

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА: ДИСКУСІЙНІ ПИТАННЯ ТЕОРІЇ

Ігор Прасолов,
Народний депутат
України,
здобувач кафедри
фінансів
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет імені
Вадима Гетьмана»

Сучасний корпоративний сектор за своїми масштабами та впливом перетворився на домінуючого учасника економічних та соціальних процесів, визначальний фактор глобального розвитку та, одночасно з цим, джерело суттєвих диспропорцій та загроз для нього. В підсумку, результати діяльності корпорацій викликають доволі суперечливі оцінки серед науковців та практиків: з одного боку, беззаперечним є їх позитивний вплив на науково-технічний прогрес, розвиток технологій, можливості вирішення значимих суспільних проблем; з іншого – саме корпорації небезпідставно розглядаються вченими як чи не найбільш деструктивний елемент, джерело глобальних протиріч не тільки у сфері економіки, але й у політичних та соціальних процесах.

Не в останню чергу, протиріччя обумовлені особливою природою корпоративної форми організації підприємництва у порівнянні з одноосібним володінням та партнерством, насамперед, розподілом власності та управління, обмеженою відповідальністю акціонерів. Ці риси дають значні переваги у сфері фінансування капіталу, проте, обумовлюють існування не менш значимих проблем, в т.ч. – агентські конфлікти. Намагання їх вирішити, або хоча б послабити деструктивний вплив на корпоративні фінанси, наптовхуються на численні прогалини в теорії корпоративних фінансів.

В повній мірі це стосується і питання щодо дивідендної політики акціонерного товариства. Його дуальність, закладена в своєрідній економічній та правовій природі акцій, стимулює активні наукові пошуки у вказаному напрямкові. При цьому, цілий ряд робіт - Р. Мертона, М. Міллера, Ф. Модільяні, Ю. Фама, У. Шарпа - здобули загальносвітове визнання. Незважаючи на те, що українська наука розпочала дослідження цих проблем тільки з початку 90-х рр. минулого століття, вагомий внесок у розв'язання ряду проблем дивідендної політики внесли і вітчизняні науковці – М. Білик, І. Бланк, А. Поддєрьогін, Н. Рязанова, В. Суторміна, О. Терещенко, В. Федосов та ін..

Втім, слід визнати, що цілісна та однозначна наукова концепція дивідендної політики в сучасній фінансовій

науці відсутня, а існуючі рекомендації доволі часто є антагоністичними, що і визначає можливість невірних управлінських рішень у фінансовому менеджменті корпорацій. Все це обумовлює необхідність подальших наукових пошуків у вказаному напрямкові та актуальність теми статті.

Насамперед, підкреслимо, що розвиток теоретичної складової дивідендної політики необхідно розглядати в тісній прив'язці до розвитку теорії структури капіталу. Дивідендна політика більшістю західних авторів розглядається як частина загальної стратегії фінансування корпорації, зважаючи на той факт, що виплата дивідендів напряму впливає на обсяги нерозподіленого прибутку, який є важливим джерелом фінансування.

Саме тому, відправною точкою сучасної теорії прийнято вважати роботи М. Міллера та Ф. Модільяні (теорія ММ) [1], в якій вони доводять, що дивіденди не впливають на вартість капіталу і, відповідно, на ринкову оцінку фірми її акціонерами. На наш погляд, роль теорії ММ визначається не стільки своєрідною науковою «першістю» у цьому питанні, стільки явними перевагами у сфері системності дослідження дивідендної політики, які до того часу були фрагментарними та непослідовними. Разом з тим, критика теорії ММ базується на неможливості у реальній економіці тих допущень, які зроблені вказаними авторами під час аргумен-

тації своїх висновків: відсутність податків та трансакційних витрат, індивергентність акціонерів стосовно вибору між дивідендами та курсовим приростом акцій, симетрія інформації на ринку капіталів.

