

# ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ПІДПРИЄМСТВ ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ: ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ЇХ ВИРІШЕННЯ

Ігор Прасолов,  
народний депутат  
України

ТЕОРІЯ

*В статті розглянуто результати роботи податкових органів з взаємодії з платниками; оцінено їхній вплив на ефективність сплати податків та вказано основні чинники, що ускладнюють цей процес; визначено напрями вдосконалення взаємовідносин між податковими суб'єктами в контексті психологічних та етичних складових.*

Дивідендна політика, безперечно, є одним із найбільш дискусійних питань сучасного фінансового менеджменту макрорівня. Існують навіть цілі наукові напрямки та школи, основним об'єктом дослідження яких є формування та розподіл прибутку підприємства. Більше того, вказані дискусії знаходять своє продовження у прагматичній площині – вибір кількісних параметрів дивідендів, форм їх виплати, встановлення впливу дивідендної політики на вартість компанії розглядаються багатьма менеджерами як важливий чинник успішної політики у сфері джерел фінансування.

Зазначимо, що в Україні інтерес до теоретичних та прагматичних аспектів дивідендної політики існує в досить своєрідному ракурсі. Зважаючи на характеристики національної моделі корпоративного управління (з поступовим збільшенням частки крупних акціонерів), нерозвиненість організованого ринку цінних паперів, існування значного «тіньового» сектору економіки, серед управлінців домінує своєрідний «залишковий» підхід до дивідендних виплат. Дивіденди розглядаються менеджерами та власниками акціонерних товариств виключно в контексті одного з багатьох можливих варіантів отримання доходу від власності, без «прив'язки» до ринкової вартості підприємства.

В той же час існує своєрідний механізм реалізації дивідендної політики в державному секторі економіки,

який, в першу чергу, орієнтується на задоволення фіскальних потреб держави. Отже, держава, фактично, знаходиться на іншому «полюсі інтересів» щодо дивідендів відносно інших акціонерів. Інший значний потенційний прошарок акціонерів, які зацікавлені у стабільних дивідендних виплатах, – індивідуальні інвестори, в переважній більшості не мають можливостей реально впливати на рішення українських корпорацій.

Саме зважаючи на подібні диспропорції, необхідність їх подолання, дослідження прагматичних та теоретичних аспектів дивідендної політики є актуальним та своєчасним.

Світова фінансова наука має цілий ряд без перебільшення яскравих робіт в галузі корпоративного фінансування та дивідендної політики. Зокрема, можна відзначити праці М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Росса, У. Шарпа, Р. Брейлі, С. Майерса, Дж. Ван Хорна та ін.. На вітчизняних теренах це питання досліджували І. Бланк, О. Вінник, М. Грідчина, В. Євтушевський, А. Поддєрьогін, В. Суторміна. Втім, незважаючи на значну кількість робіт, дивідендна політика так і не має чітких та однозначних рекомендацій, особливо, для підприємств державного сектору економіки. Тому мета статті – обґрунтування методичних та практичних рекомендацій щодо дивідендної політики підприємств державного сектору економіки України.

Динамічність процесів приватизації у 1994-2004 рр. призвела до формування значного приватного сектору та зростання його ролі в економічних процесах в Україні. Разом з тим, кількісні характеристики державного сектору економіки, його можливості навіть станом на 2009 рік залишаються доволі нерозробленими (рис. 1).

З даних рис. 1 видно, що держава як власник присутня у 751 господарському товаристві, при цьому в 322 з них вона володіє більше ніж 50 % статутного капіталу, що дає значні управлінські повноваження. Проте, вагомий економічний потенціал підприємств державного сектору економіки часто використовується неефективно, а володіння більшістю акцій не завжди ототожнюється з контролем над підприємством з боку держави або органів, що її представляють.

