

# «ЗАЛИШКОВИЙ» ПРИНЦИП В ДИВІДЕНДНІЙ ПОЛІТИЦІ В КОНТЕКСТІ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ КОРПОРАЦІЙ

**Богдан  
Стеценко,**  
к. е. н., доцент,  
доцент кафедри  
Фінансові ринки  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет імені  
Вадима Гетьмана»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

*Перед Україною стоять складні завдання, пов'язані з подальшим реформуванням національної економіки. Надії на покращення економічної ситуації, не в останню чергу, пов'язуються з трансформаціями у корпоративному секторі, представленому провідними підприємствами металургійного комплексу, хімічної промисловості і т.п.. Приватизація об'єктивно визначила лідерство корпорацій серед організаційно-правових форм ведення бізнесу в Україні. Втім, це лідерство, хоча і є природним для ринкової економіки, пов'язане з численними проблемами, з якими стикаються вітчизняні акціонерні товариства в процесі своєї фінансової діяльності.*

В загальному ряду прагматичних проблем особливе місце займає дивідендна політика. Складне та неоднозначне питання для будь-якої зарубіжної корпорації, для вітчизняних АТ воно набуває особливих форм, пов'язаних з деструктивним впливом цілого ряду зовнішніх та внутрішніх чинників. В той же час, аналіз праць вітчизняних економістів, присвячених питанням дивідендної політики – зокрема, Д. Бородкіна, В. Козака, О. Крайник, Л. Лігоненко, І. Прасолова, І. Стефанюка, В. Суторміної, доводить, що вказане питання часто розглядається вкрай однобоко.

Зокрема, відмітимо, що в наукових колах домінують наступні ідеологеми щодо розподілу прибутку АТ:

- *по-перше*, вітчизняні підприємства вкрай рідко виплачують дивіденди і це негативно характеризує діяльність корпоративного сектору, насамперед, з точки зору міноритаріїв;

- *по-друге*, і самі акціонерні товариства, і держава повинні сконцентрувати зусилля на активізації дивідендних виплат, оскільки це дасть можливість залучити додаткові інвестиційні ресурси в корпоративний сектор.

З нашої точки зору, подібний погляд на дивідендну політику акціонерних товариств в Україні є не зовсім корек-

тним і потребує детального аналізу та актуалізації. Оскільки дивідендну політику необхідно розглядати з позиції стратегічного розвитку вітчизняних корпорацій, а не з погляду максимізації поточних виплат акціонерів.

Таким чином, мета статті – аналіз дивідендної політики вітчизняних АТ в контексті їх стратегічного розвитку, виділення факторів, що обумовлюють результативність «залишкового принципу» виплати дивідендів на сучасному етапі.

**Вклад основного матеріалу.** Дивідендна політика протягом тривалого часу залишається одним із найбільш актуальних питань фінансового менеджменту. Зарубіжна фінансова теорія та практика накопичила вагомий досвід щодо розподілу прибутку підприємств. В той же час, з ряду причин можливості використання західного досвіду дивідендної політики на вітчизняних теренах є досить обмеженими та не завжди можуть давати очікуваний результат.

На думку вчених, спрощено, дивідендна політика полягає у пошуку фінансовими менеджерами відповідей на три головних питання [9]:

- розмір дивіденду;
- джерела фінансування дивідендних виплат;
- форми виплат дивідендів.

Окрім того, дивідендна політика розглядається як невід'ємна частина фінансової стратегії корпорації. Зазначимо, що саме стратегічний підхід до управління повинен розглядатися в якості наріжного каменя для аналізу дивідендної політики вітчизняних акціонерних товариств на сучасному етапі. В цьому сенсі зазначимо, що початком активного вивчення стратегії та розробки теоретичних засад стратегічного управління є середина минулого століття. Цей етап пов'язаний з появою робіт засновників дослідницької традиції в стратегічному управлінні А. Чандлера, І. Ансоффа, підручника Гарвардської школи бізнесу.

Якраз в роботах А. Чандлера термін «політика бізнесу» був замінений терміном «стратегія», яка, на думку цього вченого визначає довгострокові цілі підприємства, а також намічає дії та розміщує ресурси, необхідні для вирішення поставлених завдань. В свою чергу, у підручнику Гарвардської школи бізнесу стосовно змістовних характеристик стратегії були виділені доповнення наступного характеру:

- введення поняття відмінної компетенції організації;
- визначення необхідності виділення сильних та слабких сторін організації.

В роботах І. Ансоффа вперше було запропоновано новаторський підхід до проблем стратегічного управління, який передбачав рух від передбачення майбутнього до вирішення проблем сьогодні, тоді як на момент написання цих робіт (1965 рік) домінувала абсолютно відмінна концепція – на основі аналізу минулого планувати майбутні дії [1].

