

## СУЧАСНА ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОМПАНІЙ НІМЕЧЧИНИ

© 2015 ШУБА О. А.

УДК 336.781.2.02 (430)

## Шуба О. А. Сучасна дивідендна політика компаній Німеччини

Метою статті є визначення особливостей сучасної дивідендної політики компаній Німеччини. Визначено, що більшість акціонерів Німеччини не вважають дивіденди основною причиною для утримання акцій і тому не відмовляються від володіння акціями під час зменшення дивідендів. Відповідно, акціонери масово не продають свої акції, звідси їхня ціна залишається стабільною. Тобто можна вважати, що виплата дивідендів німецькими компаніями не є основним чинником впливу на вартість акцій. Крім того, дивідендна політика компаній Німеччини (на прикладі розглянутих компаній) характеризується залежністю від фінансових потоків компаній та оподаткування дивідендів. Компанії, які мають значні фінансові потоки, стабільно виплачують дивіденди. Загальна ставка оподаткування прибутку в Німеччині знаходиться в межах 23–33%, а дивіденди звільнені від корпоративного податку. Тому компанії частину прибутку спрямовують на виплату дивідендів.

**Ключові слова:** дивідендна політика, фінансові потоки, корпоративні податки.

**Рис.: 2. Табл.: 2. Бібл.: 8.**

**Шуба Олена Артурівна** – кандидат географічних наук, доцент кафедри міжнародної економіки та світового господарства, Харківський національний університет ім. В. Н. Каразіна (пл. Свободи, 4, Харків, 61022, Україна)

**E-mail:** shuba\_e@ukr.net

УДК 336.781.2.02 (430)

UDC 336.781.2.02 (430)

## Шуба Е. А. Современная дивидендная политика компаний Германии

## Shuba E. A. Current Dividend policy of German Companies

Целью статьи является определение особенностей современной дивидендной политики компаний Германии. Выявлено, что большинство акционеров Германии не считают дивиденды основной причиной для владения акциями и поэтому не отказываются от акций во время уменьшения дивидендов. Соответственно, акционеры массово не продают свои акции, следовательно, их цена остается стабильной. Таким образом, можно считать, что выплата дивидендов немецкими компаниями не является основным фактором влияния на стоимость акций. Кроме этого, дивидендная политика компаний Германии (на примере рассмотренных компаний) характеризуется зависимостью от финансовых потоков компаний и налогообложения дивидендов. Компании, имеющие значительные финансовые потоки, стабильно выплачивают дивиденды. Общая ставка налогообложения прибыли в Германии находится в пределах 23–33%, а дивиденды освобождены от корпоративного налога. Поэтому компании часть прибыли направляют на выплату дивидендов.

The article is concerned with determining the characteristics of current dividend policy of German companies. It has been disclosed that the majority of shareholders in Germany does not consider dividends as the main reason to hold shares and therefore does not refuse from the shares when dividends are reducing. Accordingly, the shareholders do not sell their shares massively, hence their price remains stable. Thus, we can assume that distribution of dividends by German companies is not the major factor influencing the value of shares. In addition, the dividend policy of companies in Germany (on example of the companies that were considered) is characterized by dependence on the financial flows of companies as well as taxation of dividends. Companies with significant financial flows are distributing dividends consistently. General rate of profit taxation in Germany lies within 23-33%, while dividends are exempt from corporate income tax. Therefore, companies assign part of their profits for distribution of dividends.

**Ключевые слова:** дивидендная политика, финансовые потоки, корпоративные налоги.

**Key words:** dividend policy, financial flows, corporate taxes.

**Рис.: 2. Табл.: 2. Библ.: 8.**

**Рис.: 2. Табл.: 2. Bibl.: 8.**

**Шуба Елена Артуровна** – кандидат географических наук, доцент кафедры международной экономики и мирового хозяйства, Харьковский национальный университет им. В. Н. Каразина (пл. Свободы, 4, Харьков, 61022, Украина)

**Shuba Elena A.** – Candidate of Sciences (Geography), Associate Professor of the Department of International Economics and World Economy, V. N. Karazin Kharkiv National University (pl. Svobody, 4, Kharkiv, 61022, Ukraine)

**E-mail:** shuba\_e@ukr.net

**E-mail:** shuba\_e@ukr.net

Дивідендна політика, що характеризує розподіл прибутку, виступає одним із показників ефективності функціонування компаній. Дивідендні виплати повинні, з одного боку, задовольняти очікування акціонерів на отримання частини прибутку компанії, а з іншого – формувати достатній обсяг інвестиційних ресурсів для подальшого розвитку компанії. Дивідендна політика залишається одним із найбільш дискусійних питань фінансової діяльності суб'єкта господарювання, що зумовлює актуальність дослідження даної теми.

