

ФАКТОРИ ФОРМУВАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

© 2014 РОГОВ Г. К.

УДК 336.02;338.242

Рогов Г. К. Фактори формування дивідендної політики акціонерних товариств

Статтю присвячено обґрунтуванню факторів формування дивідендної політики українських публічних акціонерних товариств (ПАТ) на сучасному етапі розвитку корпоративних відносин. Проведено аналіз особливостей дивідендної політики українських ПАТ, який зокрема показав, що їх фінансові результати майже не впливають на практику розподілу чистого прибутку. Визначено основні чинники формування корпоративної дивідендної політики та надано теоретичне обґрунтування пануючої практики розподілу чистого прибутку українськими ПАТ за сучасного стану фондового ринку. Обґрунтовано, що нерепрезентативний лістинг фондових бірж, надзвичайно висока концентрація капіталу і вельми обмежений вплив інститутів спільного інвестування є основними чинниками, що обумовлюють дуже слабку реакцію українського ринку цінних паперів на виплату дивідендів, яка, в свою чергу, є основною причиною неприйняття переважною більшістю акціонерних товариств доцільності розробки та реалізації послідовної дивідендної політики. Зроблено висновок, що підґрунтям еволюційних змін у корпоративному баченні дивідендної політики має стати створення інституціонального середовища, адекватного потребам сталого розвитку. На перехідному етапі запропоновано закріпити на законодавчому рівні право дрібних акціонерів на отримання доходу від володіння простими акціями товариств, де сукупна істотна участь співвласників перевищує 75 %.

Ключові слова: дивідендна політика, вид розміщення акцій, фактори дивідендної політики, міноритарні акціонери

Бібл.: 18.

Рогов Георгій Костянтинович – кандидат економічних наук, доцент, доцент, кафедра фінансів, Національний університет кораблебудування ім. Адмірала Макарова (пр. Героїв Сталінграда, 9, Миколаїв, 54025, Україна)

Email: gekoro7@gmail.com

УДК 336.02;338.242

UDC 336.02;338.242

Рогов Г. К. Факторы формирования дивидендной политики акционерных обществ

Статья посвящена обоснованию факторов формирования дивидендной политики украинских публичных акционерных обществ (ПАО) на современном этапе развития корпоративных отношений. Проведен анализ особенностей дивидендной политики украинских ПАО, который, в частности, показал, что их финансовые результаты почти не влияют на практику распределения чистой прибыли. Определены основные факторы формирования корпоративной дивидендной политики и дано теоретическое обоснование господствующей практики распределения чистой прибыли украинскими ПАО при современном состоянии фондового рынка. Обосновано, что непреставительный листинг фондовых бирж, чрезвычайно высокая концентрация капитала и весьма ограниченное влияние институтов совместного инвестирования являются основными факторами, обуславливающими очень слабую реакцию украинского рынка ценных бумаг на выплату дивидендов, которая, в свою очередь, является основной причиной неприятия преобладающим большинством акционерных обществ целесообразности разработки и реализации последовательной дивидендной политики. Сделан вывод о том, что основанием эволюционных изменений в корпоративном видении дивидендной политики должно стать создание институциональной среды, адекватной потребностям устойчивого развития. На переходном этапе предложено закрепить на законодательном уровне право мелких акционеров на получение дохода от владения простыми акциями обществ, где совокупное существенное участие совладельцев превышает 75 %.

Ключевые слова: дивидендная политика, вид размещения акций, факторы дивидендной политики, міноритарные акционеры

Библ.: 18.

Рогов Георгий Константинович – кандидат экономических наук, доцент, доцент, кафедра финансов, Национальный университет кораблестроения им. Адмирала Макарова (пр. Героев Сталинграда, 9, Николаев, 54025, Украина)

Email: gekoro7@gmail.com

Rohov H. K. Factors of formation of the dividend policy of joint stock companies

The article is devoted to justification of factors of formation of the dividend policy of Ukrainian public joint stock companies (PJSC) at the modern stage of development of corporate relations. It analyses specific features of the dividend policy of Ukrainian PJSC, which, in particular, shows that their financial results practically do not influence the practice of net profit distribution. It identifies main factors of formation of the corporate dividend policy and provides theoretical justification of the governing practice of net profit distribution by Ukrainian PJSC under the modern state of the stock market. It justifies that the unrepresentative listing of stock exchanges, extremely high concentration of capital and rather limited influence of institutes of joint investment are key factors that cause a very weak reaction of the Ukrainian securities market on payment of dividends, which, in its turn, is the main reason of rejection of expediency of development and realisation of the consistent dividend policy by overwhelming majority of joint stock companies. The article draws a conclusion that the basis of evolution changes in the corporate vision of the dividend policy should be creation of the institutional environment, which would be adequate to the needs of sustainable development. The article offers to fix, at the legislative level and while being at the transitional stage, the right of minor shareholders to get income from owning ordinary shares of companies, which aggregate joint participation of co-owners is more than 75%.