Підтримуємо думку переважаючої більшості вчених, які підкреслюють багатофункціональність дефініцій «стратегія» та «стратегія підприємства», їх комплексний характер. Відповідно, однозначно трактувати термін «стратегія» вкрай важко. Це знаходить своє відображення у визначеннях, які розглядають стратегію як певну сукупність та модель. Зокрема, Г. Мінцберг говорить про сукупність

трактувань (п'ять «П» стратегії) – план, прийом, принципи поведінки, позиція та перспектива [6].

Аналіз дивідендної політики в цілому, та її окремих методів – зокрема, з точки зору стратегічного підходу, змушує абсолютно інакше аналізувати існуючі тенденції в розподілові прибутку акціонерних товариств. Насамперед, визначимо найбільш значимі характеристики «залишкового» принципу виплати дивідендів акціонерними товариствами [3]:

- пріоритетом під час виплати дивідендів є підтримання необхідного рівня інвестиційної активності корпорації, відповідно, сформований прибуток першочергово розглядається як внутрішнє джерело фінансування;
- на дивіденди впливає існуюча структура капіталу корпорації, тому реінвестується та частина прибутку, яка необхідна для збереження існуючої структури капіталу;
- дивіденди виплачуються акціонерним товариством виключно після задоволення потреб у фінансуванні.

Головний недолік політики залишкових виплат – ймовірна нестабільність дивідендів (або, доволі часто - їх повна відсутність). Вважається, що прийнятним є її використання на ранніх стадіях існування фірми, коли корпорація потребує значних інвестиційних ресурсів, а доступ до зовнішніх джерел є обмеженим. При цьому треба враховувати, що рентабельність активів фірми повинна перевищувати або хоча б дорівнювати доходності, яка може бути отримана акціонерами на ринку самостійно, інакше, вони можуть прийняти рішення про виплату дивідендів<sup>1</sup>.

В загальному, зазначимо, що кількість компаній, які виплачують дивіденди є відносно невеликою, що в розвинених країнах, що в Україні. Разом з тим, причини такого явища абсолютно відмінні. Зокрема, в США мова йде, насамперед, про існування певного «компенсаційного» механізму, коли відсутність дивідендів «заміщується» зростанням вартості акцій корпорації на ринку (рис. 1).

<sup>1</sup> Саме вказаний аспект визначає вартість нерозподіленого прибутку як джерела фінансування

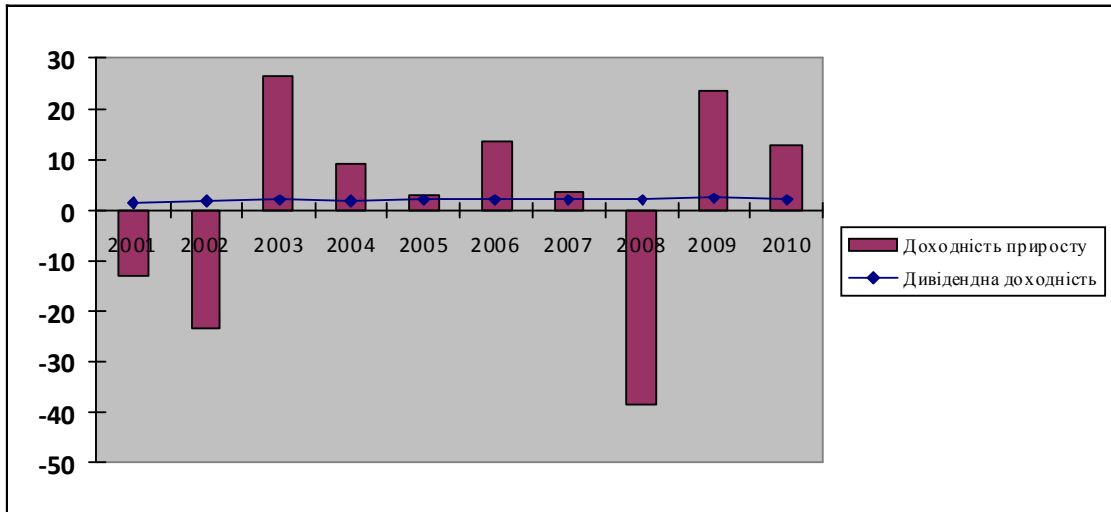


Рис. 1. Доходність акцій в США у 2001-2010 рр., у %

Джерело: складено за даними Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce за відповідні роки.

Окрім того, в Сполучених Штатах Америки абсолютна більшість дивідендів виплачується на користь фізичних осіб. Відповідно, характеристики моделі корпоративного управління (розпорошеність структури акціонерної власності) суттєвим чином впливають на дивідендну політику корпорацій.