Як вже зазначалося, фактично з початку приватизації дивідендна політика підприємств державного сектору економіки України чітко кореспондує з бюджетною політикою держави, що визнає особливості використання окремих регуляторних механізмів. Наприклад, звичною стала практика встановлення для підприємств кількісних параметрів дивідендів не через врахування їх фінансового стану, а з погляду планів надходження дивідендів до Державного бюджету України. Зауважимо, що окремі дослідники досить критично ставляться до подібного підходу, виділяючи наступні його недоліки [8]:

- обов'язковість виплати, яка, фактично, прирівнює дивіденди підприємств з державною часткою власності до прямого вилучення прибутку на користь держави;

- відсутність чіткої диференціації ставок та критеріїв визначення інших параметрів дивідендних виплат;

- ігнорування державою ролі нерозподіленого прибутку як джерела фінансування капітальних вкладень, в результаті чого домінують фіскальні мотиви під час прийняття рішення щодо виплати дивідендів;

- конфлікт з іншими акціонерами, які можуть відмовитися від дивідендів на користь реінвестиції, якщо їх не влаштуватиме зафіксований розмір.

На нашу думку, в цілому можна погодитися з наведеними аргументами, проте, доповнивши їх аналізом з позицій існуючих теоретичних концепцій дивідендної політики. Зазначимо, що незважаючи на значну кількість робіт з дивідендної політики, можна виділити два головних напрямки (підходи), які формулюються наступним чином:

- по-перше, теоретичні концепції, які оцінюють можливість впливу дивідендної політики на ринкову вартість акціонерного товариства та параметри такого впливу;

- по-друге, концепції, що визнають взаємозв'язок між дивідендною політикою корпорації та її вартістю апріорі та акцентують увагу на кількісних параметрах дивідендних виплат.

Виходячи з викладеного вище, схематично теоретичну концепцію дивідендної політики можна зобразити наступним чином (рис. 2).

Зауважимо, що наведена на рис. 2 схема досить спрощено та формально представляє систему існуючих досліджень дивідендної політики, втім, вона є підґрунтям для аналізу відповідності

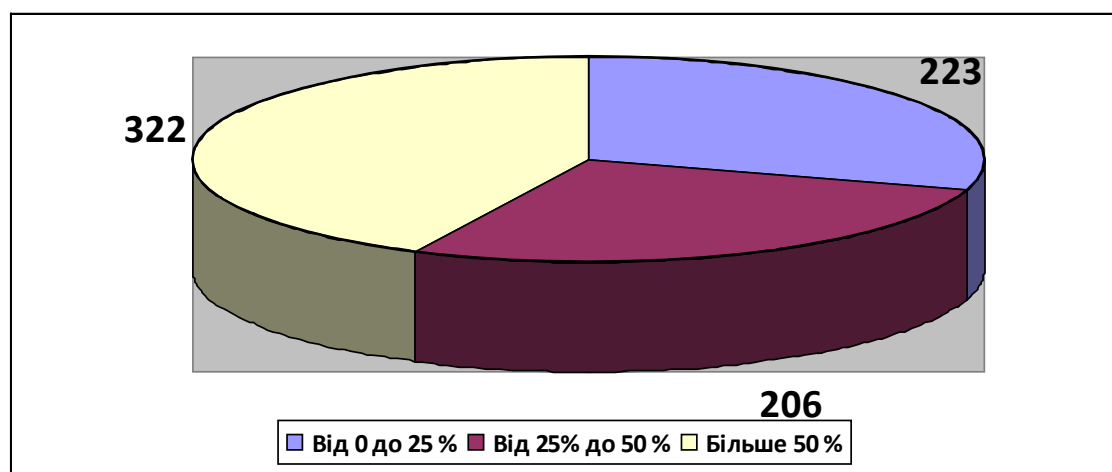
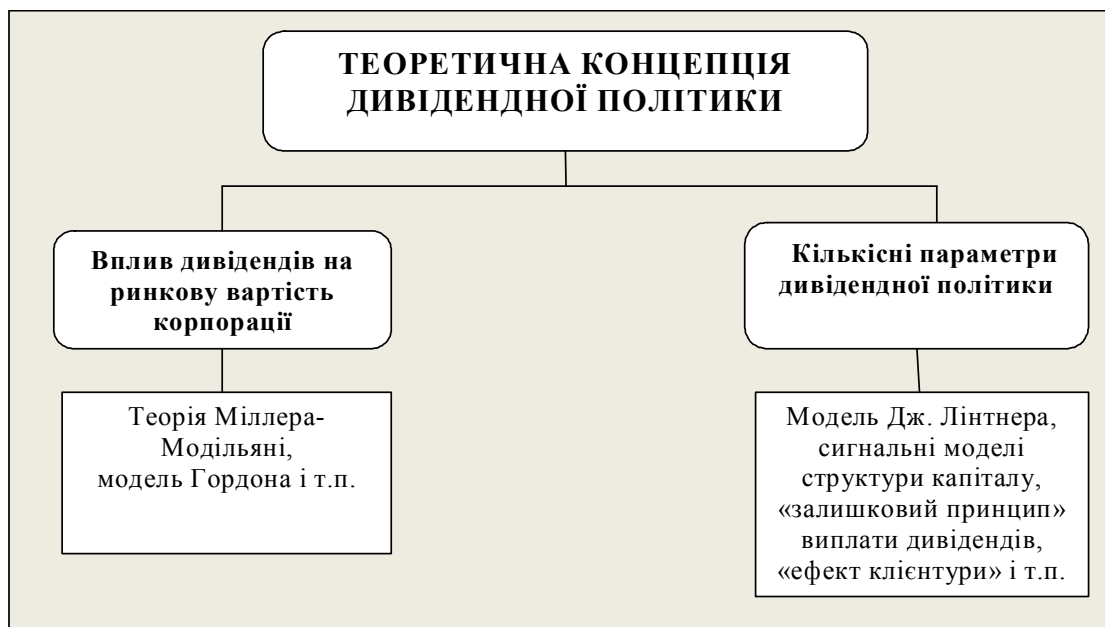