Key words: dividend policy, type of stock allocation, factors of dividend policy, minority shareholders

Bibl.: 18.

Rohov Heorhii K. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Associate Professor, Department of Finance, Admiral Makarov National University of Shipbuilding (pr. Geroyiv Stalingrada, 9, Nikolaev, 54025, Ukraine)

Email: gekoro7@gmail.com

Вступ. Важливою рисою корпоративного сталого розвитку є обґрунтована дивідендна політика. Її зв'язок з інтересами, передусім, міноритарних акціонерів та вплив на ринковий курс акцій, в істотній мірі, визначають сталий розвиток у соціальному та економічному вимірах. В останніх дослідженнях дивідендної політики акціонерних товариств обґрунтовується сутність та зміст дивідендної політики [1; 2], аналізуються практика та механізми прийняття рішень щодо порядку нарахування та виплати дивідендів акціонерними товариствами в Україні [3; 4; 5], а також вплив дивідендних виплат на ринкову вартість акцій [6; 7; 8]. Проте, специфіка розподілу чистого прибутку українських публічних акціонерних товариств (ПАТ), причини, що їх обумовлюють, а також економічні та соціальні наслідки залишаються недостатньо дослідженими.

Метою статті є обґрунтування факторів формування дивідендної політики українських ПАТ на сучасному етапі розвитку корпоративних відносин.

Для оцінки дивідендної політики українських емітентів було використано вибірку, до складу якої увійшли всі публічні акціонерні товариства банківського та нефінансового секторів економіки, які проводили розміщення акцій на суму, що перевищує 25 % статутного капіталу протягом 2011 та 2012 років. Вихідні дані були одержані із Загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [9].

Виклад основного матеріалу дослідження. Із 146 публічних акціонерних товариств, які увійшли в зазначену вибірку, дивіденди на прості акції нарахували лише 5 ПАТ, що становить 3,4 % від їх кількості. Всі вони є банками. Отже в банківському секторі цей показник дещо вище середнього значення і досягає 6,9 %. Серед підприємств нефінансового сектору економіки жодне не спрямувало прибуток на виплату дивідендів. Таку ситуацію лише частково можна пояснити причинами фінансового характеру, адже лише 10 ПАТ нефінансового сектору із 72, тобто 13,9 %, мали балансовий курс акцій менше 100 %, а частка збиткових підприємств становила 50 %, як в 2010 році, так і в 2011 році. Частка банків із балансовим курсом акцій менше 100 % становила 37,8 % від їх кількості у вибірці. Проте лише 22 банка не показали прибуток у фінансовій звітності в 2010 році (29,7%) і 13 в 2011 році (17,6%). Таким чином, навіть в банківському секторі, частка стабільно прибуткових ПАТ на порядок більше частки товариств, що нарахували дивіденди на прості акції за підсумками діяльності в 2010 – 2011 роках. В умовах розвинутого фондового ринку стабільні виплати дивідендів акціонерам є передумовою успішного здійснення публічного розміщення акцій. У ході даного дослідження було встановлено, що серед 5 ПАТ, які нараховували дивіденди, 40 % проводили публічне розміщення. Отже, немає підстав говорити про значимість взаємозв'язку між дивідендною та емісійною політиками на корпоративному рівні в умовах сучасної української економіки. Не виявлено у процесі дослідження і суттєвого впливу концентрації капіталу на ймовірність виплати дивідендів. Значення цього показника серед ПАТ, які нараховували дивіденди, коливаються у межах від 36,4 % до 99 %.

Досліджуючи чинники дивідендної політики, не можна залишити поза увагою вплив на емітентів міжна-

родних фондових ринків. Із цією метою було проаналізовано звітність всіх українських корпорацій агропромислового сектору, що пройшли процедуру IPO на одній із зарубіжних фондових бірж. Вибір цього сектору економіки не є випадковим, а пояснюється тим, що саме агропромислові холдинги складають переважну більшість українських емітентів, цінні папери котрих знаходяться в обігу на міжнародному фондовому ринку.

