

ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ

УДК 336.671

Д. ЛЕОНОВ,
професор, кандидат економічних наук,
І. ПРАСОЛОВ,
Народний депутат України

ДІАЛЕКТИКА ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ЗРОСТАННЯ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ ФОНДОВИХ РИНКІВ

Розглянуто теоретичні та практичні аспекти дивідендної політики акціонерних товариств в умовах нестабільності світового фондового ринку. Проведено аналіз взаємозв'язку між динамікою ринків капіталу та дивідендною політикою АТ, виділено зовнішні фактори, які найбільш суттєво впливають на пропорції розподілу прибутку в корпоративному секторі. Визначено перспективні управлінські підходи до вирішення проблем, пов'язаних з дивідендною політикою корпорацій.

Із середини ХХ ст. сучасні корпорації фактично перетворилися на гегемона економічних, політичних та соціальних відносин як на національних, так і на міжнародному рівнях. Організація економічної діяльності у формі акціонерного товариства (АТ) дістала значне поширення не в останню чергу завдяки явним перевагам у сфері фінансування порівняно з іншими організаційно-правовими формами бізнесу. Саме доступ до джерел капіталу за рахунок випуску цінних паперів на фондовому ринку дає можливість корпораціям вирішувати складні завдання у галузі виробництва і технологій, а циклічність цього процесу підтримує довгостроковість потенціалу розвитку АТ.

З огляду на такі імперативи, в основі процесів трансформації відносин власності, що стали в Україні відмінною рисою економічних реформ 90-х років ХХ – початку ХХІ ст., лежала саме корпоратизація (акціонування) підприємств державного сектору економіки. У результаті нині ми маємо надзвичайно потужний вітчизняний корпоративний сектор, який беззаперечно лідирує за всіма кількісними показниками.

Разом з тим, якщо домінування корпорацій у розвинутих економіках безальтернативно поєднується з адекватним прогресом фондового ринку, то для вітчизняних реалій характерні глибокі й тривалі диспропорції, насамперед, у сфері корпоративного фінансування. Відповідно, формування ефективної та дійової системи управління фінансами корпорацій, на наш погляд, є важливим практичним завданням, без вирішення якого неможливе подальше реформування вітчизняної економіки.

Аналізуючи сучасні теоретичні концепції управління корпоративними фінансами, слід зазначити, що, незважаючи на велику кількість досягнень, ряд вагомих проблем залишаються невирішеними. У першу чергу це стосується дивідендної політики, яка вже понад 60 років хвилює провідних фінансистів-науковців. Р. Брейлі, Г. Дональдсон, Р. Ла Порта, Дж. Лінтнер, С. Майерс, М. Міллер, Ф. Мо-

дільяні, С. Рок, Ю. Фама, У. Шарп – це зовсім неповний перелік видатних учених, які досліджували дивідендну політику і розробляли її моделі для корпорацій. Проте порівняння напрацьованих практичних рекомендацій доводить, що дивідендна політика залишається чи не найбільшою “білою плямою” у сфері корпоративних фінансів. Такий висновок є особливо актуальним при дослідженні дивідендної політики сучасних корпорацій у контексті тенденцій розвитку світового фондового ринку. Неоднозначність, притаманна сучасному ринку капіталів як основоположному елементу середовища діяльності корпорацій, тільки підкреслює необхідність досліджень взаємозв’язків дивідендної політики та ключової для формування капіталу корпорацій складової фінансового ринку – фондового ринку.

У науковій літературі розглядається цілий комплекс факторів, які визначають дивідендну політику корпорацій. Так, провідний вітчизняний науковець В. Суторміна говорить про 4 групи факторів: юридичні обмеження, інвестиційні можливості, збереження контролю та дохідність акціонерного капіталу ¹. Інші вчені, виділяючи фактори дивідендної політики, обґрунтовують їх поділ на внутрішні та зовнішні, при цьому до останніх відносять асиметрію інформації, податкове середовище, інституційні фактори ². В окремих наукових працях виділяють одиничні чинники та їх вплив на політику розподілу прибутку корпорацій, зокрема розмір та історію розвитку підприємства ³, об’єктивну асиметрію інформації ⁴, вплив дивідендів на ринкову вартість акцій корпорації ⁵ тощо.