Рис. 1. Структура корпоративних прав держави, од. [2]



Джерело: систематизовано автором

Рис. 2. Теоретична концепція дивідендної політики підприємства

зафіксованих у законодавстві України норм теоретичним концепціям. Зазначимо, що протягом останніх двох років нормативно-правове регулювання дивідендної політики акціонерних товариств зазнало радикальних змін, пов'язаних, насамперед, з прийняттям довгоочікуваного Закону України «Про акціонерні товариства» [3].

Виділимо найбільш значущі, на нашу думку, положення вказаного законодавчого акта:

1. Фіксація виключно грошової форми виплати дивідендів акціонерним товариством.

2. Виплата дивідендів здійснюється з чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку у строк не пізніше шести місяців після закінчення звітного року.

3. Розмір дивідендів за привілейованими акціями встановлюється в статуті товариства, що дає можливість додатково захистити права власників таких цінних паперів. Зафіксовано природну «прив'язку» виплат дивідендів за простими акціями до виплат за акціями привілейованими.

4. Регламентация процедури виплати дивідендів та чітка фіксація її окремих етапів.

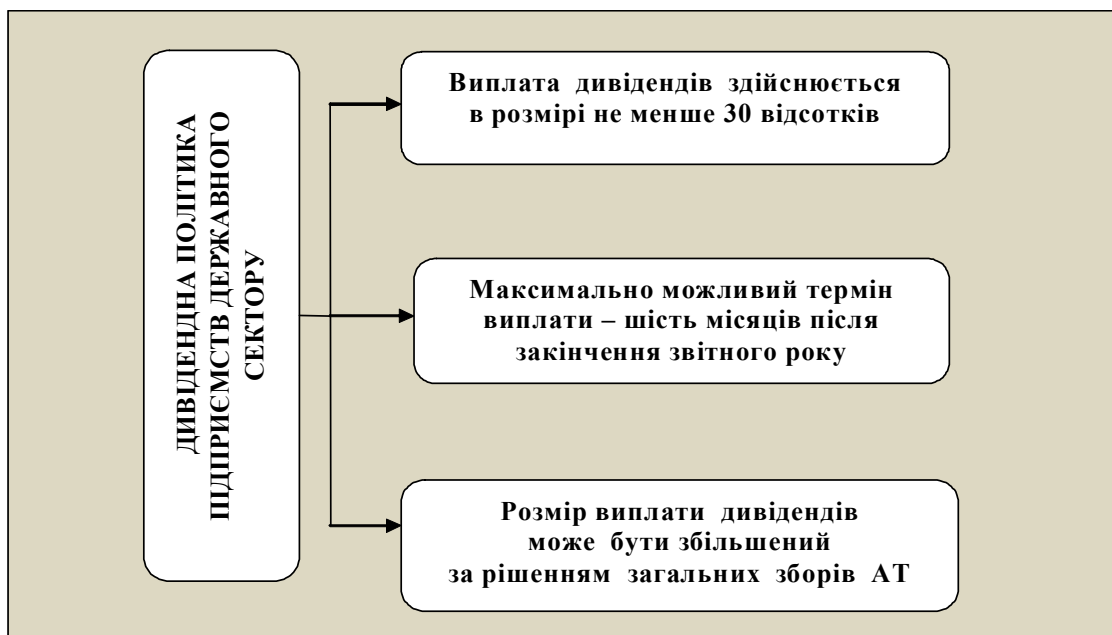
Чи корелює існуюча в Україні практика виплати дивідендів підприємствами державного сектору економіки з існуючими на даний час теоретичними концепціями? На нашу думку, най-