Станом на серпень 2013 року на зарубіжних фондових ринках котирувалися цінні папери п'ятнадцяти українських агропромислових холдингів, що склали додаткову вибірку емітентів. Шість із них, або 66,7 %, виплачують дивіденди. Порівняння даного відсоткового співвідношення для цієї та первісної вибірок (66,7 % проти 3,4 %) красномовно свідчить про принципово інший підхід до розподілу чистого прибутку українських емітентів в умовах міжнародних фондових ринків. Проте, важливішим у контексті проблеми, що досліджується, є не констатація фактів виплати або невиплати дивідендів, а офіційне декларування переважною більшістю досліджених агропромислових холдингів постулатів власної дивідендної політики. Це стосується як емітентів, що розподіляють чистий прибуток на користь акціонерів, так і тих, котрі його повністю реінвестують.

Наприклад, Кернел Холдинг СА оголосив про застосування методу нарахування стабільних дивідендів, у розмірі 0,25 дол. США, починаючи з 2014 року [10]. Корпорація «Авангард» обрала метод гнучких дивідендних виплат в межах 15 – 40 % від чистого доходу, що визначається за даними щорічної консолідованої фінансової звітності. Дивідендною політикою компанії «Агроліга» передбачено повну тезаврацію прибутку протягом чотирьох років з метою оптимізації розвитку [11]. Agrokultura AB, також утримуючись від виплати дивідендів на сьогоднішній стадії зростання, визначила за мету створення фінансових умов для спрямування щонайменше 30% чистого прибутку на користь акціонерів [12].

Виявлена в ході дослідження ситуація з виплатою дивідендів у корпоративному секторі країни є абсолютно нехарактерною для більш-менш розвинутих фондових ринків, де виплата дивідендів не є виключенням. Наскільки можна пояснити масову практику відмови від виплати дивідендів сучасними теоріями в галузі дивідендної політики?

Концепції дивідендної політики достатньо освітлені у фаховій літературі [13. с. 504 – 514, 14]. Деякі з них базуються на кардинально протилежних принципах (теорії іррелевантності дивідендної політики, мінімізації та пріоритетності дивідендних виплат). Інші розкривають сутність відносин між суб'єктами фондового ринку з приводу виплати дивідендів (сигнальна та клієнтська теорії). Сутність клієнтської теорії полягає у твердженні про поступове збільшення однорідності складу акціонерів у сенсі їх ставлення до розподілу чистого прибутку на фонди дивідендів і накопичення, адже незадоволені рішеннями, прийнятими загальними зборами товариства, здійснюють операції продажу і купівлі корпоративних прав, стаючи співвласниками емітентів цінних паперів, які дотримуються оптимальної, на їхній погляд, дивідендної політики. Отже, ця теорія не ігнорує права дрібних акціонерів, а обґрунтовує шляхи гармонізації різних груп співвласників підприємства.

В умовах вітчизняного фондового ринку, на сучасному етапі його розвитку, міноритарні акціонери часто не можуть реалізувати своє право на зміну об'єкта фінансових інвестицій, адже ліквідність дрібних пакетів акцій вельми низька. Окремі зрушення у вирішенні даної проблеми відбулися з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» [15]. Йдеться про статті 65 та 68, які обумовлюють нечисленні випадки виникнення у дрібних акціонерів права гарантованого продажу акцій власникам контрольного пакету або емітенту.

У першому наближенні логічно припустити, що міноритарні акціонери, відмовляючись спрямовувати частину прибутку в фонд дивідендів, зробили обґрунтований стратегічний вибір на користь принципів теорій іррелевантності дивідендної політики або мінімізації дивідендних виплат. Проте, аналіз сутності цих концепцій та наслідків їх застосування в сучасних умовах економіки України свідчить про певну спрощеність такого висновку. Теза про відсутність зв'язку між дивідендною політикою та зміною ринкової вартості акцій, сформульована Ф. Модильяні та М. Міллером, до речі стосовно дуже абстрактного бізнес-середовища, зовсім не заперечує доцільність виплати дивідендів з точки зору задоволення інтересів різних груп акціонерів. У працях, присвячених питанням дивідендної політики у світлі тези про її іррелевантність, наголошується на тому, що низький рівень дивідендів, який влаштовує інвесторів із високими доходами, зацікавлених у мінімізації податків не погіршує рівень капіталізації компанії, але і не сприяє його зростанню. Навіть низький рівень дивідендів, не кажучи вже про відмову від їх нарахування, не пропонується товариствам, повністю або певною мірою, зорієнтованим на дрібних інвесторів.