Зі свого боку зазначимо, що безпосередня детермінація ринку капіталів, зокрема фондового, як самостійний фактор дивідендної політики АТ майже не зустрічається. Скоріше, можна говорити про певні опосередковані зв’язки. Найчастіше подібне кореспондування відбувається через аналіз дивідендів як певних сигналів для інвесторів на ринку акцій, а також у контексті формування ресурсів для здійснення корпорацією інвестицій із зовнішніх та внутрішніх джерел. Наприклад, у працях класика сучасної теорії дивідендної політики – американського дослідника Дж. Лінтнера – стверджується, що в умовах асиметрії інформації виплата дивідендів розглядається як позитивний сигнал про стійке поточне фінансово-господарське становище і про його оптимістичні перспективи ⁶. Відповідно, менеджери приймають рішення про розподіл прибутку на основі оцінки можливої реакції ринку. Втім, необхідно визнати, що це тільки один з варіантів впливу тенденцій фондового ринку на сферу дивідендних відносин.

Діалектика дивідендної політики поза концепцією Міллера – Модільяні (теорія ММ) ⁷ передбачає, що ринкова вартість АТ (агрегована у ціні його акцій) змінюється під впливом рішень у сфері розподілу прибутку. Не відкидаючи важ-

¹ Див.: Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій. Підручник. К., КНЕУ, 2004, с. 296.

² Див.: Шагалеева Г. Б. Анализ детерминант дивидендной политики компаний в странах с переходной экономикой. “Международная экономика” № 7, 2011, с. 52–56.

³ Див.: Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changings Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? “Journal of Financial Economics”, Vol. 60, № 1, 2001, p. 450.

⁴ Див.: Merton H. M., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. “Journal of Finance”, Vol. 40, № 4, 1985, p. 1031–1051.

⁵ Див.: Jensen M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. “American Economic Review”, Vol. 76, № 2, 1986, p. 323–329.

⁶ Див.: Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends? Retained Earnings, and Taxes. “American Economic Review”, Vol. 46, № 2, 1956, p. 108.

⁷ Див.: Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ (Пер. с англ.). М., “Дело”, 1999, 272 с.

ливість і значимість теорії ММ, яка заперечує такий вплив, зазначимо, що головна її критика пов'язана з певними авторськими припущеннями, які ігнорують окремі важливі компоненти фінансового середовища, такі як податки, асиметрія інформації тощо.

Приймаючи апріорі існування впливу на рівні “дивідендна політика – фондовий ринок”, на наш погляд, необхідно говорити про певні передумови для практичного прояву подібного взаємозв'язку, а саме:

– фондовий ринок повинен перебувати щонайменше в середній формі інформаційної ефективності й відображати максимально можливий обсяг історичної та публічної інформації в цінах акцій;

– дивідендна політика АТ має бути зрозумілою і певним чином передбачуваною для акціонерів, менеджерів, потенціальних інвесторів, інших учасників ринку (відповідно, дивіденди повинні формувати зрозумілі сигнали).

Якщо рівень прогнозованості дивідендів можна віднести до внутрішніх факторів, то тенденції на фондових ринках слід розглядати в контексті складових зовнішнього фінансового середовища. Аналізуючи здатність дивідендних виплат бути прогнозованими, зауважимо таке: по-перше, об'єктивно будь-які дивідендні виплати є функцією прибутку, тому для них характерний високий рівень невизначеності; по-друге, на майбутні дивіденди істотно впливають і суб'єктивні фактори, такі, наприклад, як структура власників; по-третє, навіть існуючі прагматичні концепції рекомендують корпораціям на різних етапах їхнього життєвого циклу застосовувати абсолютно відмінні управлінські прийоми при розподілі чистого прибутку. У цьому контексті слід згадати результати дослідження А. Брава та ін.⁸, в якому під сумнів були поставлені окремі положення теоретичних концепцій, що говорять про наявність цільового орієнтиру для менеджерів під час виплати дивідендів (зокрема, наведена вище модель Дж. Лінтнера). Головною ж причиною перегляду цільового коефіцієнта є саме невизначеність середовища, в якому діє корпорація. Підсумовуючи цей аналіз, зазначимо, що об'єктивно дивіденди можуть бути прогнозованими лише певною мірою і тільки в короткостроковому періоді планування.