В Україні мова йде про абсолютно інші причини відмови від виплати дивідендів – пов'язані, в першу чергу, зі складнощами у реалізації емісійної стратегії на ринку акцій та бажанням максимально сконцентрувати управлінські повноваження у мажоритарних акціонерів. Зазначимо, що переважна орієнтація на власні ресурси як джерело інвестицій є типовою для України. При цьому, досить часто висловлюються думки щодо необхідності не-

гайного виправлення ситуації та зміни структури фінансування капітальних вкладень на користь зовнішніх джерел. Про те, як засвідчили події 2008-2010 рр. в умовах фінансової кризи саме підприємства з мінімальною залежністю від зовнішнього фінансування продемонстрували найкращу фінансову стійкість до викликів економічної кризи.

В той же час, роль фізичних осіб, як власників сек'юритизованих фінансових інструментів в Україні невпинно знижується (рис. 2).

Зниження кількості цінних паперів, що перебувають у володінні фізичних осіб, об'єктивно зменшує вплив дивідендних виплат на ринкову вартість акцій. Саме з цих причин, відмову від розподілу чистого прибутку на користь

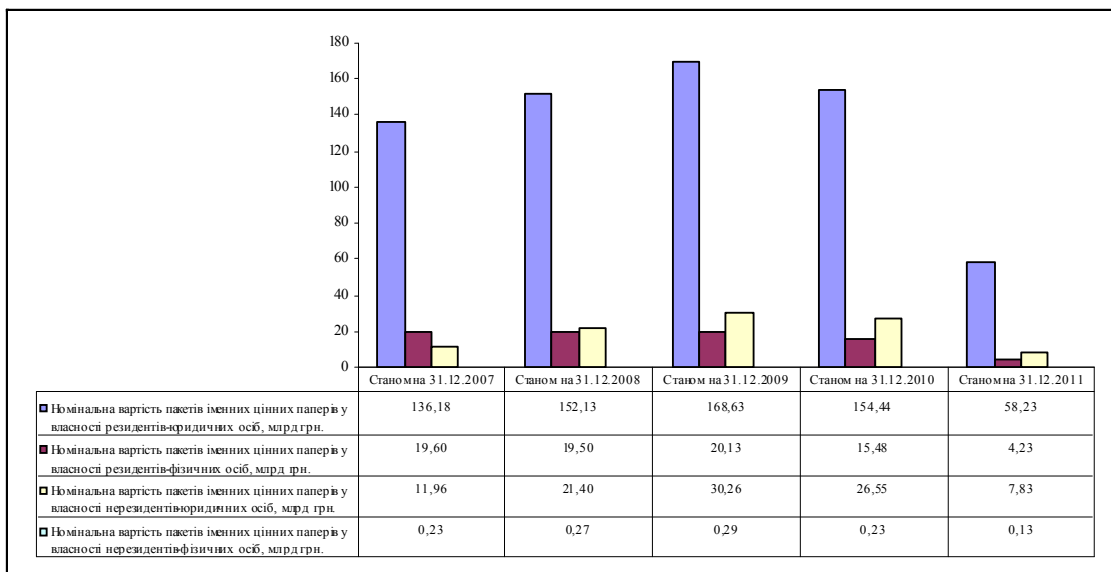


Рис. 2. Номінальна вартість іменних цінних паперів, які належать власникам, млрд. грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

акціонерів можна розглядати як цілком обґрунтоване рішення в умовах домінування мажоритарних акціонерів.

Більше того, «залишковий підхід» до дивідендних виплат в Україні можна розглядати і з погляду особливостей формування показника вартості капіталу. Будь-які моделі структури капіталу виходять з того, що акціонерний та позиковий капітал мають позитивні та негативні характеристики. Відповідно, оптимальна структура капіталу визначається як результат домінанти позитивних характеристик у певний момент часу над негативними. Тобто, при оптимальному співвідношенні між різними частинами капіталу досягається максимум щодо позитивних рис та мінімум щодо негативних.

В Україні управління вартістю власного капіталу ускладнюється з наступних причин:

- *по-перше*, низька активність вітчизняних корпорацій у сфері дивідендної політики — близько 7-10 % вітчизняних АТ регулярно сплачують дивіденди. Відповідно, відразу унеможливується використання моделей, орієнтованих на врахування дивідендної доходності в розрахунку вартості акціонерного капіталу;

- *по-друге*, недосконалість механізмів ціноутворення на вторинному ринку акцій та його відсутність у переважній більшості компаній;

- *по-третьє*, слабкий захист прав міноритарних акціонерів поєднується з тенденцією до укрупнення пакетів акцій. Сукупний вплив таких факторів виявляється у зростанні доходів від контролю за акціонерними товариствами, що їх отримує визначена кількість власників;

- *по-четверте*, відсутність кредитної історії у більшості вітчизняних акціонерних товариств на сек'юритизованій частині боргового ринку, що ускладнює використання такого методу як «доходність облігацій плюс премія за ризик».