Метою статті є визначення особливостей сучасної дивідендної політики компаній Німеччини.

Проблематиці дивідендної політики присвячено достатньо велику кількість праць як зарубіжних, так і вітчизняних учених. Дослідженням цієї проблеми займалися, зокрема, Ф. Модильяні та М. Міллер [1]. Головна ідея їх теорії незалежності дивідендів полягає в

тому, що дивідендна політика ані на вартість капіталу, ані на вартість корпорації не впливає, оскільки акціонери, отримавши дивіденди, втрачають частину майбутніх доходів від приросту ринкової вартості акцій. Теорія переваги дивідендів, або «синиця в руках», авторами якої є М. Гордон і Д. Лінтнер [2], стверджує, що кожна одиниця поточного прибутку, виплаченого у формі дивідендів, значить для акціонерів завжди більше, ніж прибуток, вкладений на майбутнє, у зв'язку зі властивим йому ризиком. Виходячи з даної теорії, максимізація дивідендних виплат має більшу перевагу, ніж капіталізація прибутку. Ю. Фама та К. Френч [3] визначили, що в період з 1978 по 1999 рр. кількість корпорацій США, що сплачувала дивіденди, постійно знижувалася, що поставило під сумнів теорію переваги дивідендів.

Проаналізувавши зміни курсу акцій 318 корпорацій протягом певного періоду, вони дійшли висновку,

що основними факторами, що мають значення для прийняття рішення про виплату дивідендів, є очікуваний рівень майбутніх прибутків та рівень дивідендів, що сплачувались в попередні роки. Ф. Блек і М. Шольц [4] зробили припущення, що розмір дивідендів має несуттєвий вплив, або зовсім не впливає на зростання акцій у майбутньому.

У роботах вітчизняних науковців І. І. Приймак та М. М. Байдала [5] проводиться огляд досліджень, що стосуються дивідендної політики. Але, незважаючи на значну кількість праць науковців, питання дивідендної політики залишаються дискусійними, а тому потребують подальших досліджень.

**Д**ивідендна політика є важливим аспектом функціонування акціонерного товариства, інструментом впорядкування корпоративних відносин, структури та складу власного капіталу. Окремі інвестори, здебільшого, юридичні особи, віддають перевагу реінвестуванню прибутку в компанію з метою майбутнього збільшення курсу акцій; інші інвестори, переважно фізичні особи, надають перевагу максимальним дивідендним виплатам. Дивідендна політика континентальних європейських компаній відрізняється різноманітністю. Так, у Німеччині компанії платять дивіденди частіше, ніж американські компанії, але вони, як правило, менші у співвідношенні дивіденд на акцію. Крім того, у Німеччині величина дивідендів та дивідендна політика більше залежать від результатів діяльності компанії, а не очікувань акціонерів. Також німецькі компанії можуть відмовитися від виплати дивідендів у разі зменшення очікуваної рентабельності компанії. Емпіричне спостереження підтвердило, що компанії Німеччини поступово регулюють дивіденди у відповідь на зміни в доходах [6].

Основним законом, що регулює діяльність акціонерних компаній Німеччини, є Закон «Про акціонерні товариства Німеччини», один з параграфів якого регулює розподіл прибутку. Компанії повинні формувати резерви з прибутку для виплати дивідендів, але це виконується не всіма компаніями, оскільки існують й інші умови, затверджені в статуті корпорації, що дають змогу обходити цей параграф Закону. Наприклад, правління в праві переводити до 100% прибутку в резерви. Крім того, даний параграф не зобов'язує менеджерів виплачувати мінімальну суму дивідендів акціонерам, тому часто в німецьких компаніях проходить політика зниження рівня дивідендів. Юридично, при ухваленні рішення про дивідендну політику, керівництво має право взяти до уваги прибуток тільки материнської (неконсолідованій) компанії [7].