Оцінюючи тенденції ринку капіталів, насамперед, підкреслимо, що сучасна фінансова наука при оцінці його параметрів орієнтується на цілком усталені показники – капіталізацію, динаміку індексів, обсяги капіталів, залучених через випуск фінансових інструментів. Зміна показника капіталізації у 2001–2010 рр. говорить про нестабільність як усього світового ринку капіталів, так і окремих національних ринків (рис. 1).

На рис. 1 явно простежується хвилеподібний характер розвитку світових фондових ринків у досліджуваному періоді: падіння у 2002 та 2008 рр. і наступне післякризове зростання. Разом з тим з праць, присвячених останнім фондовим кризам, видно, що головні зусилля дослідників спрямовані в першу чергу на аналіз їх внутрішньої природи та зв'язку з макроекономічними тенденціями⁹.

⁸ Див.: Brav A., Graham J. R., Harvey C. R., Michaely R. Payout Policy in the 21st Century. “Journal of Financial Economics”, Vol. 77, № 3, 2005, p. 483–527.

⁹ Див.: Матвеев Ю. В., Коновалова М. Е. Кризис как форма разрешения структурных диспропорций. “Экономические науки” № 5, 2008, с. 71–75; Тарханов О. В. Кризис: причины и следствия. “Проблемы современной экономики” № 2, 2009, с. 23–26.

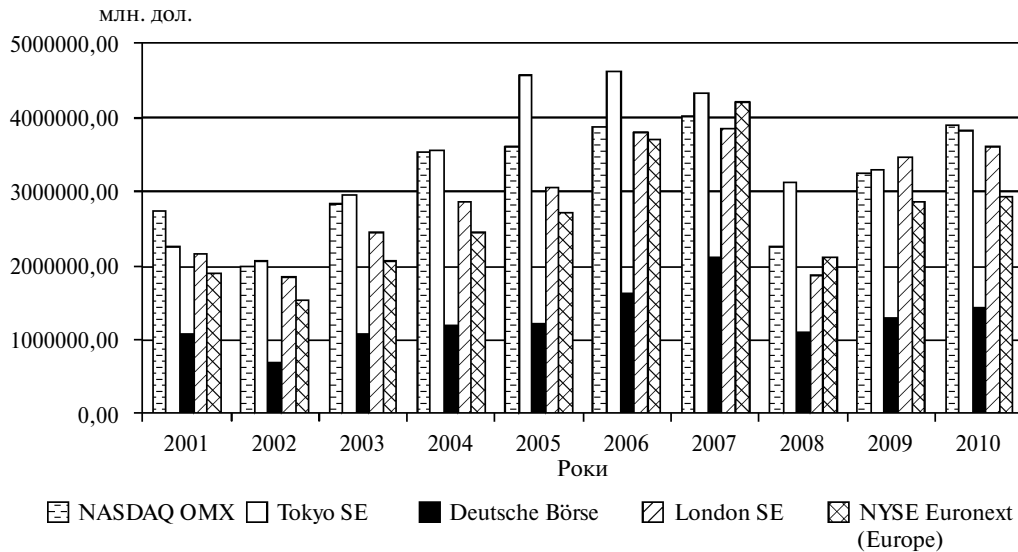


Рис. 1. Капіталізація окремих організованих ринків

Джерело: систематизовано авторами за даними WFE (<http://www.world-exchanges.org>).

Проте питання щодо “точки відліку” сучасних економічних криз – у фінансовій сфері чи в реальному секторі економіки – залишається відкритим. Важливим висновком щодо характеристик глобального ринку капіталів є теза про дедалі тісніший взаємозв’язок його окремих національних сегментів без огляду на рівень їх розвитку. Так, у 2008 р. порівняно з 2007 р. падіння капіталізації NYSE Euronext (US) становило 41,2%, Tokyo SE – 28,1%, Deutsche Börse – 47,2%, Istanbul SE – 58,7%, Warsaw SE – 57,1%.