Стосовно подальшого розвитку теорії дивідендної політики думки вчених у питанні її періодизації та систематизації певним чином відрізняються. Так, В. Антонов та ін. вважають, що існують дві протилежні думки стосовно виплати дивідендів: по-перше, дивіденди виплачуються виключно після того, як задоволені всі потреби компанії у ресурсах для розвитку та реалізації інвестиційних проектів; по-друге, дивіденди є пріоритетними у будь-якій ситуації і за будь-якого стану фінансового середовища [2]. В інших роботах пропонується поділ теоретичних шкіл дивідендної політики на три напрямки, які умовно можна сформулювати наступним чином: «мінімізація дивідендів», «максимізація дивідендів», «ігнорування дивідендів» [3].

З нашої точки зору, більш коректним з погляду характеристики дивідендної політики є виділення двох базових напрямків досліджень, який підтримується і іншими авторами [4]:

- наукові напрямки, які вивчають можливість впливу дивідендної політики (чи його відсутність) на ринкову вартість корпорації та напрям такого впливу¹;

- наукові школи, які апріорі сприймають дивідендну політику як важливий фактор формування ринкової вартості корпорації, і спрямовують дослідження на вивчення кількісних параметрів дивідендної політики (наприклад, модель Дж. Лінтнера [5], теорія Г. Дональдсона [6]).

В контексті подальшого дослідження зазначимо, що аналізуючи сучасні дослідження дивідендної політики у вітчизняній та російській фінансовій науці, можна зробити висновок, що більшість з них акцентують увагу на визначенні змісту поняття «дивідендна політика» та її характеристик в умовах недостатньо розвинених фондових ринків та/або інституційної недосконалості корпоративного сектору [7, 8]. В

цілому, подібний підхід характерний саме для пострадянської фінансової науки, тоді як в частині загальних теоретичних концепцій її представники орієнтуються на існуючі розробки закордонних економістів.

Складність та неоднозначність рішень у сфері дивідендів призводить до появи у науковій літературі «багатошарових» визначень, автори яких намагаються врахувати максимально можливу кількість її аспектів. Зокрема, російський дослідник С. Данілочкін стверджує: «Дивідендна політика представляється у вигляді певного кортежу композиційних правил, які рознесені по дискретним моментам часу, та мають структуру «якщо – то – інакше» [9]. Не заперечуючи в цілому подібного підходу, зауважимо наступне: врахувати більшість теоретичних та практичних аспектів рішень у сфері дивідендів майже неможливо, тому встановлення подібної наукової задачі навряд чи є доцільним, окрім того, не можна погодитися з виразом щодо «дискретних моментів часу», оскільки це перетворює дивідендну політику на певний розірваний ланцюг управлінських рішень.

Інші автори, навпаки, намагаються максимально можливо спростити розуміння дивідендної політики: «...дивідендна політика корпорації – це сукупність стратегічних і поточних рішень щодо розподілу результатів діяльності корпорації» [10]. Нам видається, що вживання терміну «розподіл результатів діяльності корпорації» є необґрунтованим, оскільки подібний підхід є надто вільним з погляду фіксації можливих джерел виплати дивідендів. Наприклад, в якості результатів діяльності корпорації може використовуватися ринкова вартість акцій, або, навіть будь-який грошовий потік, що генерується підприємством.

Намагання виділити певні авторські особливості в сутності дивідендної політики призводить до появи не зовсім коректних та обґрунтованих положень. Так, з нашого погляду, аналізуючи економічну та правову природу дивідендів та дивідендної політики навряд чи можна погодитися з думкою О. Козка, який

¹ При цьому зазначимо, що більшість подібних теоретичних концепцій базуються або на визнанні, або, навпаки, на запереченні допущень, зроблених в теорії ММ, і доведенні факту впливу (відсутності впливу) дивідендів на ринкову вартість корпорації

стверджує, що «Дивіденди ж являються боргом компанії власникові корпоративних прав (наприклад, акцій) і виплачуються тільки з чистого прибутку» [11]. Ніяким чином дивіденди не можна вважати боргом компанії, адже це не тільки спотворює сутність власного капіталу акціонерного товариства та пайових фінансових інструментів, подібний підхід абсолютно унеможливує ефективну дивідендну політику, оскільки робить дивіденди «квазізобов'язаннями».

