

*О. С. Пархоменко,  
здобувач кафедри економіки промислового підприємства та  
маркетингу, Українська інженерно-педагогічна академія*

## СИСТЕМА ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВ

*У статті розглянуто основні важелі впливу держави на дивідендну політику підприємств як державного, так і приватного корпоративного секторів. На основі проведеного аналізу узагальнено механізм реалізації державного регулювання дивідендної політики корпоративних підприємств в Україні.*

*The basic levers of state influence on the enterprises' dividend policy both state and private corporate sectors are considered in the article. The mechanism of realization of government control of corporate enterprises' dividend policy in Ukraine is generalized.*

*Ключові слова: державне регулювання, корпоративне управління, дивідендна політика, критерії ефективності управління корпоративними правами.*

### ВСТУП

Питання удосконалення практики корпоративного управління набувають в Україні все більшого значення. Це зумовлено й інтеграційними процесами, учасником яких є наша держава, й необхідністю підвищення інвестиційної привабливості вітчизняних підприємств. Якість корпоративного управління, а саме: дотримання прав акціонерів, виплата дивідендів, прозорість процедур корпоративного управління, побудова ефективних організаційних структур, чітке визначення функцій керівних органів акціонерних товариств та врахування інших факторів — приводить до зростання власного капіталу акціонерного товариства та є однією з ключових умов, що сприяє покращенню інвестиційного клімату в країні, впливає на ефективність діяльності товариств та розвиток ринку цінних паперів.

У світовій практиці існують різноманітні способи фінансування інвестицій. Структура інвестованого капіталу певним чином залежить від особливостей історичного й соціально-економічного розвитку окремих країн.

У частині зовнішнього фінансування вітчизняні підприємства найчастіше застосовують зовнішнє залучення коштів, зокрема банківське кредитування. При цьому можливості прямого (акціонерного) фінансування українськими компаніями повною мірою не використовуються. Відповідно не здійснювалися узагальнення

й адаптація закордонного досвіду в даній області.

Тому розробка та удосконалення методологічного інструментарію корпоративного управління в галузі залучення й обслуговування прямого фінансування, що є також невід'ємною частиною дивідендної політики підприємств, на сьогодні набуває величезного значення. Особливу роль при цьому має відігравати регуляторна політика держави як важливий інструмент впливу на дивідендну політику підприємств.

Питанням корпоративного управління і дивідендної політики як його складової у зарубіжній літературі присвячено багато уваги в роботах таких вчених, як І. Ансофф, Ф. Модільяні та М. Міллер, Р. Брейлі та С. Майєрс, М. Брігхем, М. Гордон, Д. Лінтнер та ін. Також аспекти корпоративного управління, розробки і регулювання дивідендної політики розглядаються в працях провідних українських і російських науковців: І.Т.Балабанова, А.Ю.Басовського, І.А.Бланка, М.В.Гридіни, В.Г.Євтушевського, Д.В.Задихайла, В.В.Ковальова тощо.

Однак, враховуючи достатню складність питань, пов'язаних з ефективним регулюванням діяльності корпорацій, необхідно зазначити, що певні аспекти цієї проблематики не дістали детального розгляду. Це стосується окремих положень теорії корпоративного управління у контексті державного регулювання дивідендною політикою як невід'ємної

його частини. Зокрема, не достатньо розкрито сутність державного регулювання дивідендної політики підприємств приватного корпоративного сектора, на відміну від питань, пов'язаних з управлінням корпоративними правами держави і реалізацією державної дивідендної політики.

### ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Вплив держави на діяльність корпорацій, і, таким чином, на формування дивідендної політики підприємств здійснюється шляхом реалізації відповідної податкової, кредитної, інвестиційної політики тощо. До того ж цей вплив зумовлюється тим, чи є держава власником певної частки акцій товариства. Якщо дивідендна політика держави щодо акціонерних товариств з державною часткою чітко прописана у відповідних законодавчих і нормативних актах [1—7], то питання впливу держави на дивідендну політику підприємств, акціями яких вона не володіє, розглядалося не достатньо глибоко. Одним із завдань даної роботи є аналіз державного регулювання дивідендної політики підприємств як державного, так і приватного корпоративного сектора.

### РЕЗУЛЬТАТИ

1. Державне регулювання дивідендної політики підприємств приватного корпоративного сектора.

У виборі дивідендної політики керівництвом підприємства, де держава не є акціонером, важливу роль відіграє податкове законодавство через встановлення податкових ставок на дивіденди та приріст капіталу [8, с. 284]. До того ж необхідно враховувати те, що застосування тієї чи іншої дивідендної політики залежить від податкової ситуації конкретного інвестора, рівня його освіти, вікових та психологічних особливостей, а також від типу інвестора (індивідуальний чи інституціональний) [8, с. 284].