Звичайно відмова від нарахування дивідендів може обумовлюватися впливом класичних факторів дивідендної політики (стадією життєвого циклу суб'єкта господарювання, масштабними інвестиційними проектами, низькою вартістю позичкового капіталу, законодавчими або договірними обмеженнями). Проте дією зазначених чинників не можна пояснити ігнорування дивідендних виплат всіма дослідженими підприємствами нефінансового сектору, особливо зважаючи на сьогоднішню ситуацію в економіці, вельми високі ставки за банківськими кредитами та склад вибірки (ПАТ, які оголосили про додаткову емісію акцій, відповідають певним фінансовим критеріям та мають бути інвестиційно привабливими).

Набагато більш радикальною є теорія мінімізації дивідендів, згідно з якою дивідендна політика має підпорядковуватися задачі мінімізації податків із поточних та майбутніх доходів акціонерів. За застосування прогресивної шкали оподаткування доходів та підвищених ставок до розподіленого прибутку у порівнянні з капіталізованим, аргументи на користь гранично низьких дивідендів або відмови від їх нарахування здаються переконливими. Проте, за таких умов, з метою задоволення інтересів акціонерів в одержанні поточних доходів від їхніх фінансових інвестицій, емітенти практикують викуп своїх цінних паперів у їх власників, за бажанням останніх, за зростаючими цінами. Варто зазначити, що навіть при цьому, компанії дуже рідко повністю відмовляються від виплати дивідендів на користь указанного компенсаційного механізму, адже це може трак-

туватися контролюючими органами як очевидне ухилення від оподаткування, із відповідними наслідками [14, с. 450].

Законодавство України не передбачає ані податкових преференцій для капіталізації прибутку, ані застосування прогресивної шкали оподаткування. Таким чином, мінімізація дивідендних виплат може позитивно відбиватися на потенційних доходах акціонерів лише за рахунок фактора вартості грошей у часі. Більш того, в умовах майже тотальної відмови від нарахування дивідендів, не застосовується компенсаційний механізм у вигляді викупу акцій їх емітентами, хоча він регламентований статтею 66 Закону України «Про акціонерні товариства» [15]. Отже, інтереси міноритарних акціонерів повністю ігноруються, що зводить унівець соціальний вимір сталого розвитку та у перспективі веде до втрати корпоративним сектором економіки значного потенціалу фінансових надходжень. Зрозуміло, що існуюче в країні загальне ставлення крупного бізнесу до дивідендної політики має мало спільного навіть із принципами теорії мінімізації дивідендів.

Утім, сучасні емпіричні дослідження доводять позитивний зв'язок дивідендних виплат та ринкової вартості акцій [6; 7; 8]. Це важко вважати доказом концепції пріоритетності дивідендів, яка наголошує на доцільності максимального розподілу прибутку між власниками корпоративних прав та базується на постулаті, що у саме такий спосіб, на відміну від капіталізації доходів, можна досягти мінімізації фінансових ризиків. Проте результати зазначених досліджень є вагомим аргументом на користь справедливості сигнальної теорії, принаймні в умовах розвинутого фондового ринку.

Теоретичне обґрунтування дивідендів, саме як пріоритетного засобу інформування інвесторів про фінансовий стан компанії, було дано Ф. Алленом, А. Бернардо та І. Велшем [16]. Відомо, що інституціональні інвестори (пенсійні фонди, ІСІ, страхові компанії, торговці цінними паперами) надають перевагу, серед об'єктів фінансових вкладень, акціонерним товариствам, що сплачують дивіденди. Ця закономірність має місце і на українському фондовому ринку. Її, зокрема, сприяють податкові пільги, якими користуються ІСІ. Інституційні інвестори приваблюють емітентів широкими фінансовими можливостями і неконкурентними бізнес-інтересами. З іншого боку, вони здійснюють системний моніторинг фінансового стану об'єктів інвестування і тримають під контролем процес корпоративного управління, з метою запобігання рішень, що можуть негативно позначитися на фінансових результатах. Таким чином, вимальовується наступний логічний ланцюжок взаємозв'язків сигнальної теорії: успішні компанії проводять зважену дивідендну політику, завдяки якій залучають до складу акціонерів інституційних інвесторів, одержують від цього зазначені переваги і забезпечують кращі фінансові результати. Слід зазначити, що сьогодні, у зв'язку зі сприйняттям операторами фондового ринку, моделей залежності вартості компанії від рівня дивідендів, виплата акціонерам доходів за наслідком розподілу прибутку слугує сигналом і для інших категорій інвесторів.