В свою чергу, В. Шелудько пропонує наступне визначення дивідендної політики: «Дивідендна політика — це політика щодо розподілу отриманого підприємством прибутку за умови, що власники підприємства мають право на отримання частини прибутку у вигляді дивідендів».[12] На наш погляд, подібне визначення теж не можна вважати довершеним, насамперед, за рахунок наявності другої частини, яка допускає відсутність у власників підприємства майнових прав на участь в розподілі прибутку. В цілому допускаючи можливість існування «бездивідендних» акцій, все ж підкреслимо, що пайові фінансові інструменти як правило надають своїм власникам такі права.

Зокрема, в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» зафіксовано: «Пайові цінні папери - цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі (крім інвестиційних сертифікатів), надають власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента» [13]. Виходячи з такого визначення, можна стверджувати і про некоректність тверджень А. Козка.

Враховуючи викладене вище, можна говорити, що пострадянська фінансова наука в питаннях дивідендної політики орієнтується на теоретичні концепції розроблені західними авторами, більше уваги приділяючи змістовним характеристикам цього поняття та практиці виплати дивідендів. Подібний розвиток подій є цілком прогнозованим, зважаючи на те, що поява та розвиток акціонерних товариств у цих країнах припадають на початок 90-х рр. мину-

лого століття, коли базові школи дивідендів були вже сформовані. Втім, як вже зазначалося, говорити про завершеність досліджень у сфері дивідендної політики не варто, що робить переосмислення існуючих тенденцій в дивідендній політиці в країнах з перехідною економікою важливим елементом подальшого генезису теорії дивідендної політики. Такий висновок базується на аргументованому припущенні, що в умовах фінансових систем, які перебувають в стані трансформації, можливе виникнення абсолютно нових явищ як у дивідендній політиці, так і на фондовому ринку.

Відповідно, можна стверджувати, що сучасна теорія дивідендної політики представляє собою певний набір концепцій, які не завжди можуть бути використані в практиці корпоративного фінансового менеджменту корпораціями з усіх країн, безвідносно рівня їх економічного розвитку. Разом з тим, виділення пріоритетів дасть можливість сформулювати вимоги до наступних досліджень та їх практичного впровадження.

Аналізуючи питання про подальший розвиток теоретичних концепцій дивідендної політики, з нашої точки зору можна припустити, що основні зусилля дослідників будуть сконцентровані на наступних напрямках – «агентські конфлікти – дивідендна політика», «дивідендна політика – асиметрія інформації (сигнальний ефект)», «фондові ринки - дивідендна політика», «макрофінансова політика держави – дивідендна політика».

При цьому, такі дослідження будуть адекватною відповіддю на суттєві особливості розвитку корпоративного сектору та фондових ринків на сучасному етапі – загостренні конфліктів між різними суб'єктами, посилення ролі інформації та зростання невизначеності у тенденціях сучасних ринків капіталів, що в кінцевому підсумку визначає посилення державного втручання у процеси розподілу прибутку на мікрорівні. Окрім того, вони будуть відображенням реальних прагматичних потреб корпорацій у науковому обґрунтуванні рішень у сфері розподілу прибутку.

Для подібного висновку можна навести наступні важливі аргументи (Рис. 1).



*Рис.1. Перспективні напрямки розвитку
теоретичних концепцій дивідендної політики*

Джерело: розроблено автором

Проаналізуємо детальніше сучасний та перспективний стан дивідендної теорії в розрізі виділених складових. Зауважимо, що теза про важливість факторів зовнішнього фінансового середовища в дивідендній політиці, насамперед, фондового ринку ставиться під сумнів окремими авторами. Так, в роботі Г. Шагалеевої стверджується, що, дивідендна політика на розвинених ринках і в країнах з перехідною економікою принципово не відрізняється. Більше того, цей російський науковець на основі власних досліджень доводить істинність висновку про те, що дивідендна політика *не пов'язана з фінансовими рішеннями корпорації*, а її визначальним фактором є агентські конфлікти між різними суб'єктами управління у сфері корпоративних фінансів [7].

