

О.С. ПАРХОМЕНКО, канд. екон. наук, доц., Українська інженерно-педагогічна академія, Харків

СВІТОВИЙ ДОСВІД РЕГУЛЮВАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ

У статті досліджуються основні тенденції та проблеми регулювання дивідендної політики за кордоном: зниження прибутковості акцій, подвійне оподаткування дивідендів. Визначено важливість вирішення зазначених питань для підвищення інвестиційної привабливості підприємств.

In the article basic tendencies and problems of adjusting of dividend policy are investigated: decline of profitability of shares, double taxation of dividends. The importance of decision of the noted questions for the investment attractiveness increase of enterprises is determined.

У сучасних умовах ресурс переформування економіки (приватизації) значною мірою вичерпаний – близько 70% власності тепер належить приватним підприємствам. Таким чином, приватизація сьогодні не є пріоритетним державним завданням. На перший план виходить завдання вдосконалення системи управління державним майном, підвищення прибутковості підприємств, досягнення оптимального балансу податкових і неподаткових (у тому числі дивідендних) надходжень до бюджету [1].

Останнім часом аналітики очікують на поліпшення ситуації в корпоративному секторі взагалі і в галузі формування дивідендної політики підприємств зокрема. Це пов'язано в першу чергу з нещодавнім прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства», дію якого спрямовано на приведення процесу корпоративного управління в Україні у відповідність з міжнародною практикою. Проте при цьому залишається багато проблем у формуванні оптимальної дивідендної політики, яка б задовольняла інтереси й держави, й правління, й акціонерів, й потенціальних інвесторів і сприяла економічному зростанню корпоративних підприємств в Україні.

Тому при регулюванні дивідендної політики вітчизняних підприємств необхідно враховувати накопичений досвід західних корпорацій у вирішенні подібних питань, а також уважно дослідити сучасний стан як корпоративного управління загалом, так і особливості реалізації дивідендної політики як його складової в окремих галузях народного господарства України.

Метою даної роботи, таким чином, є встановлення основних тенденцій розвитку регулювання дивідендної політики за кордоном, аналіз проблем, пов'язаних з цією сферою діяльності, та визначення можливих шляхів їх подолання.

Переходячи до основного змісту статті, слід зазначити, що один з найважливіших показників ефективності дивідендної політики – рівень

дивідендної прибутковості – є значно нижчим сьогодні у світі, ніж 50-100 років тому (табл. 1).

Таблиця 1 - Показники дивідендів у довгостроковій перспективі

Показники для S&P500	Дивідендна прибутковість, %	Норма виплачуваного дивіденду, %	Прибуток на акцію, \$	Дивіденд на акцію, \$
Середнє значення за 1871-1945 рр.	5,3	72	1	1
Середнє значення за 1946-2000 рр.	4,1	51	3,6	2,3

Зниження дивідендів протягом тривалого періоду пояснюється тим, що після війни корпорації стали більше реінвестувати прибуток у свій розвиток, що сприяло підвищенню загальної прибутковості акцій. Крім того, розповсюдженою є практика викупу компанією власних акцій. При тому протягом зазначеного часу підвищувалися ціни на акції, що також спричинило зменшення показника дивідендної прибутковості, і донедавна (2001-2002 рр.) у більшості країн дивідендна прибутковість продовжувала падати. Наприклад, у Великобританії цей показник в 1972 р. становив 4,2%, а в 2002 р. - 2,3%; у США - відповідно 3,3 і 1,2, у Німеччині - 4,3 і 1,3. Наразі спостерігається значне зростання інтересу до акцій з дивідендними виплатами в порівнянні з 90-ми роками [2].

Нормативне регулювання дивідендної політики за кордоном обмежується вирішенням двох основних питань: 1) які органи відповідальні за визначення розміру і затвердження дивідендів; 2) строки видачі дивідендів.

Так, у більшості країн Європи (Австрія, Бельгія, Данія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Італія, Люксембург, Португалія, Іспанія, Швеція) затвердження дивідендів в обов'язковому порядку стосується компетенції зборів акціонерів [2].

Більшість кодексів найкращої практики корпоративного управління також практично не приділяють увагу дивідендам. Башкіна У.І. наводить лише національні особливості в деяких країнах [2]:

- Франція (Hellebuyck Commission Recommendations) рекомендує компаніям відмовлятися від існуючої практики виплат додаткових дивідендів акціонерам, які володіють акціями протягом певного часу;
- Великобританія: один з кодексів (NAPF Corporate Governance Code) рекомендує, щоб компанії трохи обмежували можливості виплати дивідендів акціями замість готівки; тому зобов'язані отримати для цього схвалення акціонерів.