Німецькі корпорації переважно випускають привілейовані акції. Майже в усіх випадках вони не мають права голосу, але дають право на отримання мінімального дивіденду. Загалом, якщо ці дивіденди не виплачені протягом двох років, то привілейовані акції стають акціями, що дають право голосу на зборах акціонерів. Привілейовані акції пропонують своїм власникам не тільки переваги у виплаті дивідендів, але і можливість отримання додаткового прибутку з корпорації в розмірі від 0,50 євро до 1 євро за акцію. Додаткові дивіденди представляють собою виплату, яка виплачується після отримання

основних дивідендів за привілейованими акціями, виплати по решті акцій, і коли сума виплати по інших акціях досягає суми виплати за привілейованими акціями, залишок нерозподіленого прибутку виплачується всім акціонерам порівну, проте, як правило, власники привілейованих акцій отримують більший прибуток [6].

**О**дним з найбільш важливих фондових індексів Німеччини є індекс DAX, який відображає стан економіки країни. До складу індексу входить 30 найбільш великих компаній – «блакитних фішок» Німеччини, що формують топ-лист Франкфуртської фондової біржі. Серед постійних учасників DAX такі німецькі концерни, як Siemens, Daimler, RWE, E. On, Bayer, Allianz, Volkswagen, авіакомпанія Lufthansa, банки Commerzbank і DeutscheBank.

У *табл. 1* відображена кількість дивідендів, що нараховувалася протягом досліджуваного періоду (2007–2014 рр.) на одну акцію.

У ході досліджування нами були обрані найпотужніші компанії, що входять до складу DAX, та які є безперечними лідерами у своїх галузях.

Дивідендна прибутковість 29 з 30 акцій в індексі DAX вище 10-річних державних облігацій Німеччини. Єдиний виняток – Commerzbank, який не платив дивіденди з 2007 р. Під час світової фінансової кризи у 2008 р. Commerzbank звернувся за державною допомогою і припинив виплату дивідендів. У 2008–2011 рр. банк зазнав серйозних збитків, а в наступні роки працював над відновленням рентабельності та зміцненням показників балансу. Керівництво банку планувало відновити виплату дивідендів вже у кінці 2015 р.

Thyssen Krupp – найбільша металургійна компанія Німеччини – два роки не виплачувала дивіденди з причини завершення чотирьох фінансових років поспіль зі збитком, але недавно відновила виплату дивідендів, і дивідендна прибутковість акцій концерну трохи вище 10-річних держоблігацій Німеччини. На думку аналітиків, те, що компанія оголосила дивіденди в 11 євроцентів на акцію, – результат трансформації, після того як вона опинилася в тяжкому становищі, вела розпродаж активів і збільшила капітал. Загальна сума дивідендів, що були виплачені за 2013–2014 фінансовий рік, склала 62 млн євро. Динаміка виплати дивідендів цих компаній відображена на *рис. 1*.

Інші з розглянутих нами компаній за досліджуваний період не припиняли виплату дивідендів, а деякі з компаній навіть щорічно їх підвищували (*рис. 2*).

Дані *рис. 2* демонструють, що три з десяти розглянутих компаній – SAP, Siemens та Munchener Ruckversicherungs-Ge, за досліджуваний період жодного року не знижували розмір дивіденду на акцію, а, навпаки, підвищували. Розмір дивіденду на акцію компанії Volkswagen з 2007 р. до 2009 р. зростав, лише у 2010 р. компанії довелося знизити цей показник, але в подальші роки спостерігається поступове підвищення (більш, ніж у 2 рази у 2014 р. у порівнянні з 2010 р.).