З нашої точки зору, агентські конфлікти можуть бути і є (як це буде показано нижче) одним із домінуючих факторів рішень у сфері розподілу дивідендів, але ігнорувати вплив інших чинників не вірно. Зокрема, якщо припустити, що в акціонерному товаристві державного сектору економіки державі належить 100 % статутного капіталу, підґрунтя для агентських конфліктів

практично відсутні, але ж проблема дивідендної політики може стояти не менш гостро. На наш погляд, роль фондових ринків необхідно розглядати також і в розрізі сигнальних теорій дивідендів. Агреговано зміст основних сигнальних теорій наведено у Табл.1.

Як видно з Табл. 1, сукупність сигнальних теорій структури капіталу є неоднозначною з погляду оцінки ролі дивідендів у корпоративній стратегії та їх місця у формуванні ринкової вартості корпорацій. На наш погляд, подібна невизначеність є обґрунтованою: по-перше, цілий ряд досліджень не показали важливої ролі дивідендів як сигналів для інвесторів, що взагалі ставить під сумнів інформаційну роль дивідендів [14]; по-друге, в ряді робіт дивіденди розглядаються як негативний сигнал, який свідчить, що менеджери не вбачають достойних перспектив для інвестицій, тому і виплачують дивіденди [15]; по-третє, необхідно розуміти, що сигнальна теорія напряму пов'язана з ефективністю фондового ринку, його здатністю відображати інформацію в цінах фінансових інструментів.

Питання агентських відносин в дивідендній політиці напряму пов'язане як з ефективністю фондового ринку, так

Основні положення сигнальних моделей структури капіталу

Теорія	Основні висновки та рекомендації
Модель Росса	За допомогою фінансових рішень (як сигналів) менеджер може певним чином впливати на поведінку інвесторів. Менеджери отримують за свою роботу певну частину ринкової капіталізації фірми, тобто вони зацікавлені в її зростанні. Але менеджери можуть подавати ринку і неправдиві сигнали — коли їх вигода в цьому випадку перебиває вигоду від істинного сигналу.
Модель Гроссмана-Харта	Розгляд структури акціонерного капіталу корпорації та її впливу на отримання контролю з боку двох груп менеджерів — ті, які націлені на максимізацію прибутку, та ті, які намагатимуться використовувати корпорацію для задоволення приватних потреб. Структура акціонерного капіталу повинна сприяти керівництву першої групи менеджерів. Тому в акціонерному капіталі доцільно виділити два класи акцій — з високими дивідендними правами та високими правами голосу.
Модель Рока	Є два типи інвесторів — інформовані та неінформовані. Акції бувають двох типів — недооцінені та переоцінені. Відповідно, інформовані інвестори будуть купляти тільки недооцінені випуски, а неінформовані — акції обох груп. Тому неінформовані інвестори отримують мало гарних акцій та багато поганих. Тому в результаті вони отримують негативну доходність при купівлі акцій первинних випусків.
Модель Харріса-Равіва	Менеджери вибирають розмір боргу так, щоб максимізувати свої власні вигоди. Їх вигоди — доходи по акціям та доходи від контролю. Таким чином менеджери вибирають частку боргу в залежності від того, як вони ставляться до можливого поглинання і від можливостей отримання доходів із кожного джерела.
Модель боргу Майерса	Раціонально обмежити частку боргу в капіталі компанії. Краще залучати капітал який має нижчу ціну (з внутрішніх джерел).
Модель Уелша	Всі інвестори володіють однаковою інформацією, яка відрізняється від інформації менеджерів. Виділено перспективні компанії та неперспективні — інвестор не може достатньо точно визначити характер кожної, тому за акції перспективних компаній він сплачує не вищу за середню ціну. Задача менеджерів перспективної фірми — подати сигнал про свій статус.
Модель Майерса-Мажлуфа	Інвестори гірше проінформовані ніж менеджери, тому можлива значна недооцінка випуску акцій, що зробить навіть привабливий проект неприбутковим. Найбільш привабливим є фінансування з внутрішніх джерел, потім — за рахунок боргів. Фінансування за рахунок емісії звичайних акцій можливе лише в крайньому випадку. Випуск акцій — негативний сигнал, їх викуп — позитивний.
Модель Міллера-Рока	Будь-які виплати власникам капіталу (дивіденди, викуп акцій, погашення боргів) — позитивний сигнал для інвесторів, що викликає зростання ціни акцій. Емісія акцій та облігацій — негативний сигнал за яким слідує зниження ціни акцій.

