчизняного фондового ринку, розкрито недостатньо повно.

Мета статті – на основі аналізу місця дивідендів в інформаційній моделі фондового ринку, охарактеризувати заходи, спрямовані на трансформацію дивідендної політики корпорацій в Україні.

Виклад основного матеріалу. Аналізуючи питання дивідендної політики в корпоративному секторі насамперед акцентуємо увагу на передумовах, що сформували існуюче ставлення до дивідендів з боку менеджерів. Зокрема слід в цьому контексті виділити складний та неоднозначний процес становлення корпоративного права в Україні, який триває і донині.

У науковій літературі використовуються різні підходи до систематизації етапів розвитку корпоративного права в Україні. Проте більшість дослідників визнають, що, по-перше, його існуючий варіант потребує значного удосконалення; по-друге, ключові учасники правовідносин у сфері корпоративних фінансів не завжди зацікавлені у становленні ефективної системи їх регулювання [1-2].

Фінансова та господарська діяльність корпоративного сектору в Україні регулюється прямо чи опосередковано значною кількістю законів та підзаконних актів. Формалізовано їх можна розділити на такі блоки:

- законодавство з питань діяльності акціонерних товариств (Цивільний кодекс України, Господарський кодекс України, Закон України «Про акціонерні товариства», Закон України «Про господарські товариства»);
- законодавство з питань функціонування ринку капіталів, зокрема щодо випуску та обігу корпоративних цінних паперів (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та ін.);
- законодавство, що регулює процеси приватизації та управління державними корпоративними правами;
- законодавство про неплатоспроможність і банкрутство.

Зауважимо, що питання дивідендної політики логічно сконцентровані в законодавстві з питань діяльності акціонерних товариств та функціонування фондового ринку. Разом з тим, існує значна кількість нормативних положень і щодо дивідендної політики підприємств державного сектору економіки, що на думку дослідників свідчить про надзвичайну важливість цієї сфери для держави-акціонера [3].

Початок формування правового поля діяльності акціонерних товариств в Україні припадає на 1991 р., коли були прийняті Закони України «Про цінні папери та фондову біржу» та «Про господарські товариства», які регламентували зазначені питання протягом наступних 15 років. Сучасний стан корпоративного права фактично визначився зі вступом у дію Господарського кодексу України, Цивільного кодексу України, Закону України «Про акціонерні товариства».

Аналізуючи численні праці щодо корпоративного права, можна визначити, що Закон України «Про господарські товариства» не давав можливості повною мірою забезпечити правову регламентацію господарської діяльності акціонерних товариств [4-5].

Його основним недоліком була недостатня урегульованість таких сфер:

- підготовка та проведення загальних зборів, насамперед у частині недотримання основоположного виду немайнових прав акціонерів — права на участь в управлінні;

- формування та діяльність органів управління акціонерного товариства — правління та спостережної ради;

- укладання значних угод, зокрема через продаж найбільш привабливих активів АТ іншим економічним агентам, які пов'язані з менеджментом або групою акціонерів;

- реорганізація товариства;

- продаж акціонерами своїх акцій, установлення необґрунтованих обмежень для переходу права власності на пайові цінні папери;

- отримання частки прибутку товариства у вигляді дивідендів;

- недоліки системи обліку прав власності на цінні папери — використання послуг суб'єктів інфраструктури ринку капіталів (насамперед реєстраторів) для поглинання підприємств;

- транспарентність діяльності акціонерних товариств.

Квінтесенцією процесу реформування корпоративного законодавства стало прийняття Закону України «Про акціонерні товариства». Складний та неоднозначний шлях до прийняття цього нормативно-правового акта відбиває всі суперечності розвитку, характерні для корпоративного права й донині.

Загалом можна виділити такі чинники, які кумулятивно визначили прийняття цього закону після багаторічних невдалих спроб:

1. В Україні закінчився активний процес грошової приватизації і відбувся перехід до вибіркового продажу найбільш привабливих об'єктів державної власності, відповідно нарізали зміни й у підходах до корпоративного менеджменту.