Якщо врахувати в системі доходів, що їх отримують власники пайових фінансових інструментів корпорації, доходи від контролю за її діяльністю, це може призвести до змін в орієнтації під час управління вартістю капіталу підприємства. Так, власники пайових інструментів, отримавши доходи від

контролю, можуть відмовитися від дивідендів та курсової різниці (як легального виду доходів).

В цьому випадку розрахункове значення вартості власного капіталу буде відрізнятися від реального, при цьому зміниться доходність інвестицій для тих акціонерів, які не мають можливості отримувати доходи від контролю. В описаній схемі швидше виникає проблема визначення істинного показника вартості власного капіталу фірми, ніж порушення співвідношення у вартості власного та позикового капіталу.

Окрім того, необхідно зважати, що використання боргового капіталу передбачає обов'язковий характер виплати відсотків та/або основної суми боргу, тоді як необхідність виплати доходів за власним капіталом залежить від обсягів об'єкта розподілу (чистого прибутку) та компромісу між суб'єктами корпоративного управління, що мають вплив на такі рішення.

Тобто, в короткостроковому періоді можлива гіпотетична ситуація, коли через відсутність виплат за власним капіталом його вартість буде нижчою для корпорації, ніж вартість боргового капіталу.

## ВИСНОВКИ

Виходячи з проведеного дослідження, можна сформулювати наступні висновки:

1. Домінація «залишкового» принципу в дивідендній політиці вітчизняних акціонерних товариств є наслідком впливу вагомих факторів, пов'язаних, насамперед, зі слабкою роллю фондового ринку, інституційними диспропорціями корпоративного сектору, «тінізацією» економічних відносин в Україні.

2. Подібні тенденції в дивідендній політиці в цілому є іманентними існуючим умовам господарювання в Україні. Відповідно, в цілому заперечувати можливість реалізації такої дивідендної політики не варто. Більше того, на наш погляд, подібна дивідендна політика є навіть корисною, оскільки вона дає змогу в умовах обмеженого доступу до зовнішнього фінансування підтримувати інвестиційні процеси в корпоративному секторі.

3. З погляду фінансової стратегії вітчизняних корпорацій подібні управлінські рішення є цілком виправ-

даними, щонайменше, у середньостроковій перспективі. Зі стратегічної точки зору, «залишковий» підхід у дивідендній політиці вітчизняних корпорацій дає можливість підтримувати інвестиційну активність при цьому без значного негативного впливу на ринкову вартість підприємства.

#### ЛІТЕРАТУРА

1. *Ансофф И.* Стратегическое управление: Пер. с англ. / Под. ред. Л.И. Евенко. – М.: Экономика. 1989.
2. *Бородкін Д.* Виплата дивідендів акціонерними товариствами: проблеми та рішення [Текст] / Д. Бородкін // Бухгалтерія: додаток до газети «Бизнес». - 2010. - № 29. - С. 66-67.
3. *Бригхем Ю.* Финансовый менеджмент [Текст]: полный курс: в 2 т. / Юджин Бригхем, Луис Гапенски ; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. - СПб.: Экономическая школа. Т. 1. - 2004. - 497 с.
4. *Зальцман, А.А.* Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний [Текст] / А. А. Зальцман // Аудит и финансовый анализ. - 2012. - № 1. - С. 233-241.
5. *Козка А.* Дивиденды для владельцев корпоративных прав: правовой анализ [Текст] / А. Козка // Справочник экономиста. - 2012. - № 2. - С. 79-82.
6. *Минцберг Г.* Стратегический процесс: Пер. с англ./ Г. Минцберг, Дж. Б. Куинн, С. Гошал [Под ред. Ю.Н. Каптуревского.] – СПб: Питер, 2001. – 688 с.
7. *Прасолов І.* Ефективність дивідендної політики акціонерних товариств у контексті посилення інвестиційної спрямованості банківського сектору України [Текст] / І. Прасолов // Вісник Національного банку України. - 2012. - № 5. - С. 4-7.
8. *Семенкова Е.В.* Корпоративные действия эмитента и дивидендная политика [Текст] / Е. В. Семенкова // Финансовый менеджмент. - 2007. - № 3. - С. 132-143.
9. *Суторміна В.М.* Фінанси зарубіжних корпорацій [Текст]: підручник / В. М. Суторміна. - К.: КНЕУ, 2004. - 566 с.
10. *Ульянов А.И.* О динамике дивидендных выплат крупнейших российских корпораций [Текст] / А. И. Ульянов // Вопросы статистики. - 2008. - № 1. - С. 48-53.

РІЦПУ