Джерело: систематизовано автором

і з сигнальним ефектом. Більшість наукових робіт стосовно агентського ефекту у сфері розподілу прибутку акцентують увагу на наступних аспектах:

- за рахунок виплати дивідендів менеджери намагаються скоротити агентські витрати, які незмінно виникають, якщо сформований чистий прибуток реінвестувати [16]. Тобто, спрощено можна говорити, що менеджери «перекладають» на акціонерів проблеми інвестиційного вибору в умовах невизначеності фінансового навколишнього середовища. Втім з цього приводу існують і інші результати – чим кращим є рівень корпоративного управління в компанії, тим вищим є рівень показника дивідендного виходу [17];

- невизначеним є вплив структури власності акціонерних товариств на процес розподілу прибутку. Екстраполюючи це висновок на досвід виплати дивідендів вітчизняними підприємствами, можна говорити про наявність чіткої кореляції між наявністю держави-акціонера та частотою виплати, в усіх інших випадках кореспонденція між цими явищами є неявною;

- в той же час, агентська теорія знайшла своє підтвердження в порівняльному дослідженні як для розвинених ринків капіталу, так і для ринків, з т.з. «емерджентними» ринками [18]. Яким чином подібний висновок узгоджується з усталеними уявленнями про роль ефективної системи корпоративного управління в забезпеченні зниження агентських конфліктів та, відповідно, у забезпеченні майнових прав акціонерів? На наш погляд, агентський конфлікт об'єктивно витікає із правової природи акціонерного товариства, насамперед, із відділення власності від управління, і його існування не залежить від рівня корпоративного управління. Цей фактор (корпоративне управління) впливає на форми прояву агентського конфлікту, можливості його формалізації в межах нормативно-правової бази, а також, на рівень агентських витрат;

- з погляду агентського аспекту важливим фактором є рівень розвитку фондового ринку, оскільки саме він формує можливості ефективного ринкового контролю акціонерів над діяльністю менеджерів, насамперед, через т.з. «голосування ногами», коли неефективне

корпоративне управління призводить до продажу акціонерами належних їм акцій. Механізм впливу на «емерджентних» фондових ринках суттєво відрізняється – він базується на обмежених можливостях фінансування корпорацій за рахунок зовнішніх джерел та на здатності мажоритарних акціонерів отримувати «доходи від контролю».

Підсумовуючи аналіз проблемних аспектів сучасної теорії дивідендної політики, зазначимо наступне:

1. В питанні щодо місця дивідендної політики в корпоративному фінансовому менеджменті необхідно виходити з того, що дивіденди є важливою складовою формування фінансової стратегії сучасної корпорації. Вплив дивідендів на процес реалізації стратегічних цілей управління фінансами корпорацій найбільш явно детермінується: по-перше, через реакцію існуючих акціонерів та потенційних інвесторів на рішення у сфері розподілу прибутку; по-друге, через обмеження у формуванні інвестиційних ресурсів корпорації за рахунок зовнішніх та внутрішніх джерел.