2. Відбулося формування чітко структурованої акціонерної власності з домінуванням у ролі мажоритарного акціонера найпривабливіших об'єктів фінансово-промислових груп.

3. Були сформовані реальні загрози для «ворожого» поглинання окремих підприємств за умови збереження невизначеності нормативно-правової бази.

4. Активізація окремих підприємств на зарубіжних фінансових ринках. Це визначило необхідність застосування високих стандартів корпоративного управління, прийнятих у розвинутих країнах.

Завдяки законодавчим реформам вдалося виправити суттєві недоліки нормативно-правової бази і з питань розподілу прибутку, проте це не мало ефекту швидких змін у практиці виплати дивідендів в Україні (рис. 1).

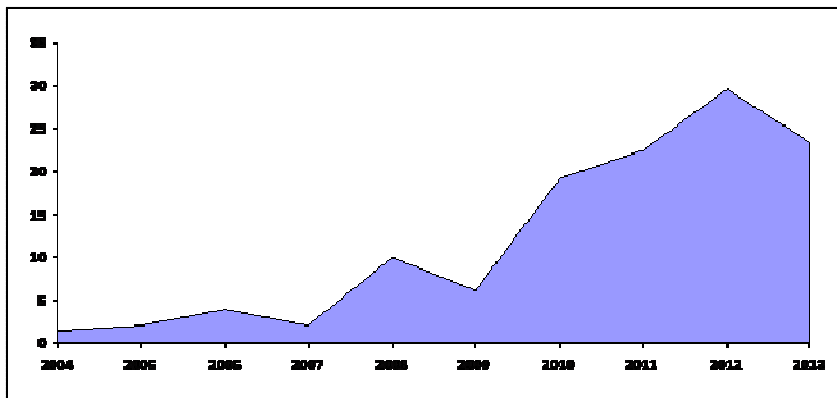


Рис. 1. Характеристика дивідендної політики вітчизняних підприємств у 2004-2013 рр., млрд. грн.

Джерело: систематизовано автором за даними НКЦПФР [6]

Фактично зростання обсягу дивідендів слід пов'язувати виключно з більш жорсткою політикою держави-акціонера щодо підприємств державного сектору економіки.

В загальному, виходячи з даних про рівень виплат, можна зробити висновок, що дивідендна політика для більшості українських акціонерних товариств залишається поза межами фінансової стратегії, як певний «дотичний» елемент, використання якого визначається комплексом інших факторів.

Зокрема, частка акціонерних товариств, що виплачували дивіденди не перевищує 10-15 %, основну масу підприємств, які виплачують дивіденди, становлять корпорації державного сектору економіки. Питома вага дивідендів державних корпорацій у загальному обсязі здійснених виплат – 60-75 %.

Окрім того, звернемо увагу на кілька важливих параметрів. По-перше, стратегія максимізації дивідендів на сучасному етапі характерна тільки для держави як акціонера. По-друге, саме акціонерне товариство, мажоритарні власники та менеджмент формують власну позицію стосовно дивідендних виплат виходячи або з можливості отримання доходів від контролю, або через пріоритетність зростання ринкової вартості корпорації.

Порівнюючи таку ситуацію в корпоративному секторі України з зарубіжною практикою, зазначимо, що дивідендна дохідність на фондових біржах світу коливається в межах 1-3 % і вкрай рідко перевищує це значення, причому спостерігається висока волатильність зазначеного показника.

Це дає підстави зробити кілька важливих висновків:

- по-перше, під час формування своєї дивідендної політики корпорації враховують поточний стан фондового ринку й макроекономічні тенденції. Це визначає динамічність дивідендної політики та зміну абсолютного значення виплачуваних дивідендів навіть у короткостроковому періоді;

- по-друге, дивіденди, як правило, не відіграють значної ролі у формуванні доходів акціонерів, поступаючись курсовому приросту.