Регулювання дивідендної політики в країнах Азії також передбачає вирішення того, які органи і в якій компетенції відповідають за процедуру нарахування і виплати дивідендів, їхнього розміру та форми виплати (табл. 2).

Ще одне з актуальних питань дивідендної політики - проблема подвійного оподаткування: оскільки дивіденди виплачуються із чистого прибутку і є особистим доходом акціонерів, то, відповідно, виходить, що

спочатку прибуток корпорації обкладається податком на прибуток, а потім та частина прибутку, що йде на виплату дивідендів, обкладається ще й податком на доходи фізичних осіб, коли ці дивіденди одержують приватні особи.

Таблиця 2 - Регулювання дивідендної політики в Азії [2, 3]

Країна	Законодавчі вимоги, що забезпечують своєчасну виплату дивідендів акціонерам	Органи, відповідальні за оголошення, затвердження й видачу дивідендів
Бангладеш	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 2 місяців після оголошення.	Оголошення і виплата дивідендів – рада директорів. Затвердження – акціонери.
Китай	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 2 місяців після оголошення.	Оголошення і виплата дивідендів – рада директорів. Затвердження – акціонери.
Гонконг	Немає. Дата встановлюється радою директорів.	Проміжні – радою директорів; річні дивіденди пропонуються радою директорів і затверджуються акціонерами. Акціонери можуть тільки підтверджувати або відкидати пропозицію і не можуть самі встановлювати величину дивідендів.
Індія	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 30 днів після оголошення.	Проміжні – рада директорів; річні – акціонери.
Малайзія	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 1 місяця після закриття реєстру, протягом 3 місяців – після оголошення.	Оголошення і виплата – компанія; затвердження – акціонери.
Пакистан	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 45 днів після оголошення.	Акціонери.
Філіппіни	Дивіденди, виплачувані як готівкою, так і акціями, повинні бути виплачені протягом 18 операційних днів після дня реєстрації.	Дивіденди у формі готівки й акцій – рада директорів; дивіденди у формі акцій рада директорів об’являє за умови, що 2/3 або більше акціонерів згодні.
Сінгапур	Немає.	Акціонери.
Південна Корея	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 1 місяця після оголошення.	Акціонери.
Тайпей	Немає. Дата встановлюється радою директорів на підставі рішення збори акціонерів.	Акціонери.
Таїланд	Дивіденди повинні бути виплачені протягом 1 місяця після оголошення.	Проміжні – рада директорів; річні – акціонери.
В’єтнам	Немає. Дата встановлюється радою директорів.	Оголошення й виплата дивідендів – рада директорів. Затвердження – акціонери.

Проблема виявляється й у Європі, і в Америці досить серйозною, тому що в багатьох країнах податкові ставки на доходи корпорацій сягають 50% і вище (рис. 1), а сумарний податковий тягар на дивіденди навіть перевищує 50% (табл. 3), а це означає, що податки справляють вплив, який дестимулює інвестування в акції.

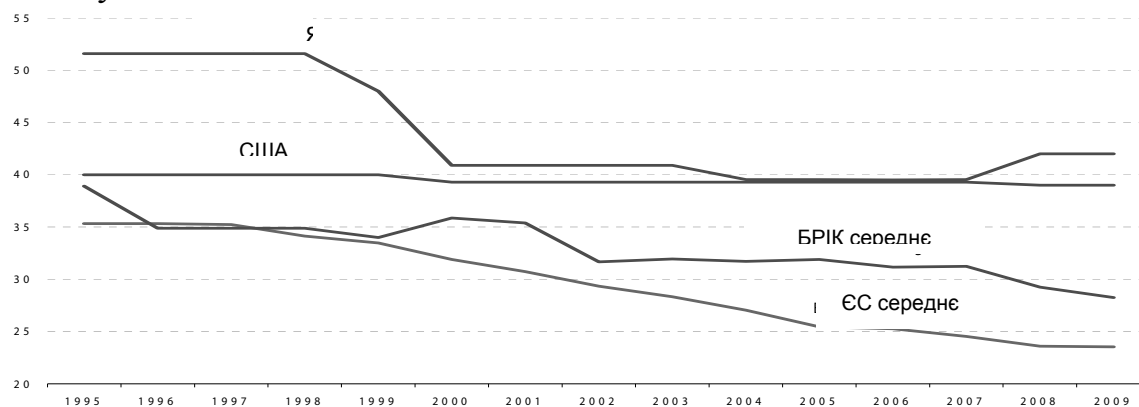


Рис. 1. Ставки оподаткування прибутку корпорацій Європи, США та Азії [4, с. 105]