Яким чином висновок про взаємозв’язок реальної економіки та фінансового сектору можна екстраполювати на рівень дивідендної політики корпорацій? На наш погляд, тут варто врахувати такі положення:

– за своєю економічною природою акції є фінансовими інструментами, вартість яких визначається здатністю приносити своїм власникам доходи *в майбутньому*. Нестабільність сучасних фондових ринків, і відповідно ринкової вартості акцій, змінює баланс переваг інвесторів між спекулятивним ринковим доходом від купівлі-продажу акцій та поточними доходами у вигляді дивідендів від участі в прибутках корпорації на користь останніх. Таким чином, при оцінці акцій інвестори виходитимуть і з оцінки майбутніх, очікуваних дивідендів, які є одним з найпрогнозованіших видів грошових потоків, що приносять акції;

– у свою чергу, менеджери підприємства, формуючи дивідендну політику, теж оцінюють майбутні події: можливу реакцію акціонерів на оголошені (чи не оголошені) дивіденди, здатність підприємства залучити додатковий капітал з ринку, інвестиційні ризики існуючих проектів і т. п.

У підсумку, ми стикаємося з парадоксальною, на перший погляд, ситуацією, коли йдеться про суб’єктивну оцінку стану справ як менеджерами, так і акціонерами. Отже, необхідно говорити про швидкість реакції в першу чергу управлінців на виклики зовнішнього середовища і поточне фінансово-господарське становище підприємства, а не ринку – на його дивідендну політику.

Розглянемо окремі показники дивідендної політики корпорацій, акції яких обертаються на провідних організаторах торгівлі (рис. 2). На основі аналізу част-

ки лістингових емітентів, що виплачували дивіденди, можна стверджувати, що кількість таких підприємств, за незначними винятками, наприклад, в Японії, є відносно невеликою. При цьому вивести певні залежності між часткою компаній, які виплачували дивіденди, і рівнем розвитку фондового ринку фактично неможливо. Відсутність подібних залежностей дає можливість припустити, що корпорації насамперед оцінюють імовірну реакцію ринку капіталів на власні дивідендні рішення, а не на його інформаційну ефективність у цілому. І такий своєрідний “ізоляціонізм” притаманний компаніям як з країн зі “старими” фондовими ринками, так і з країн, де фондові ринки тільки формуються.

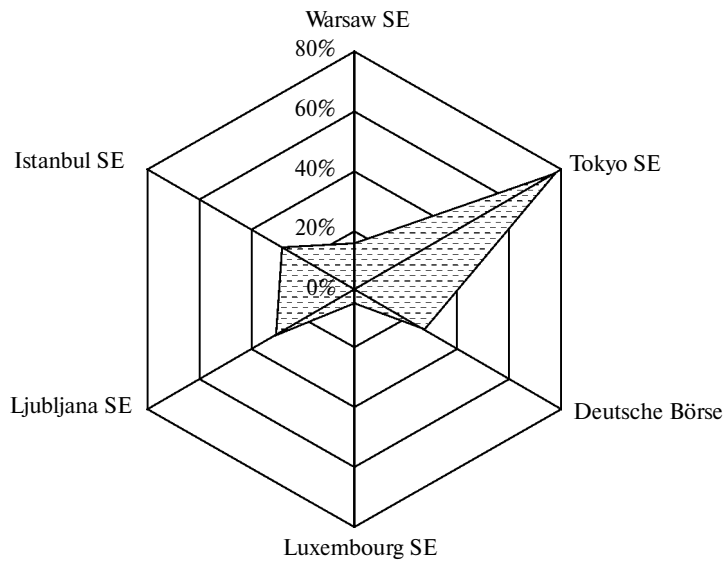


Рис. 2. Частка лістингових емітентів, що виплачували дивіденди у 2010 р.

Джерело: систематизовано авторами за даними WFE.

Інтерес становить співвідношення між дивідендною дохідністю та дохідністю курсового приросту для американських корпорацій. Якщо оцінювати взаємодію корпоративного сектору і фондових ринків, саме ринок США, де сформовано англосаксонську модель, репрезентує найбільш істотний зв’язок на рівні “корпорація – фондовий ринок”, тоді як у континентальній моделі більшу роль у корпоративному фінансуванні відіграє банківський кредит. Крім того, “розпорошена” структура акціонерної власності, масштаби володіння акціями з боку домогосподарств зумовлюють урахування інтересів цієї групи акціонерів під час прийняття рішення про виплату дивідендів.