Енергетичні компанії Німеччини значно знизили розмір своїх дивідендів за досліджуваний період: компанія E. On – з 3,35 євро за акцію у 2007 р. до 0,50 євро у

## Дивіденди на 1 акцію, євро

Компанія	Рік							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. SAP	0,46	0,50	0,50	0,50	0,60	0,75	0,85	1,00
2. Volkswagen	1,25	1,80	1,93	1,60	2,20	3,00	3,50	4,00
3. Siemens	1,45	1,60	1,60	1,60	2,70	3,00	3,00	3,00
4. K+S	0,50	0,50	2,40	0,20	1,00	1,30	1,40	0,25
5. Commerzbank	0,75	1,00	–	–	–	–	–	–
6. ThyssenKrupp	1,00	1,30	1,30	0,30	0,45	–	–	0,11
7. DeutscheBoerse	1,70	2,10	2,10	2,10	2,10	2,30	2,10	2,10
8. E. On	3,35	4,10	1,50	1,50	1,50	1,00	1,10	0,50
9. Munchener Ruck- versicherungs-Ge	4,50	5,50	5,50	5,75	6,25	6,25	7,00	7,25
10. RWE	3,50	3,15	4,50	3,50	3,50	2,00	2,00	1,00
11. BASF	3,00	3,90	1,95	1,70	2,20	2,50	2,60	2,70
12. Allianz	3,80	5,50	3,50	4,10	4,50	4,50	4,50	5,30

Джерело: складено автором за матеріалами [8].

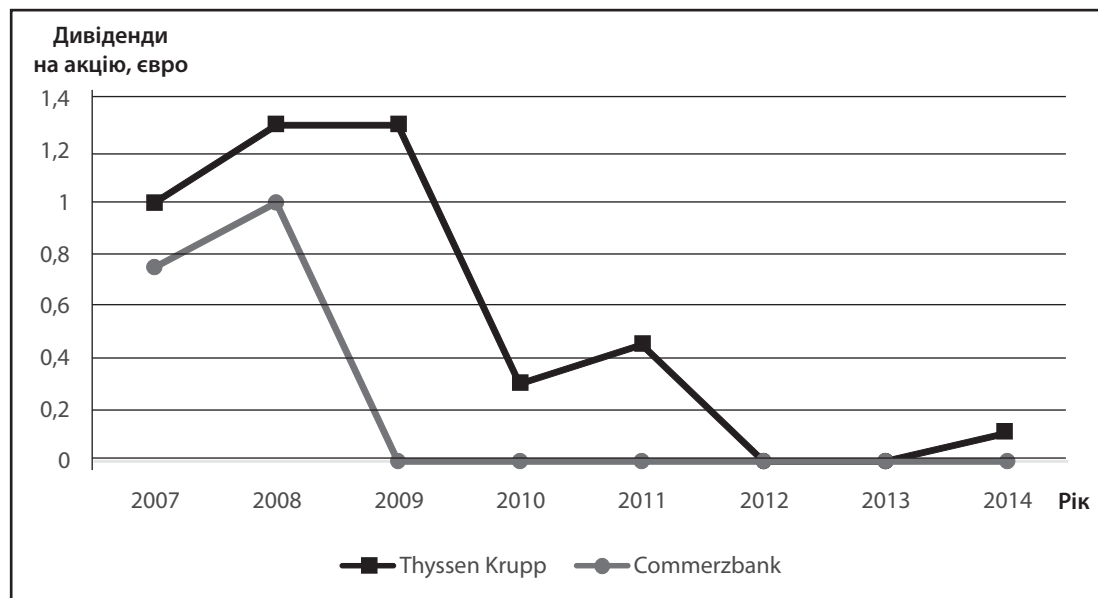


Рис. 1. Дивіденди на акцію, що сплачуються компаніями Thyssen Krupp і Commerzbank, за період 2007–2014 рр., євро[8]

2014 р., компанія RWE – з 3,50 євро у 2007 р. до 1,0 євро у 2014 р.

Виходячи з того, що в більшості випадків розмір дивідендів в компаніях Німеччини залежить від фінансових результатів, можна вважати, що за цей період фінансові результати досліджуваних компаній погіршились.

Deutsche Boerse за досліджуваний період виплачувала стабільний дивіденд – 2,10 євро на акцію (спостерігалось лише одноразове підвищення у 2012 р. до 2,30 євро). Розміри дивідендів компанії K+S, BASF та Allianz у період з 2007–2014 рр. коливалися.