Втім, навіть в таких умовах дивіденди відіграють надзвичайно важливу роль в якості сигналів для учасників фондового ринку. Тобто в будь-якому випадку власник акції має два альтернативних шляхи отримання доходів від володіння нею – дивіденди чи курсовий приріст. Звернемо увагу також на те, що доволі часто дохідність курсового приросту для акцій має від'ємне значення (наприклад, це було зафіксовано у США у 2001, 2002 та 2008 рр.). Саме в ці періоди дивідендна складова дохідності набувала особливого значення, суттєво підтримуючи курс цінних паперів на біржовому ринку.

В Україні спостерігається принципово відмінна ситуація. Ігнорування ролі ринку акцій — характерна ознака фінансової стратегії більшості вітчизняних корпорацій. В існуючій ієрархії джерел фінансування додаткова емісія акцій займає останнє місце в ряду можливих варіантів залучення фінансування. Нині розірвано об'єктивний зв'язок між корпоративними фінансами та фондовим ринком.

Аналогічно невідомі є тенденції, які відображають ситуацію на біржовому ринку корпоративних цінних паперів. Частка організованого ринку в загальній структурі торгів залишається вкрай низькою, незважаючи на загальне зростання обсягів торгів. Протягом усього більш ніж 20-річного періоду розвитку вітчизняного ринку капіталів не вдалося переломити тенденцію до переважної орієнтації більшості учасників ринку до торгів на неорганізованому сегменті.

У цілому негативна ситуація визначається й видами цінних паперів, які котируються за I рівнем листингу, і інструментарною структурою біржових списків, і обмеженням переліком організаторів торгівлі, на яких котируються цінні папери за I рівнем листингу. Спостерігається домінуюча роль ОВДП, відповідно тенденції організованого ринку визначаються завданнями держави у сфері боргової політики.

Отже, можна зробити висновок, що фондовий ринок України характеризується значними диспропорціями в розвитку окремих сегментів; за умов обмеженого ресурсного потенціалу загострюється конкуренція між його суб'єктами, яка, проте, не знаходить адекватного відображення в якісних змінах. Окремих ринків, що виконують власні, специфічні функції в процесах розподілу капіталу, немає взагалі (наприклад, ринків гібридних корпоративних фінансових інструментів).

Чи здатні корпоративні дивіденди в таких умовах відігравати роль репрезентативного сигналу для інвесторів? На наш погляд, відповідь очевидна – ні. Варто зауважити, що існуюча в Україні модель фінансових відносин у корпоративному секторі не стимулює залучення капіталу із зовнішніх джерел. Відповідно, роль дивідендів як інформаційних сигналів для фондового ринку фактично нівельована. Фактично, на сучасному етапі сформовано дві групи акціонерів у корпоративному секторі України:

- мажоритарні, які отримують доходи від інвестицій;
- міноритарні, доходи яких мінімальні.

Зрозуміло, що така ситуація негативно характеризує роль фондового ринку (зокрема, біржового) у фінансуванні корпоративного сектору та зовсім не відбиває реальних потреб у капіталі та потенціалу його залучення за допомогою фондових бірж. Варто підкреслити, що проблеми активізації біржової торгівлі в Україні існують практично з часу появи перших фондових бірж. Разом з тим можна визнати, що у своїй основі вони не вирішені досі. Численні обгрунтовані рекомендації фахівців, законодавчі новації не дали змоги вирішити проблему фрагментарності.

У цілому можна погодитися з думкою окремих фахівців, які вважають, що в активізації біржової торгівлі в Україні необхідно виходити з того, що ефективність діяльності фондових бірж як суб'єктів інфраструктури в Україні залежатиме від еволюції стратегічних підходів у корпоративному фінансовому менеджменті. Тільки зацікавленість провідних вітчизняних корпорацій у забезпеченні ефективного вторинного ринку власних цінних паперів (насамперед, акцій) створить передумови для зростання ліквідності та смістості біржового ринку [7].