Увагу привертає і той факт, що, незважаючи на явне чи приховане намагання в багатьох наукових працях зменшити роль дивідендів, вони залишаються найбільш стійким і надійним джерелом доходів для окремих категорій акціонерів, тоді як дохідність від зміни ринкової вартості акцій демонструє нестабільність, а в окремі періоди навіть фіксується її від’ємне значення (рис. 3).

Аналізуючи структуру дохідності акцій у США в періоди фондових криз, можна зазначити, що її дивідендна складова хоча і знижується порівняно з періодами стабільності та зростання, все ж залишається доволі вагомою. На наш погляд, подібна реакція менеджменту на фондові кризи є цілком прогнозованою: за рахунок збереження певного розміру дивідендів корпорації намагають-

ся, по-перше, підтримати курс власних акцій в умовах загальної стагнації ринку; по-друге, подати сигнал учасникам фондового ринку про можливі перспективи в майбутньому.

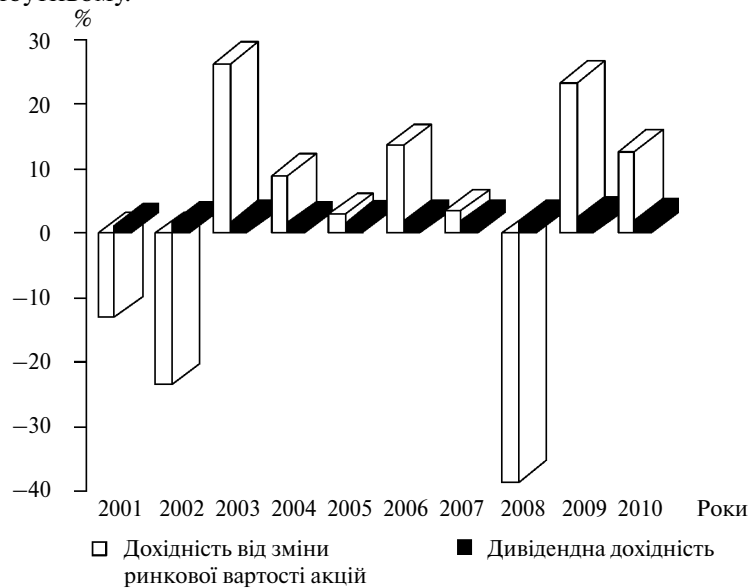


Рис. 3. Формування дохідності акцій у США у 2001–2010 рр.

Джерело: складено авторами за даними Statistical Abstract USA.

Особливо дійовою подібна дивідендна політика є у тих АТ, де основну частку акціонерів становлять фізичні особи. Якщо аналізувати так званий “ефект клієнтури” в дивідендній політиці, то тут більшість дослідників сходяться на тому, що саме фізичні особи – та група акціонерів, яка є найбільш чутливою до дивідендної політики та її змін; у свою чергу, інституціональні інвестори віддають перевагу курсовому приросту як формі отримання доходів від володіння акціями. Тому в США саме фізичні особи є найбільшими отримувачами дивідендних виплат корпорацій (рис. 4).

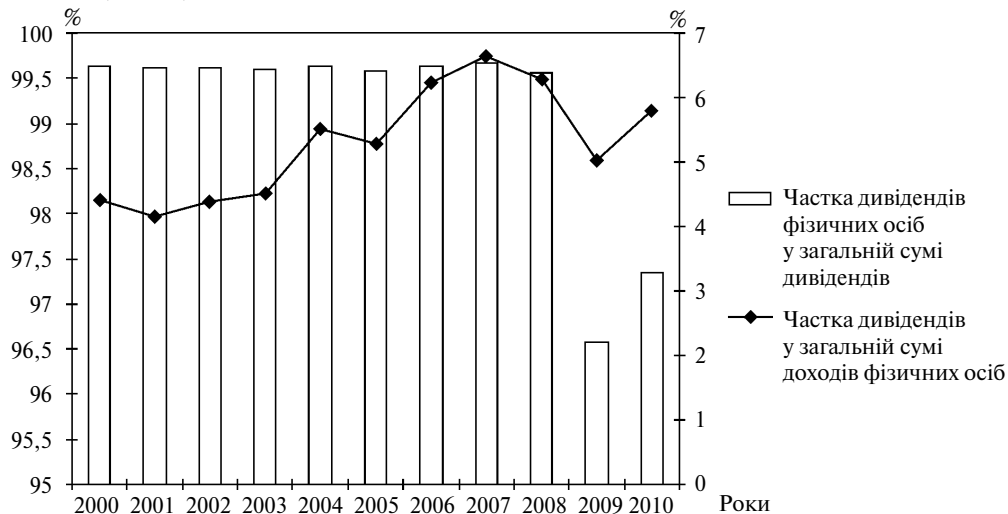


Рис. 4. Частка дивідендів, виплачених корпораціями США фізичним особам у 2000–2010 рр.