ближче до неї стоять положення теорії, розробленої американським вченим Д. Гордоном, який доводив необхідність дивідендних виплат їх привабливістю для акціонерів у порівнянні з курсовим приростом [9].

Автор вказаної теорії акцентував увагу на тому фактові, що дивіденди «ймовірніші» у порівнянні з курсовим приростом, а акціонери на рішення щодо дивідендної політики впливають значно краще, ніж на формування ринкової ціни акцій. Така ідеологія дивідендних виплат, хоча і дещо видозмінена, характерна для держави-власника в Україні. При цьому, слабкість організованого сегменту ринку цінних паперів та невизначеність щодо термінів перебування підприємства у державній власності опосередковано спонукають саме до такого варіанту дій держави.

Разом з тим, до згаданого закону було внесено зміни, зміст яких стосується дивідендних виплат підприємств державного сектору економіки (зауважимо, що в існуючій редакції – всіх акціонерних товариств незалежно від форми власності) (рис. 3).

Звернемо увагу на такий факт, у нормах розглядуваного Закону України «Про акціонерні товариства»: відсутнє безпосереднє посилання на мотиви відповідних змін, їх характер опосередковано свідчить, що таким чином законодавець намагався оптимізу-



Джерело: систематизовано автором

Рис. 3. Законодавча регламентація дивідендних виплат підприємствами України

вати саме захист інтересів держави в процесі виплати дивідендів. Зокрема, непоодинокими є випадки, коли після прийняття рішення про нарахування дивідендів на державну частку власності та їх реальним перерахуванням до бюджету минали роки. Щодо норми у 30 %, то вона протягом часу свого існування пережила кілька новацій, і, на жаль, ніяким чином не враховувала поточного фінансово-господарського стану підприємств державного сектору.

Підкреслимо, що якраз виконання плану надходжень дивідендів, нарахованих на державну частку, до Державного бюджету України часто є чи не єдиним кількісним показником, який використовується в якості критерію

ефективності управління корпоративними правами держави. Якщо дотримуватися саме такого підходу, то 2005–2009 рр. в цілому характеризувалися як позитивні для держави як власника, оскільки в кожному із років план було перевиконано (рис. 4).

Проте, на нашу думку, виконання плану надходжень дивідендів характеризує тільки один із багатьох параметрів ефективності управління державною власністю в Україні, хоча і важливий. Разом з тим, представляє інтерес питання про зв'язок між обсягом дивідендів та фінансово-господарський станом підприємств. З таких позицій однозначно оцінити діяльність підприємств державного сектору не можна (табл. 1).