За останні десять років серед емітентів, чиї акції входять в індекси MDAX, SDAX і TechDAX, 28 компаній щорічно підвищували дивіденди більш ніж на 10%. У числі компаній, які швидше за всіх збільшували диві-

денди, була STRATEC Biomedical: у 2004 р. вона виплатила 0,05 євро на акцію, а за фінансовий рік, що закінчився 30 вересня 2014, – 0,60 євро. Найбільш рентабельними компаніями на ринку Німеччини є Deutsche Boerse і SAP. За даними останньої річної фінансової звітності, у першій компанії операційна рентабельність складала 42%, у другій – 31%.

У табл. 2 представлені дані щодо вартості акцій 12 компаній, що є «блакитними фішками» Німеччини у різних галузях (програмне забезпечення, автомобільна промисловість, машинобудування, промислова хімія, банківська справа та ін.).

Найвища ринкова вартість за показниками DAX – у виробника програмного забезпечення SAP – 70,5 млрд євро, за ним йде автомобільний концерн Volkswagen з

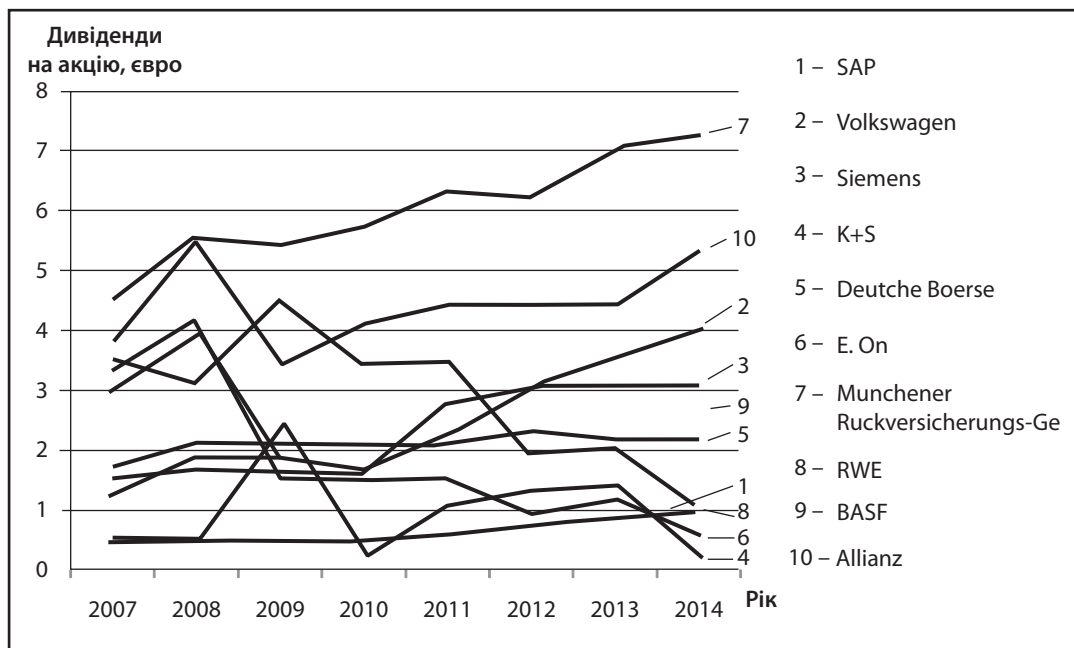


Рис. 2. Дивіденди на акцію, що сплачуються німецькими компаніями, за період 2007–2014 рр., євро [8]

Таблиця 2

Вартість акцій компаній, євро

Компанія	Рік							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
SAP	35,53	25,24	33,00	38,10	40,85	60,69	62,31	58,26
Volkswagen	1000,00	38,02	65,74	121,40	115,75	172,15	204,15	184,65
Siemens	108,86	52,68	64,21	92,70	73,94	82,20	99,29	93,75
K+S	162,75	39,97	39,99	56,36	34,92	35,00	22,37	22,92
Commerzbank	26,26	6,64	5,88	5,55	1,30	1,43	11,71	10,98
ThyssenKrupp	38,35	18,96	26,40	30,98	17,72	17,76	17,76	21,26
DeutscheBoerse	135,75	51,50	58,00	51,80	43,12	46,21	60,20	59,22
E. On	145,59	28,44	29,23	22,93	16,67	14,09	13,42	14,19
Munchener Ruckversicherungs-Ge	132,94	111,00	108,67	113,45	94,78	136,00	160,15	165,75
RWE	96,45	63,33	68,23	49,89	27,15	31,24	36,61	26,65
BASF	101,41	27,73	43,46	59,70	53,89	71,15	77,49	69,88
Allianz	147,95	75,00	87,15	88,93	73,91	104,80	130,35	137,35

Джерело: складено автором за матеріалами [8].