Проводячи паралелі із ситуацією на вітчизняному фондовому ринку, варто звернути увагу на низьку частку, що припадає на інститути спільного інвестування (ІСІ) в статутному капіталі акціонерних товариств. У групі під-

приємств, що стала об'єктом дослідження, лише у 8,9 % ПАТ серед акціонерів із істотною участю знаходяться ІСІ. Це дуже суттєво обмежує сферу використання сигнальної теорії для розробки дивідендної політики. Окрім того, переважаючим видом розміщення акцій залишається приватне. Із досліджених 146 ПАТ приватний вид розміщення обрало 126 підприємств, або 86,3 %. Отже, такий критерій як максимізація залучення фінансових ресурсів не є пріоритетом для емітентів. Вельми вагомим чинником є дуже мала частка ПАТ, що пройшли процедуру лістингу на фондових біржах. Перешкодою є невідповідність фінансових показників критеріям лістингу. Так, серед об'єктів дослідження нефінансового сектору переважна більшість (82 %) не задовольняла критерію вартості чистих активів. Лише десята частина ПАТ відповідала за цим показником першому рівню лістингу. Нарешті, неостаннім за значимістю фактором, який гальмує впровадження принципів сигнальної теорії в практику корпоративного стратегічного управління, є мала частка акцій, що знаходиться у вільному обігу (фрі-флоут). Концентрація акцій в руках власників із істотною участю на рівні 75 % та більше, що достатньо характерно для вітчизняних ПАТ (62,3 % у групі об'єктів дослідження), робить безперспективним подання будь-яких сигналів потенційним інвесторам.

Підбиваючи підсумок спробам знайти теоретичне обґрунтування пануючої практики розподілу чистого прибутку українськими публічними акціонерними товариствами, можна констатувати, що її особливості не пояснюються жодною відомою концепцією дивідендної політики, розробленою для певного рівня розвитку фондового ринку. Її наслідками є витіснення дрібних і середніх інвесторів із кола безпосередніх власників корпоративних прав ПАТ, ескаляція збільшення концентрації капіталу та зменшення можливостей залучення фінансових ресурсів у процесі емісії цінних паперів. В аспекті проблеми забезпечення сталого розвитку це означає суттєву обмеженість його фінансової бази, а також слабкі стартові позиції та потенціал за корпоративною складовою його соціального виміру.

Загальною причиною неприйняття переважною більшістю акціонерних товариств доцільності розробки та реалізації послідовної дивідендної політики є дуже слабка реакція українського фондового ринку на факти нарахування дивідендів. Його розвитку суттєво заважає не лише несприятлива економічна ситуація останніх років, але і відсутність стимулів, спроможних подолати укорінені корпоративні цільові настанови щодо пріоритетності збереження надлишкового контрольного пакету акцій у процесі залучення інвестицій та усунути невиправдані диспропорції у використанні внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування. Недалекоглядно пояснювати нехтування дивідендною політикою тільки вадами корпоративного управління або незрілістю стратегічного бачення, адже, як було показано вище, українські холдинги, що здійснили IPO на Варшавській або Лондонській фондових біржах, демонструють принципово інший підхід у питаннях формування стратегії розподілу чистого прибутку. Вирішення проблеми можливе лише в системі взаємовідносин «емітент цінних паперів – фондовий ринок».

Теоретично фондовий ринок набуває зрілості по мірі розвитку ринкової економіки. Проте, ця закономір-

ність не реалізується автоматично без глибоких соціально-економічних перетворень, спрямованих на детінізацію економічних відносин, захист прав акціонерів, запобігання рейдерству та розвиток інституційного середовища. Реформування фондового ринку в сучасних умовах на базі адміністративних вимог і обмежень не може бути ефективним апріорі, позаяк за відсутності економічного інтересу сприятиме подальшій тінізації вітчизняного корпоративного сектору, експорту капіталу та зниженню інвестиційної активності.