Розглядаючи оподаткування як інструмент впливу на формування дивідендної політики підприємства, слід зазначити, що тут існують декілька підходів. З одного боку, можна використовувати податкові пільги для стимулювання реінвестиційних процесів, тобто трансформації дивідендного фонду в додаткові внутрішні інвестиції підприємства. Прийнято вважати, що в такому разі дивіденди не повинні бути об'єктом подвійного оподаткування, як уже зазначалося раніше, і податкове стимулювання спрямовується на вибір форми використання дивідендного фонду. З іншого боку, держава повинна стимулювати саме створення дивідендного фонду; такі заходи розглядаються як підтримка акціонерного механізму залучення коштів, насамперед дрібних інвесторів.

Петруня Ю.Є. [9], розглядаючи проблему оподаткування дивідендних виплат, аналізує, наскільки ефективним може бути вплив податкових пільг на дивідендну політику акціонерних товариств, зокрема на форму-

вання дивідендного фонду з метою його реінвестування, з точки зору відповідності зовнішнього стимулювання заходів, реалізованих підприємством інтересам більшості власників акцій. Автор приходиться до висновку, що лише висока ліквідність і забезпечення певного рівня ринкової вартості акцій є тими умовами, за яких реінвестування дивідендів може принести реальний економічний вигаш власникам. Однак за існуючих економічних обставин в Україні досягти таких умов більшість корпоративних підприємств поки що не в змозі. На думку автора, треба також звернути увагу на те, що спрямованість керівництва товариств на реінвестування дивідендів може призвести до зменшення інтересу домашніх господарств до ринку акцій взагалі, бо останні сприймаються в Україні насамперед як джерело отримання дивідендів у грошовій формі.

Також вплив держави на дивідендну політику може здійснюватися шляхом регулювання суми дивідендних виплат: величина дивідендів може бути обмежена законодавчими актами, постановами Уряду тощо. Як було зазначено вище, законодавчо встановлено обмеження на виплату дивідендів у випадку втрати підприємством платоспроможності; дивіденди можна виплачувати тільки тоді, коли є поточний оперативний прибуток; не розподілені в минулому дивіденди можуть бути виплачені в наступні роки.

У Концепції корпоративно-дивідендної політики держави [1] відзначено, що при визначенні розміру чистого прибутку, який буде спрямовуватися на виплату дивідендів, не повинні враховуватися надзвичайні доходи в частині коштів, отриманих товариствами внаслідок списаної податкової заборгованості.

Обмеження виплати дивідендів інколи виступає складовою політики боротьби з інфляцією, як, наприклад, у Великобританії в 1973—1980 рр., коли водночас посилювався контроль за цінами. Потім до влади прийшли консерватори, контроль за дивідендами було знято, а виплати поточних дивідендів різко зросли [8].

В Україні регулюється також виплата дивідендів за привілейованими акціями, і у разі відсутності або недостатності чистого прибутку звітного року та нерозподіленого прибутку минулих років виплата дивідендів за привілейованими акціями здійснюється за рахунок резервного капіталу товариства. При цьому статутом акціонерного товариства може бути передбачено створення спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями [2].

Розмір резервного фонду товариства регулюється ст. 19 Закону "Про акціонерні товариства", де зазначається, що "акціонерне товариство має право формувати резервний капітал у розмірі не менше ніж 15 відсотків статутного капіталу...Ре-

зервний капітал формується шляхом щорічних відрахувань від чистого прибутку товариства або за рахунок нерозподіленого прибутку. До досягнення встановленого статутом розміру резервного капіталу розмір щорічних відрахувань не може бути меншим ніж 5 відсотків суми чистого прибутку товариства за рік" [2].

Тобто таким чином держава обмежує розмір прибутку, який залишається на розсуд підприємства.

2. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами.

Багато корпоративних підприємств мають серед своїх акціонерів державу в особі уповноважених державних органів. Діяльність державних акціонерних товариств та державних холдингових компаній, єдиним засновником та акціонером яких є держава, а також управління акціонерними товариствами, у статутних капіталах яких є корпоративні права держави, регулюється Законом України "Про акціонерні товариства", з урахуванням особливостей, передбачених спеціальними законами [2].

Основною метою держави щодо реалізації своїх прав на дивіденди є забезпечення дивідендних надходжень до бюджету. Відповідно держава зацікавлена в підвищенні ефективності фінансово-господарської діяльності товариств, акції яких повністю або частково знаходяться у державній власності, а також у зростанні ринкової вартості акцій, якими володіє держава, для чого здійснюється контроль за використанням і збереженням майна господарських товариств, у статутних фондах яких є державна частка, тощо [10].