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

Розглядаючи дивідендну політику іноземних корпорацій та її зв'язок з тенденціями на глобальному фондовому ринку, можна як виділити певні взаємозв'язки, так і говорити про неможливість підтвердження окремих усталених характеристик і моделей. Це перетворює дивідендну політику на елемент певної тріади конфліктних інтересів “корпорація – менеджери – акціонери”, в якій прогнозування має надзвичайно високий рівень невизначеності.

Яким чином дані висновки можуть бути застосовані до вітчизняних АТ? Зрозуміло, що на певному рівні можна говорити про схожість підходів до дивідендної політики на українських підприємствах та в іноземних корпораціях. Насамперед, це стосується принципів і методів виплати дивідендів. Проте, зважаючи на особливості розвитку вітчизняних корпоративного сектору та ринку капіталів, можна припустити існування і суттєвих розбіжностей.

Аналізуючи дивідендну політику АТ в Україні, необхідно чітко розділяти два її типи: для підприємств державного сектору економіки і підприємств інших форм власності. Таким чином, фактори, що визначають волатильність економічного середовища для груп підприємств, істотно відрізняються один від одного.

В Україні на дивідендну політику АТ державної форми власності, на наш погляд, впливає кілька важливих моментів. Ідеться про низький рівень ефективності, по-перше, діючої системи корпоративного управління, у тому числі в питаннях захисту майнових прав міноритарних акціонерів, і, по-друге, управління об'єктами державної власності.

У цій площині сформувалися такі основні групи суперечностей:

- між державою як акціонером та іншими власниками акцій компаній стосовно питань реінвестиції прибутку й розмірів дивідендів;
- між фіскальними завданнями щодо наповнення державного бюджету та інвестиційними планами безпосередньо акціонерних товариств як окремих юридичних осіб – суб'єктів господарювання;
- у широкому сенсі можна говорити про існування (за чинного механізму) певних конфліктів з виплатою дивідендів між підприємствами державного сектору економіки і всіма суб'єктами управління у сфері корпоративних фінансів, що претендують на грошові потоки, які генеруються корпорацією.

Зв'язок між цілями різних суб'єктів відображено на рисунку 5.

На даний час у нормативно-правовій базі України зафіксовано кілька положень, які визначають обов'язковий характер виплати дивідендів підприємствами, де держава має вирішальний вплив:

– Закон України “Про управління об'єктами державної власності” № 185-V від 21 вересня 2006 р.: “Господарська організація, у статутному фонді якої є корпоративні права держави, за підсумками календарного року зобов'язана спрямувати частину чистого прибутку на виплату дивідендів”;

– постанова Кабінету Міністрів України № 702 від 12 травня 2007 р. “Про затвердження Порядку формування та реалізації дивідендної політики держави”: “Базові нормативи та строки перерахування до державного бюджету дивідендів щороку затверджуються Кабінетом Міністрів України за поданням Фонду державного майна та доводяться до суб'єктів управління корпоративними правами”;

– постанова Кабінету Міністрів України № 68 від 29 січня 2007 р. “Про затвердження Порядку відрахування господарськими організаціями до державного бюджету частини чистого прибутку (доходу)”;

– закон України про державний бюджет на відповідний рік, яким встановлено планові показники надходжень дивідендів від господарських товариств з державною часткою власності.