У період становлення фондового ринку важливо не лише створювати підґрунтя еволюційних змін у корпоративному баченні дивідендної політики, але уже сьогодні забезпечити захист прав дрібних акціонерів на одержання доходу від володіння корпоративними правами. В Україні, як і в деяких інших пострадянських державах, міноритарні акціонери є численною групою стейкхолдерів, що складалася внаслідок здійснення процесів корпоратизації та приватизації. За певних умов вона могла би бути потужним джерелом фінансових надходжень у статутний і додатковий капітал емітентів акцій. Утім сьогодні, де-факто, дрібні акціонери являють собою дискриміновану групу, адже вони практично позбавлені права на одержання щорічного доходу згідно з реальною вартістю власного капіталу, зазвичай не мають можливості продати акції на фондовому ринку через неліквідність дрібних пакетів, а належні їм акції втрачають ціну під час кожної додаткової емісії, яка, частіше за все, відбувається за номінальним курсом, що не відповідає реальній вартості цінних паперів, і в якій вони не приймають участі, з огляду на зазначені вище обставини [17].

Не дивно, що більшість міноритарних акціонерів досі нічого не отримала в результаті приватизації та втратила інтерес до фондового ринку. Акціонери із значною участю та менеджмент акціонерних товариств, у свою чергу, мають складнощі з великою кількістю номінальних співвласників, які не відвідують загальні збори, відповідно не беруть участі в голосуванні, а їхні спадкоємці, навіть не бачать сенсу в оформленні спадщини на цінні папери. Більш того, стосунки з міноритаріями іноді дають привід для початку рейдерських захоплень. Корпоративна політика сьогодні переважно сприяє витісненню дрібних акціонерів. Закон України «Про акціонерні товариства» активізував цей процес, хоча і надав йому цивілізованих форм, встановивши процедури викупу корпоративних прав у певних випадках. Політика формування відносин емітентів акцій із дрібними співвласниками виявилась економічно неефективною, погіршивши загальний інвестиційний клімат у країні, та призвела до негативних соціальних наслідків. Її продовження фактично означає відмову від цільової орієнтації на збалансований корпоративний розвиток в економічному та соціальному вимірах.

Ось чому важливо змінити вектор корпоративної політики щодо міноритаріїв, спрямований на їх цивілізоване витіснення із складу акціонерів, запровадив стимули їхньої участі в емісіях цінних паперів. Звернемо увагу на фактичний статус дрібних власників простих акцій у товариствах, де сукупна концентрація капіталу в руках акціонерів із істотною участю перевищує 75 %. Вони практично позбавлені права голосу, адже мажоритарні акціонери мають кваліфіковану більшість голосів, необхідну для вирішення

всіх питань на загальних зборах. Таким чином, їхній статус де-факто відрізняється від статусу власників привілейованих акцій лише тим, що останні мають право на дивіденди. Дрібні пакети акцій товариств із високою концентрацією капіталу, як правило, є неліквідними або, принаймні, низьколіквідними. Втім вони, переважно, знаходяться у власності громадян України, які одержали їх в результаті приватизації державних підприємств, використавши свої приватизаційні сертифікати, і опинились «у заручниках» майже нерегульованих процесів первинного накопичення капіталу.

З огляду на сказане вище, було б доцільно привести статус дрібних власників простих акцій в товариствах із концентрацією капіталу в руках акціонерів із сукупною істотною участю на рівні, що перевищує 75 %, де-юре до статусу власників привілейованих акцій. Цю пропозицію можна реалізувати двома шляхами. Перший передбачає обов'язкову, закріплену на законодавчому рівні, вимогу щодо обміну простих акцій на привілейовані для зазначеної категорії акціонерів за їхнім власним бажанням. Другий – обов'язкову виплату їм дивідендів на встановленому в законодавчому порядку рівні, не проводячи обміну акцій, а отже і не позбавляючи формально їх права голосу на зборах акціонерів.

Безумовно, не можна ігнорувати вплив на дивідендну політику чинної системи оподаткування. Варто зазначити, що з прийняттям Податкового кодексу України [18] відбулися певні позитивні зміни в площині формування зацікавленості суб'єктів господарювання у виплаті дивідендів. Йдеться, передусім, про скасування загальної норми щодо обов'язкової сплати авансових внесків у разі нарахування дивідендів фізичним особам. Ця норма застосовувалася разом із подальшим стягненням податку з доходів фізичних осіб (ПДФО), що являло собою очевидний антистимул розподілу чистого прибутку на користь власників корпоративних прав. Тепер, згідно з пп. 153.3.5 ПКУ, авансовий внесок на прибуток стосовно фізичних осіб не справляється, а дивіденди обкладаються ПДФО за ставкою 5 % (п. 167.2 ПКУ). Виключенням є нарахування дивідендів за акціями або іншими корпоративними правами, які мають статус привілейованих або аналогічний статус, обумовлений п.п. 153.3.7 ПКУ. Тоді дивіденди, з точки зору оподаткування, прирівнюються до заробітної плати, тобто застосовується більш висока чинна ставка ПДФО. Це положення ПКУ має сенс, як захід щодо запобігання ухиленню від оподаткування осіб, контролюючих акціонерне товариство. Проте воно є не доцільним стосовно дрібних акціонерів – фізичних осіб. Зважаючи на це, обґрунтована вище пропозиція щодо обов'язкового нарахування дивідендів дрібним власникам корпоративних прав в акціонерних товариствах, де концентрація капіталу перевищує 75 %, має бути доповнена внесенням змін у п.п. 153.3.7 ПКУ, згідно з якими передбачений ним порядок оподаткування не розповсюджується на зазначену категорію акціонерів.