Регулювання дивідендної політики товариств з державною часткою здійснюється на основі положень Концепції корпоративно-дивідендної політики держави [1] і Порядку формування та реалізації дивідендної політики держави [3], за якими Фондом державного майна розробляються базові нормативи частки прибутку, що спрямовується на дивідендні виплати, які потім узгоджуються Кабінетом Міністрів України.

Далі згідно з затвердженими базовими нормативами суб'єкти управління корпоративними правами забезпечують реалізацію дивідендної політики держави шляхом здійснення заходів щодо прийняття у межах корпоративних прав держави рішень про визначення розміру, порядку та строків виплати дивідендів господарськими організаціями відповідно до їх установчих документів та законодавства [4].

Слід зазначити, що, незважаючи на ст. 319 Цивільного кодексу України [5], яка гарантує всім власникам акцій рівні умови реалізації своїх прав, на практиці держава надається певні переваги, зокрема, при нарахуванні та виплаті дивідендів, про що свідчать "Методичні рекомендації щодо проведення перевірки нараху-

вання дивідендів, отриманих від акцій (часток, паїв) господарчих товариств, які знаходяться в державній власності, і перерахування дивідендів до відповідного бюджету" [6]. Згідно з цим документом у разі зміни частки державного майна в статутному фонді акціонерного товариства протягом календарного року розрахунок суми дивідендів здійснюється на основі середньорічної частки майна, що знаходиться у державній власності. Це положення суперечить вимогам ст. 10 Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" [7], згідно з яким право на отримання дивідендів пропорційно своїй частці мають акціонери, які були такими на початок строку виплати дивідендів. Тобто, якщо держава (або інша фізична чи юридична особа) в звітному році володіла акціями, але на початок строку виплати дивідендів їх продали, то вони втрачають право на отримання дивідендів.

Крім того, аналіз зазначених Методичних рекомендацій показав, що цей документ порушує права акціонерів на управління акціонерним товариством шляхом зобов'язання при наявності прибутку нараховувати на державну частку відповідних дивідендів і направити їх до Держбюджету України, бо наявність прибутку ще не свідчить про обов'язкові виплати дивідендів: загальні збори можуть прийняти рішення про направлення прибутку на розвиток виробництва, а дивіденди не виплачувати взагалі [11].

До цього можна додати, що, за даними Рахункової палати України [12], у 2008 р. чотири вітчизняних підприємства, які мають державну частку понад 50 відсотків (СЗАТ "Міжнародні Авіалінії України", ДХК "Каскад", ЗАТ "Міжнародна акціонерна авіаційна компанія "УРГА", ВАТ "Укртелеком"), отримавши чистий прибуток у загальній сумі 318,3 млн грн., не перерахували дивіденди, що є прямим невиконанням покладених на Фонд державного майна України повноважень щодо здійснення ефективного управління корпоративними правами держави. Також не перераховано дивіденди Спільним закритим акціонерним товариством "Авіакомпанія "Міжнародні Авіалінії України", частка державної власності якого складає 61,58%, а сума прибутку до розподілу становила 41,9 млн грн. У Статуті СЗАТ "МАУ" передбачено, що для прийняття рішення щодо розподілу дивідендів потрібно не менш ніж 75 відсотків голосів акціонерів, які беруть участь у зборах, що не дає державі права вирішального голосу при прийнятті рішень на загальних зборах акціонерів. Керуючись цією нормою, загальні збори акціонерів СЗАТ "МАУ" не прийняли рішення про нарахування дивідендів за підсумками роботи у 2007 р. [12].

Ефективність державного регулювання дивідендної політики як складової корпоративного управлін-



**Рис. 1. Механізм реалізації державного регулювання дивідендної політики корпоративних підприємств в Україні**

ня визначається на основі розроблених Фондом держмайна Критеріїв ефективності управління корпоративними правами держави [13]. Оцінка ефективності управління об'єктами державної власності, за цими Критеріями, може мати значення "ефективне", "задовільне" та "неефективне". При цьому ефективним вважається управління, коли господарське товариство, в якому є об'єкт державної власності, не має або скорочує обсяги простроченої заборгованості з виплати заробітної плати, простроченої кредиторської заборгованості між підприємствами та установами в межах України та з суб'єктами господарської діяльності інших країн; усі показники за комерційними критеріями перебувають у межах нормативних значень; не зменшується середньооблікова кількість штатних працівників; за підсумками року, що минув, сплачено дивіденди у розмірі, не меншому, ніж визначено фінансовим планом, та спостерігається зростання вартості активів товариства [13].

Однак, незважаючи на те, що при наданні звітності емітентами до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, підприємства поряд із даними фінансової звітності заповнюють форму "Залучення інвестицій та вдосконалення практики корпоративного управління", у зазначених Критеріях ця інформація не враховується. Тому пропонується доповнити групу критеріїв ефективності критеріями інвестиційної привабливості — інформацією про наявність рейтингу корпоративного управління і кодексу корпоративного управління, що сприятиме об'єктивності оцінювання ефективності корпоративного управління.