Відповідні зміни відбудуться і у дивідендній політиці акціонерних товариств. Зокрема, інформація про дивіденди набуватиме все більшого значення, а не розглядатиметься як певна «примха» мажоритарних акціонерів, що таким шляхом вирішили отримати дохід від володіння акціями.

Висновки. Основа діяльності корпоративного сектору в будь-яких розвинутих економіках світу — акціонерний капітал. Саме він акумулює в собі головні позитивні риси корпорацій та їх потенціал у розв'язанні складних завдань. Отже, незалежно від того, яка модель у кінцевому варіанті — континентальна чи англосаксонська — буде сформована в Україні, тільки залучення капіталу на ринку акцій забезпечить розвиток акціонерних товариств в Україні в довгостроковій перспективі.

Вирішення важливих проблем у сфері корпоративних фінансів в Україні у сфері дивідендної політики прямо пов'язане з розвитком фондового ринку. У цьому зв'язку пріоритетними є три взаємозалежні напрями:

- розширення кола фінансових інструментів, які можуть використовуватися українськими акціонерними товариствами для залучення капіталу на фондовому ринку;
- активізація біржового сегмента вітчизняного ринку капіталів, концентрація торгівлі на організованому ринку;
- розвиток елементів фінансової інфраструктури, насамперед її інституційної складової — небанківських фінансових інституцій та стимулювання їх інвестицій у корпоративні цінні папери.

Література

1. Мельник О. Корпоративне право : навч.-метод. посіб. / О. О. Мельник. — К. : КНЕУ, 2008. — 225 с.
2. Корпоративне право України : підруч. / В. В. Луць, В. А. Васильєва, О. Р. Кібенко та ін. ; за заг. ред. В. В. Луця. — К. : Юрінком Інтер, 2010. — 379 с.
3. Остапчук Я. Особливості формування дивідендної політики підприємствами державного сектору економіки України та оцінка її ефективності / Я. Остапчук, А. Майстер // Ринок цінних паперів України. - 2015. - № 3-4. - С. 77-86.
4. Бажора Д. О. Конвергенція систем корпоративного управління в умовах глобалізації / Д. О. Бажора // Фінанси України. — 2008. — № 2. — С. 26–35
5. Дєєва Н. Е. Проблеми становлення національної моделі корпоративного управління / Н. Е. Дєєва // Вісник економічної науки України. — 2008. — № 2. — С. 38–42.
6. Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік [Електронний ресурс]. – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf.
7. Пірс Т. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах / Т. Пірс, В. Бондарчук // Фінансовий ринок України. — 2011. — № 12. — С. 9-11.

References

1. Melnik, O. (2008), *Korporativne pravo* [Corporate Law], KNEU, Kyiv, Ukraine.
2. Lutc, V. Vasileva, V. and Kibenko, O. (2010), *Korporativne pravo Ukraini* [Corporate Law of Ukraine], Urinkom Inter, Kyiv, Ukraine.
3. Ostapchuk, Y. and Majster, A. (2015), “Features of formation of a dividend policy of public sector of economy of Ukraine and its evaluation”, *Rinok tsinnih paperiv Ukraini*, vol. 3-4, pp. 77-86.
4. Bajura, D. (2008), “The convergence of corporate governance in the context of globalization”, *Finansi Ukraini*, vol. 2, pp. 26-36.
5. Deeva, N. (2008), “Problems of national corporate governance models”, *Visnik ekonomichnoi nauki Ukraini*, vol. 2, pp. 38-42.
6. National Securities and Stock Market Commission (2015), “Annual report 2015”, available at: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf. (Accessed 19 november 2015).
7. Pirs, T. (2011), “Raising capital through placement of shares on stock exchanges”, *Finansoviy rinok Ukraini*, vol. 12, pp. 9-11.

Стаття надійшла до редакції 20.11.2015 р.



ТОВ "ДКС Центр"