69,8 млрд євро, а замикає трійку лідерів з найвищою капіталізацією компанія Siemens з 67,8 млрд євро.

Крім фінансових результатів компанії, на вибір дивідендної політики в Німеччині значний вплив має податкова політика. Дохід юридичних осіб у Німеччині обкладається корпоративним податком (Körperschaftsteuer) за ставкою 15%. Витрати підлягають відрахуванню з податкової бази відповідно до законодавства, тобто фактично податок стягується з прибутку. Додатково утримується т. зв. «внесок солідарності» (Solidaritätszuschlag) у розмірі 5,5% від суми корпоративного податку, що збільшує ефективну ставку до 15,83%.

Крім того, підлягає сплаті комерційний податок (Gewerbesteuer), ставка якого визначається на місцево-

му рівні та варіюється від 7% до 17,1% (у більшості великих міст близько 15%). Цей податок також стягується з прибутку компанії, хоча правила обчислення податкової бази дещо відрізняються від відповідних правил для корпоративного податку. Таким чином, загальна ефективна ставка оподаткування прибутку в Німеччині варіюється в межах 23–33%.

Отримуваними німецькою компанією дивіденди звільнені від корпоративного податку. Однак при цьому 5% отриманих дивідендів додаються назад до податкової бази (як оцінка витрат, здійснених для отримання даного неоподаткованого доходу), тобто ефективно звільнені від податку лише 95% отриманих

дивідендів. Дивіденди від дочірніх компаній звільнені також і від комерційного податку, але тільки якщо частка участі в дочірній компанії становить не менше 15%. Крім того, обкладаються комерційним податком дивіденди від зарубіжних компаній, які не є «активними» компаніями (тобто отримують дохід від власної підприємницької діяльності) [6].

Приріст капіталу, під яким тут розуміється прибуток від реалізації акцій дочірніх компаній, звільнений від корпоративного та комерційного податків, але 5% відповідної суми додається назад до податкової бази. Таким чином, як і у випадку з дивідендами, ефективно звільнені від податку 95% приросту капіталу.

У результаті німецька компанія, яка отримує дохід лише у вигляді дивідендів і приросту капіталу, як правило, сплачує податок за ефективною ставкою лише близько 15%, що в принципі дозволяє використовувати такі компанії як холдингові компанії в міжнародних групах.

**У** відповідності до нового корпоративного податкового кодексу Німеччини, дохід, отриманий у вигляді дивідендів, не включається в базу оподаткування з податку на прибуток, за винятком двох випадків. За стандартною ставкою податку на дохід підлягають оподаткуванню, по-перше, дивіденди банків і фінансових компаній, отримані від короткострокових вкладень в акції, і, по-друге, дивіденди від володіння пакетами менше 10% підлягають обкладенню муніципальними торговим податком 13–20%, залежно від провінції, в якій була зареєстрована компанія. В інших випадках отримані німецьким холдингом дивіденди не оподатковуються.

Вихідні дивіденди – виплати акціонерам холдингу – за загальним правилом оподатковуються за ставкою 25,5%. Для зменшення податкових втрат можна використовувати два способи:

1) угоди про уникнення подвійного оподаткування. Німеччина підписала такі угоди з більш ніж 70 країнами. Умови угод про уникнення подвійного оподаткування для різних країн не однакові, але в цілому механізм використання таких угод досить простий;

2) директива ЄС 90/435 щодо дочірніх компаній. Ця директива надає додаткові пільги з податку у джерела при виплаті дивідендів резидентам ЄС. Податок не стягується, якщо участь складає 25%. Однак при складанні податкових схем необхідно звернути увагу на одну обставину. Відповідно до ст. 50d кодексу про доходи пільги по вищевказаній Директиві не застосовуватимуться, якщо виявиться, що особи, які володіють компанією в ЄС, яка, своєю чергою, є акціонером німецького холдингу, не отримали б звільнення від податків за директивою ЄС, якщо б володіли холдингом безпосередньо.