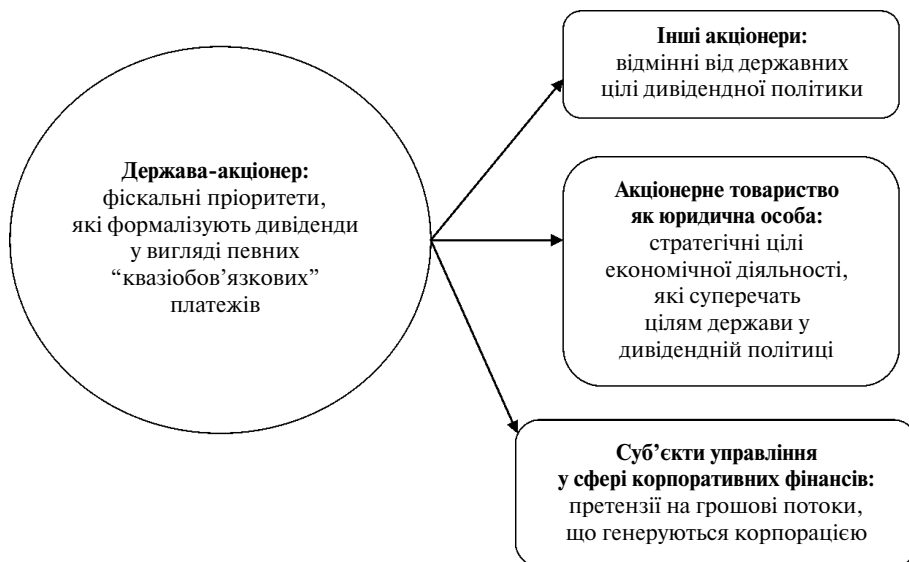


Рис. 5. Суб'єктні суперечності дивідендної політики АТ державного сектору економіки України

Джерело: розроблено авторами.

Подібна ситуація моделює квазіринковий принцип реалізації дивідендної політики, створює обмеження для прийняття керівництвом державних компаній рішень у цій сфері. Виплата дивідендів або тезаврація прибутку в оптимальному варіанті повинні враховувати, насамперед, фінансово-господарський стан підприємства, а не фінансові завдання держави. Крім того, для компаній державного сектору значно ускладнений доступ до зовнішніх джерел фінансування через брак у держави коштів на їх формування. За цих умов, усупереч інтересам розвитку самого АТ, держава змушена блокувати рішення про додатковий випуск акцій, оскільки це призводить до “розмивання” її частки у статутному капіталі. Як наслідок, це робить нерозподілений прибуток архіважливим для фінансування таких підприємств. Отже, для цієї групи АТ в Україні взаємозв'язок у площині “дивідендна політика – фондовий ринок” обмежується як особливостями розподілу прибутку, так і характеристиками політики управління структурою капіталу.

Для другої групи – підприємства приватної форми власності – притаманні такі особливості дивідендної політики: обмежена частка корпорацій, які виплачують дивіденди (в межах 10–16% від загальної кількості АТ); непослідовність дивідендної політики, її фрагментарність; численні порушення майнових прав міноритарних акціонерів або їх ігнорування під час розподілу прибутку. На наш погляд, це зумовлено, насамперед, постприватизаційним сприйняттям вітчизняними корпораціями міноритарних акціонерів (і фізичних осіб, і інституційних

інвесторів) як малоперспективних інвесторів з огляду на подальше залучення капіталу. Усе це накладається на специфіку українського фондового ринку, особливо біржового сегмента, – незначну кількість цінних паперів, що обертаються на організаторах торгівлі, та низьку ліквідність більшості з них, незважаючи на зростання обсягів біржових контрактів (рис. 6).

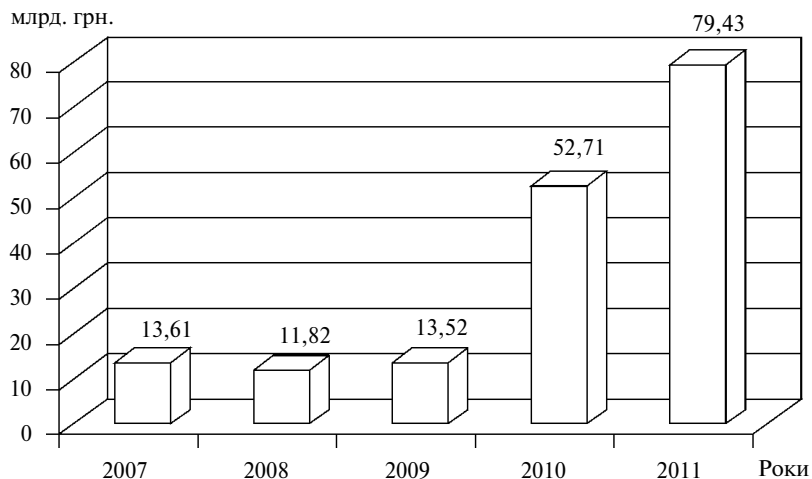


Рис. 6. Обсяг біржових контрактів з акціями на організованому ринку

Джерело: складено авторами за даними ДКЦПФР.