2. Різноманітність існуючих теорій дивідендної політики та їх практичних рекомендацій є адекватним відображенням мінливості фінансового навколишнього середовища, а також, варіативності тактичних та стратегічних управлінських рішень корпорації у відповідності до поточних цілей фінансового менеджменту. Відповідно, дивідендну політику необхідно розглядати як певний динамічний процес, а не статичне явище. Подальші наукові розвідки у сфері дивідендної політики корпорацій пов'язані з особливостями розвитку корпоративного сектору та фінансового зовнішнього середовища – корпоративними конфліктами, посиленням ролі інформації, невизначеністю сучасних ринків капіталів. Відповідно, найбільш актуальними є дослідження у сфері сигнальних та агентських теорій, а також ролі фондового ринку на сучасному етапі у реалізації дивідендної політики сучасних корпорацій.

3. Всі вказані аспекти визначають питання про необхідність перегляду ролі держави в дивідендній політиці. Якщо сучасна дивідендна теорія орієнтується виключно на використання

державою податкових інструментів в регулюванні співвідношення розподілу чистого прибутку корпорацій. Проте, можливості впливу держави на вказані пропорції є значно ширшими, особливо, в країнах де фінансова система тільки розвивається, і держава здатна активно впливати, наприклад, на кількісні та якісні аспекти системи корпоративного управління, організованого фондового ринку і т.п.

ЛІТЕРАТУРА

1. *M.H. Miller, F. Modigliani*. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // *Journal of Business*, October 1961, p. 411-433.
2. Корпоративное управление [Текст]: учеб. пособие / [В. Г. Антонов, В. К. Крылов, А. Ю. Кузьмичев и др.]; под ред. В. Г. Антонова. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Форум: ИНФРА-М, 2010. - 287 с.
3. *Ross S.* Основы корпоративных финансов [Текст]: пер. с англ. / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан. - М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. - 720 с.
4. *Суторміна В.М.* Фінанси зарубіжних корпорацій [Текст]: Підручник. / В.М. Суторміна. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.
5. *J. Lintner*. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations // *Review of Economics and Statistics*. August 1962, p. 243—269.
6. *M.J. Gordon*. Optimal Investment and Financing Policy // *Journal of Finance*. May 1963. p. 264—272.
7. *Шагалеева Г.* Анализ детерминант дивидендной политики компаний в странах с переходной экономикой [Текст]/ Г. Шагалеева // *Международная экономика*. - №7. - 2011. - С. 52-57.
8. *Ружанская Л.* Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов [Текст] / Л. Ружанская, С. Лукьянов // *Вопросы экономики*. - 2010. - № 3. - С. 132-146.
9. *Данилочкин С.* Концептуальная интерпретация и классифицирование дивидендных политик в отношении предприятия [Текст] / С. Данилочкин / *РИСК*. - №3. - 2009. - С. 38-42.
10. *Топчак М., Маринич І.* Дивідендна політика як стратегія акціонерного товариства у сфері розподілу прибутку // *Науковий вісник*. - 2005. - Вип.15.5. - С. 355-359.
11. *Козка А.* Дивиденды для владельцев корпоративных прав: правовой анализ [Текст] / А. Козка // *Справочник экономиста*. - №2. - 2012. - С. 79-82.
12. *Шелудько В.М.* Фінансовий менеджмент [Текст]: підручник / В. М. Шелудько. - К.: Знання, 2006. - 439 с.
13. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»
14. *Fama, Eugene F. and French, Kenneth R.*, Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay? (June 2000). AFA 2001 New Orleans; CRSP Working Paper No. 509. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=203092> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.203092>.
15. *Gustavo Grullon, Roni Michaely, Bhaskaran Swaminathan* «Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?» *Journal of Business*, vol. 75, no 3. , 2002.
16. *DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D.J.* Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings // *Journal of Financial Economics*. 2004. Vol. 72, No 2. P.450.
17. *Лебедев О.В.* Взаимосвязь эффективности государственного кодифицированного корпоративного права в контроле агентских конфликтов и решений по корпоративному управлению [Текст] // О. В. Лебедев / *Менеджмент в России и за рубежом*. - №6. - 2011. - С. 16-22.
18. *Al-Kuwari, D.* (2009) Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries / *Global Economy & Finance Journal*, 2009. Vol. 2. No. 2. P. 38-63.