Висновки. У процесі дослідження встановлено, що фінансові результати діяльності українських ПАТ не впливають на практику розподілу чистого прибутку. Її наслідками є витіснення дрібних і середніх інвесторів із кола безпосередніх власників корпоративних прав ПАТ, ескаляція

збільшення концентрації капіталу та зменшення можливостей залучення фінансових ресурсів у процесі емісії цінних паперів. Нерепрезентативний лістинг фондових бірж, надвисока концентрація капіталу, незначний фрі-флоут і вельми обмежений вплив інститутів спільного інвестування є чинниками, що обумовлюють дуже слабку реакцію українського ринку цінних паперів на виплату дивідендів. Це є основною причиною неприйняття переважною більшістю акціонерних товариств доцільності розробки та реалізації послідовної дивідендної політики.

Пануюча корпоративна стратегія витіснення дрібних власників корпоративних прав із складу акціонерів виявилася економічно неефективною, погіршивши загальний інвестиційний клімат у країні, та призвела до негативних соціальних наслідків. Підґрунтям еволюційних змін у корпоративному баченні дивідендної політики має стати створення інституціонального середовища, адекватного потребам сталого розвитку. На перехідному етапі доцільним є закріплення на законодавчому рівні прав дрібних акціонерів на одержання доходу від володіння простими акціями товариств, де сукупна істотна участь співвласників перевищує 75 %.

ЛІТЕРАТУРА

1. Віннікова В. Сутність та зміст дивідендної політики підприємства [Текст] / В. Віннікова // Вісник ТНЕУ. – 2011. – № 4. – С. 77–83.
2. Літовська І. М. Дивідендна політика, її суть та становище в Україні [Електронний ресурс]. / І. М. Літовська, Ю. М. Бринь. – Науково-практична конф. Буковинський державний фінансово-економічний університет 2012р. – Режим доступу: <http://intkonf.org/litovska-i-m-brin-yu-m-dividendna-politika-yiyi-sut-ta-stanovische-v-ukrayini/>
3. Пойда-Носик Н. Дивідендна політика акціонерних товариств / Н. Пойда-Носик, Г. Ємець // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 3-4 – С. 27–32.
4. Харченко Н. В. Аналіз практики дивідендних виплат [Текст] / Н. В. Харченко // Вісник Полтавської державної аграрної академії. – 2012. – № 1. – С. 148–154.
5. Жуматий А. Украинская рулетка. Как инвестировать в дивидендные акции [Текст] / А. Жуматий // Forbes. – 2012. – № 4 (26). – С. 54–55.
6. Akbar S. The Value Relevance of Major Media Advertising Expenditures: Some U.K. Evidence. [Text] / S. Akbar, S. Z. A. Shah, A.W. Stark // International Review of Financial Analysis. – 2011. – Vol. 20. – P. 311–319.
7. Dedman E. Accounting, Intangible Assets, Stock Market Activity, and Measurement and Disclosure Policy [Text] / E. Dedman, S. Mouselli, Y. Shen, A. W. Stark // Views From the UK, Abacus. – 2009. – Vol. 45. – P. 312–341.
8. Hand J. R. M. The Pricing of Dividends in Equity Valuation [Text] / J. R. M. Hand, W. R. Landsman // Journal of Business Finance & Accounting. – 2005. – Vol. 32. – P. 435–469.
9. Загальнодоступна інформаційна база даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.stockmarket.gov.ua/db/exch>; <http://smida.gov.ua>
10. Kernel. Dividend Policy [Electronic resource] – Mode of access: <http://www.kernel.ua/en/dividend-policy/> – Last access: 2013

11. Agroliga Group. Annual report for the period 1st January 2012 –31st December 2012. Dividend Policy. [Electronic resource] – Mode of access: <http://www.Agroliga.com.ua>. – Last access: 2013.