Критеріями ефективності прийняття управлінських рішень згідно з зазначеним документом, прийнято вважати суму сплачених дивідендів за підсумками минулого року (врахо-

ується за підсумками II кварталу) у відповідності до фінансового плану підприємства і зростаючу вартість активів товариства [13].

Таким чином, державне регулювання дивідендної політики підприємств передбачає врахування багатьох факторів, як зовнішніх (податкова, кредитна, антимонопольна політика), так і внутрішніх, вплив яких обмежено станом управління корпоративними правами на конкретному підприємстві (рис. 1).

## ВИСНОВКИ

Аналіз напрямів державного регулювання дивідендної політики як на підприємствах з державною часткою в статутному капіталі, так і в приватному корпоративному секторі дозволив визначити основні інструменти впливу держави на дивідендну політику компаній шляхом регулювання податкового, інвестиційного, корпоративного законодавства (обмеження суми дивідендів, регулювання розміру резервного фонду тощо), а також встановлення нормативів дивідендних виплат і участі в управлінні корпораціями (на підприємствах з державною часткою в статутному фонді). На основі проведеного аналізу головні складові механізму державного регулювання дивідендною політикою зведено в єдину систему, що сприятиме підвищенню ефективності управління дивідендною політикою на підприємствах завдяки врахуванню взаємозв'язків елементів цієї системи і встановленню рівня їх впливу на процес формування і реалізації дивідендної політики.

## Література:

1. Концепція корпоративно-дивідендної політики держави, затверджена наказом Фонду державного майна України від 4 травня 2001 р. №781 [Електронний ресурс] / Закони України. — Режим доступу: <http://www.uazakon.com/document/>

[spart32/inx32088.htm](http://spart32/inx32088.htm)

2. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. — 2008. — № 50—51 — Ст.384.

3. Про порядок формування та реалізації дивідендної політики держави: Постанова Кабінету Міністрів України від 12 травня 2007 р. № 702 [Електронний ресурс] / Закони України. — Режим доступу: [http://uazakon.com/documents/date\\_6z/pg\\_gccsr.htm](http://uazakon.com/documents/date_6z/pg_gccsr.htm)

4. Інструктивний лист Фонду державного майна України "Щодо нарахування дивідендів відкритими акціонерними товариствами, в статутних фондах яких є державний пакет акцій" № 10-17-10123 від 09.08.2002 р. [Електронний ресурс] / Закони України. — Режим доступу: <http://uazakon.com/document/spart08/inx08836.htm>

5. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 року N 435-IV // Відомості Верховної Ради. — 2003. — № 40. — Ст. 356.

6. Методичні рекомендації щодо проведення перевірки нарахування дивідендів, отриманих від акцій (часток, паїв) господарчих товариств, які знаходяться в державній власності, і перерахування дивідендів до відповідного бюджету, затверджені Головним контрольно-ревізійним управлінням 20 серпня 1998 року [Електронний ресурс] / Закони України. — Режим доступу: <http://www.uazakon.com/document/spart68/inx68138.htm>

7. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28 грудня 1994 року № 334/94-ВР. // Відомості Верховної Ради України. — 1995. — № 4. — Ст. 28.

8. Федоренко В. Г. Інвестознавство: підручник. — 3-тє вид., допов. — К.: МАУП, 2004. — 480 с.

9. Петруня Ю. Форми дискримінації акціонерної меншості // Економіка України. — 1999. — № 6. — С. 53—57.

10. Салтицький С. Корпоративні права держави: суть, значення, перспективи [Електронний ресурс] / Юридична газета. — 2005. — № 9(45). — Режим доступу до журн.: <http://www.yur-gazeta.com/oarticle/1524/>

11. Здоронок Г. Как правильно начислять и отдавать [Електронний ресурс] / Юридическая практика. — 2007. — № 6 (476). — Режим доступу до журн.: <http://www.yurpractika.com/article.php?id=10007066>

12. Аналіз звіту Фонду держмайна за 2008 [Електронний ресурс] / Рахункова палата України. — Режим доступу: [http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/1450841?cat\\_id=411](http://www.ac-rada.gov.ua/control/main/uk/publish/article/1450841?cat_id=411)

13. Про затвердження Критеріїв ефективності управління корпоративними правами держави: Наказ фонду державного майна України № 694 від 07.05.2009 р. [Електронний ресурс] / Юридичні новини Online. — Режим доступу: <http://news.yurist-online.com/laws/4542/>

Стаття надійшла до редакції 23.10.2009 р.