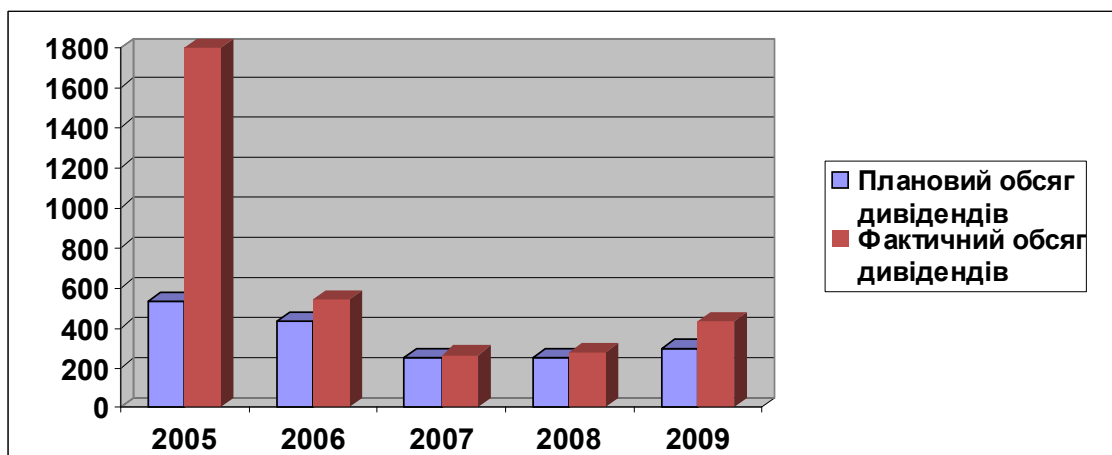


Рис. 4. Планові та фактичні надходження дивідендів до Державного бюджету України (млн. грн.)

Окремі показники фінансово-господарської діяльності господарських товариств, у статутному капіталі яких частка держави перевищує 50 відсотків, тис. грн.<sup>1</sup>

| Показник                            | 2008 рік  | 2009 рік |
|-------------------------------------|-----------|----------|
| Чистий дохід                        | 8 146, 70 | 4 485,71 |
| Чистий прибуток                     | 880,50    | 55,61    |
| Кредиторська заборгованість, всього | 1 687,20  | 1 217,28 |
| Дебіторська заборгованість          | 1 465, 61 | 1 056,53 |
| Зобов'язання                        | 2 826,33  | 1 938,72 |
| Довгострокові фінансові інвестиції  | 671,70    | 592,34   |

Як видно з табл. 1, фінансово-економічна криза, що розпочалася в середині 2008 року в Україні, негативно позначилася на діяльності підприємств державного сектору економіки. Зокрема, чистий дохід скоротився майже удвічі, чистий прибуток – у 16 разів, знизився обсяг довгострокових фінансових інвестицій. В таких умовах, тільки виважена державна політика здатна виправити становище та покращити результати діяльності акціонерних товариств.

Слід визнати, що існуючий на даний час в Україні підхід до дивідендів підприємств державного сектору економіки виключно як джерел наповнення державної казни, себе не виправдовує. Ігнорування ролі та місця чистого прибутку підприємства в структурі джерел фінансування несе в собі ряд потенційних загроз. Фактично, підприємства державного сектору, які і так мають обмежений доступ до зовнішнього фінансування, втрачають частину можливостей у власній фінансовій політиці.

Зважаючи на це, необхідно забезпечити поступовий перехід від чинних механізмів реалізації дивідендної політики до більш гнучких, орієнтованих, насамперед, на поєднання інтересів самого підприємства, держави та інших акціонерів. Їх впровадження дасть можливість забезпечити стійкий та стабільний розвиток державного сектору, сприятиме наповненню бюджету за рахунок збільшення податкових платежів.

#### ЛІТЕРАТУРА

1. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: Учебник для студ. эконом. спец. вузов — М.: Олимп-Бизнес, 1997. — 1120 с.
2. Звіт про результати управління корпоративними правами держави в господарських товариствах за 2009 рік.

3. Закон України «Про акціонерні товариства» №524-6 від 17 вересня 2008 року. [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. - Назва з екрана.

4. *Миркин Я.* Налоговое стимулирование инвестиций в ценные бумаги. [Електронний ресурс]/ Режим доступу: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/00kolonka12.doc](http://www.mirkin.ru/_docs/00kolonka12.doc).

5. Порядок відрахування господарськими організаціями до державного бюджету частини чистого прибутку (доходу)//Постанова Кабінету Міністрів України №68 від 29 січня 2007 року. [Електронний ресурс]/ Законодавство України. Офіційний сайт Верховної Ради України. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.

6. *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов/ Пер. с англ. — М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. — 720 с.

7. *Рубцов Б.Б.* Тенденции развития мировых фондовых рынков. (глава из книги «Мировой фондовый рынок и интересы России», М.: ИМЭМО РАН, 2003). [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/book0402\\_036.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/book0402_036.pdf).

8. *Стеценко Б.С.* Акціонерні товариства на ринку капіталів України. Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. К.:КНЕУ, 2007.

9. *Суторміна В.М.* Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.

10. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. — М.: ГУ ВШЭ, 2000. — 504 с.

РІСПУ

<sup>1</sup> Враховані виключно господарські товариства, управління якими здійснює ФДМУ