12. Alpcot Agro. Annual report 2012. Dividend Policy [Electronic resource] – Mode of access: <http://agrokultura.com/uploads/alpaar2012eng%5B0%5D.pdf>. – Last access: 2013.

13. Бланк І. А. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посіб. / І. А. Бланк. – видання 2-ге. – К. : Ельга; Ника-Центр, 2007. – 521 с.

14. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance. Ninth Edition [Text] / R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen. – The McGraw–Hill Companies, 2008. – 1044 p.

15. Закон України від 17.09.2008 № 514-VI «Про акціонерні товариства» // Відомості Верховної Ради України.– 2008.– № 50–51. – С. 2432, стаття. 384.

16. Allen F. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles [Text] / F. Allen, A. E. Bernardo, I. Welch // Journal of Finance, American Finance Association. – 2000. – Vol. 55(6). – P. 2499–2536.

17. Рогов Г. К. Фінансові аспекти захисту прав міноритарних акціонерів [Текст] / Г. К. Рогов // Фінанси України. – 2008. – № 1. – С. 86–92.

18. Податковий кодекс України від 02.12.2010 №2755 – VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 13 – 14, № 15 – 16, №17. – стаття 112.

Poida-Nosyk, N., and IEmets, H. “Dyvidendna polityka aktsioneriv” [Dividend policy of joint stock companies]. *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy*, no. 3-4 (2010): 27-32.

Rohov, H. K. “Finansovi aspekty zakhystu prav minorytarnykh aktsioneriv” [Financial aspects of the protection of minority shareholders]. *Finansy Ukrainy*, no. 1 (2008): 86-92.

Vinnikova, V. “Sutnist ta zmist dyvidendnoi polityky pidpriemstva” [The essence and meaning of dividend policy of the company]. *Visnyk TNEU*, no. 4 (2011): 77-83.

Zhumatiy, A. “Ukrainskaia ruletk. Kak investirovat v dividendnye aktsii” [Ukrainian roulette. How to invest in dividend stocks]. *Forbes*, no. 4 (26) (2012): 54-55.

“Zahalnodostupna informatsiina baza danykh Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku pro rynek tsinnykh paperiv” [Public information database of the National Commission on Securities and Stock Market of the stock market]. <http://www.stockmarket.gov.ua/db/exch>; <http://smida.gov.ua>

REFERENCES

Akbar, S., A. Shah, S. Z., and Stark, A. W. “The Value Relevance of Major Media Advertising Expenditures: Some U. K. Evidence” *International Review of Financial Analysis* vol. 20 (2011): 311-319.

“Agroliga Group. Annual report for the period 1st January 2012 –31st December 2012. Dividend Policy” <http://www.Agroliga.com.ua>

“Alpcot Agro. Annual report 2012. Dividend Policy” <http://agrokultura.com/uploads/alpaar2012eng%5B0%5D.pdf>

Allen, F., Bernardo, A. E., and Welch, I. “A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles” *Journal of Finance, American Finance Association* vol. 55 (6) (2000): 2499-2536.

Blank, I. A. *Finansoviy menedzhment* [Financial Management]. Kyiv: Elha; Nyka-Tsentr, 2007.

Brealey, R. A., Myers, S. C., and Allen, F. *Principles of Corporate Finance. Ninth Edition*: The McGraw; Hill Companies, 2008.

Dedman, E., Mouselli, S., and Shen, Y. “Accounting, Intangible Assets, Stock Market Activity, and Measurement and Disclosure Policy” *Views From the UK, Abacus* vol. 45 (2009): 312-341.

“Kernel. Dividend Policy” <http://www.kernel.ua/en/dividend-policy/>

Kharchenko, N. V. “Analiz praktyky dyvidendnykh vyplat” [Analysis of dividend payments]. *Visnyk Poltavskoi derzhavnoi ahranoi akademii*, no. 1 (2012): 148-154.

Litovska, I. M., and Bryn, Yu. M. “Dyvidendna polityka, ii sut ta stanovyshche v Ukraini” [Dividend policy, its nature and situation in Ukraine]. <http://intkonf.org/litovska-i-m-brin-yu-m-dividendna-politika-yiyi-sut-ta-stanovische-v-ukrayini/>

[Legal Act of Ukraine] (2008).

[Legal Act of Ukraine] (2010).

M. Hand, J. R., and Landsman, W. R. “The Pricing of Dividends in Equity Valuation” *Journal of Business Finance & Accounting* vol. 32 (2005): 435-469.