Крім того, для підприємств обмеженими залишаються зовнішні ресурси, насамперед випуск акцій. Поширенню цього джерела фінансування перешкоджають інституційна незавершеність вітчизняного фондового ринку, а також надзвичайно низький рівень корпоративного управління, що спричиняє формування передумов для “ворожих” поглинань. Відповідно, більшість мажоритарних акціонерів уникають випусків акцій або проводять їх у разі, якщо такі загрози вдалося нівелювати. Отже, нині є підстави говорити про низький рівень взаємозв’язку в Україні між дивідендною політикою та фондовим ринком і щодо підприємств приватного сектору.

З наведеного аналізу дивідендної політики сучасних корпорацій можна зробити такі перспективні висновки.

1. Світовий фондовий ринок зазнає періодичних криз, причиною яких у першу чергу є об’єктивні диспропорції та суперечності на суб’єктному рівні, а також послаблення взаємозв’язків між реальним і фінансовим секторами світової економіки. Подібна невідповідність та кризові загрози характерні як для всього глобального фондового ринку, так і для його окремих національних сегментів. Проте в умовах інструментальної неповноцінності “нових” фондових ринків їх учасники мають набагато менше можливостей для проведення ризик-менеджменту під час дії негативних тенденцій.

2. Серед зовнішніх факторів, які зумовлюють дивідендну політику сучасних корпорацій, динаміка фондових ринків посідає особливе місце як у первинному, так і у вторинному сегментах. Параметри первинного ринку об’єктивно визначають здатність корпорацій залучати капітал, а також їх можливості направляти частину прибутку на виплату дивідендів без зниження інвестиційної активності. Вторинний ринок та його тенденції, зі свого боку, характеризують реакцію інвесторів

на фінансові рішення менеджменту, у тому числі й у сфері розподілу прибутку. Отже, можна стверджувати, що саме рівень ефективності фондового ринку впливає на місце дивідендної політики в системі корпоративного фінансового управління.

3. Будь-які сучасні теоретичні концепції дивідендної політики в умовах прагматичного використання виявляють свою недосконалість під впливом факторів економічного середовища, зокрема фондового ринку. Таким чином, про можливість послідовної дивідендної політики можна говорити виключно в короткостроковій перспективі. За середньо- та довгострокового фінансового планування саме тенденції фондового ринку визначають перегляд кількісних параметрів у розподілі прибутку корпорації. У разі нестабільності фондових ринків дивідендна політика перетворюється на динамічний процес, мета якого – максимізувати добробут акціонерів і підвищити інвестиційну привабливість акцій для залучення нового капіталу.

4. В Україні дивідендна політика підприємств державного сектору кореспондується виключно з фіскальною політикою держави, тоді як роль інших факторів є другорядною. Приватні ж корпорації використовують переважно “залишковий” принцип виплати дивідендів, коли на обсяг і частоту виплат впливає не тільки потреба у внутрішніх інвестиційних ресурсах, а й інтереси мажоритарних акціонерів в отриманні доходів, не пов’язаних з розподілом прибутку. Вплив фондового ринку на дивідендну політику АТ є вкрай незначним та обмеженим у часі, як і вплив дивідендів на поведінку ринкових цін акцій.

5. Істотних змін у дивідендній політиці вітчизняних публічних АТ слід очікувати лише в середньостроковій перспективі завдяки дії об’єктивних факторів якісних змін на фондовому ринку і в корпоративному управлінні. Вплив цих чинників може значно посилитися в разі отримання публічними корпораціями явних та вагомих переваг над іншими організаційно-правовими формами у сфері залучення фінансів за умови визнання сталої дивідендної політики критерієм оцінки надійності корпорації з боку інвесторів та кредиторів.

Стаття надійшла до редакції 18 квітня 2012 р.