Для оптимізації оподаткування на всіх етапах розподілу дивідендів необхідно звертати увагу не тільки на угоди Німеччини, але і на угоди про уникнення подвійного оподаткування, укладені країною ЄС, в якій зареєстрована проміжна компанія. Для обрання кінцевої компанії доцільно вибрати країну, яка мала б угоди як з Німеччиною, так і з країною ЄС, в якій зареєстрована проміжна компанія.

## ВИСНОВКИ

Дивідендна політика компаній Німеччини (на прикладі розглянутих компаній) характеризується залежністю від фінансових потоків компаній та оподаткування дивідендів. Виплата дивідендів німецькими компаніями не є основним чинником впливу на вартість акцій. ■

## ЛІТЕРАТУРА

**1. Модильяни Ф.** Скільки стоить фірма? Теорема MM / Ф. Модильяни, М. Миллер / Пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Дело, 2001. – 272 с.

**2. Gordon, M. J.** The Cost of Equity Capital: A Reconsideration / M. J. Gordon, L. I. Gould // *Journal of Finance*. – 1979. – № 33. – P. 849–861.

**3. Fama, E.** The Capital Pricing Model: Theory and Evidence / E. Fama, K. French // *Journal of Economic Perspectives*. – 2009. – Vol. 18. – № 3. – P. 25–46.

**4. Black, F.** The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Return / F. Black, M. Sholes // *Journal of Financial Economics*. – 1974. – Vol. 1. – P. 1–22.

**5. Приймак І. І.** Дивідендна політика як стратегія підприємства у сфері розподілу прибутку / І. І. Приймак, М. М. Байдала // *Фінанси України*. – 2011. – № 6.

**6. Wiczner, J.** Why GE could retake throne asking of all dividends stocks / Jen Wiczner [Electronic resource]. – Mode of access: <http://fortune.com/2015/04/10/ge-dividend-stocks/>

**7. Andres, Ch.** The Dividend Policy of German Firms / Christian Andres, André Betzer, Marc Goergen, Luc Renneboog [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.researchgate.net/publication/4867647\\_Dividend\\_policy\\_of\\_German\\_firms\\_a\\_dynamic\\_panel\\_data\\_analysis\\_of\\_partial\\_adjustment\\_models](http://www.researchgate.net/publication/4867647_Dividend_policy_of_German_firms_a_dynamic_panel_data_analysis_of_partial_adjustment_models)

**8.** Франкфуртська біржа // Офіційний веб-сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.boerse-frankfurt.de>

## REFERENCES

Andres, Ch. et al. "The Dividend Policy of German Firms". [http://www.researchgate.net/publication/4867647\\_Dividend\\_policy\\_of\\_German\\_firms\\_a\\_dynamic\\_panel\\_data\\_analysis\\_of\\_partial\\_adjustment\\_models](http://www.researchgate.net/publication/4867647_Dividend_policy_of_German_firms_a_dynamic_panel_data_analysis_of_partial_adjustment_models)

Black, F., and Sholes, M. "The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Return". *Journal of Financial Economics*, vol. 1 (1974): 1-22.

Fama, E., and French, K. "The Capital Pricing Model: Theory and Evidence". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, no. 3 (2009): 25-46.

Frankfurtska birzha : ofitsiyniy veb-sait. <http://www.boerse-frankfurt.de>

Gordon, M. J., and Gould, L. I. "The Cost of Equity Capital: A Reconsideration". *Journal of Finance*, no. 33 (1979): 849-861.

Modigliani, F., and Miller, M. *Skolko stoit firma? Teorema MM* [How much is the company? MM Theorem]. Moscow: Delo, 2001.

Pryimak, I. I., and Baidala, M. M. "Dyvidendna polityka yak stratehiia pidpriemstva u sferi rozpodilu prybutku" [Dividend policy as a strategy for the company in profit distribution]. *Finansy Ukrainy*, no. 6 (2011).

Wiczner, J. "Why GE could retake throne asking of all dividends stocks". <http://fortune.com/2015/04/10/ge-dividend-stocks/>