Таблиця 3 - Сумарний податковий тягар податку на прибуток і прибутковий податок з розподіленого прибутку [2, 5]

Країни	Податковий тягар
Нідерланди, Японія	більше 70%
Люксембург, США, Франція, Туреччина, Канада, Швейцарія	60-70%
Данія, Ірландія, Іспанія, Португалія, Австралія	50-60%
Швеція, Бельгія, Польща, Австрія, Німеччина, Великобританія, Угорщина, Італія, Корея, Мексика	40-50%
Чехія, Ісландія, Греція, Н. Зеландія	30-40%
Фінляндія, Норвегія	25-30%

При цьому слід зазначити, що у Греції, Новій Зеландії, Фінляндії та Норвегії податок на прибуток від отримання дивідендів не нараховується, і розмір податку, наведений у табл. 3, є тільки величиною податку на прибуток підприємств [5].

Спотворення ринку виникає через те, що подвійне оподаткування завищує ціну залученого капіталу. А оскільки відсотки по кредитах віднімаються з оподаткованого прибутку, то фінансування за допомогою кредитування і випуску облігацій виявляється значно вигіднішим. Стимулювання кредитів, у свою чергу, збільшує ймовірність неплатоспроможності й приводить до дискримінації дрібних і молодих компаній, у яких доступ до кредитування обмежений і здійснюється за менш сприятливих умов [2].

Подвійний податковий тягар може також стати причиною: дестимулювання заощаджень та інвестицій; зниження стимулу платити дивіденди на користь нерозподіленого прибутку, що може привести до інвестування збиткових або неприбуткових проєктів; дестимулювання

створення бізнесу у формі корпоративних підприємств; збільшення непродуктивних зусиль фінансових менеджерів по пошуку ухилення від податку через високі податки на дивіденди та інші типи доходу від капіталу.

Башкіна У.І. звертає увагу на те, що в різних країнах здійснюють певні спроби усунення подвійного податкового тягаря шляхом запровадження низки заходів [2]:

- часткові або повні знижки з податку на прибуток;
- установлення для дивідендів (або на всі види капітального доходу) ставок, які є нижчими, ніж звичайна ставка прибуткового податку;
- відрахування корпорацією дивідендів з оподатковуваної бази для податку на прибуток;
- часткове виключення дивідендів з оподатковуваних доходів фізичних осіб;
- різні ставки корпоративних податків на розподілений і нерозподілений прибуток;
- відсутність будь-яких знижок.

У США в 2003 р. було здійснено податкову реформу, яка дала можливість здійснити унікальні дослідження. Необхідність цієї реформи підкріплювалася тим, що подвійне оподаткування дивідендів у США негативно впливає не тільки на інвестиції, але й на доходи більшості громадян - адже навіть ті американці, які не здійснюють прямих вкладень в акції, побічно беруть участь у них через корпоративні й індивідуальні пенсійні плани.

Початком цієї кампанії став випуск у США в 2003 р. «The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act», серед основних положень якого було значне зниження податкового тягаря – замість обкладання за звичайною схемою доходів фізичних осіб максимальною ставкою податку 35% дивіденди обкладаються тільки податком у 15%, що дозволило запровадити для отримання доходу у вигляді дивідендів такий же сприятливий податковий режим, як і для особистого доходу з капіталу [2].

Прихильники реформи стверджували, що реформа знизить податкову невідповідність дивідендів, спонукатиме фірми платити більше дивідендів і стимулюватиме інвестування й ділову активність. Але деякі опоненти наполягали на тому, що корпорації на зможуть платити більш високі дивіденди, тому що держава все ще прямо не зацікавлена у прибутках підприємств [6].

Супротивники реформи переконували, що найбільшу вигоду однаково одержать багаті платники податків, які отримують непропорційно більшу частку дивідендів, більшості ж звичайних американських родин це принесе мало або взагалі жодної вигоди.

Результати досліджень, які було здійснено після впровадження реформи [7], виявили значні позитивні зрушення – різкий стрибок дивідендних виплат по декількох вимірах. У дослідженні використовувалися дані The Center for Research in Security Prices, починаючи з 1980 р. по 1 квартал 2004 р. Дослідники виявили, що:

- у 2003 році частка публічних компаній, які виплачують дивіденди, збільшилася на 20 %, а до того вона знижувалася протягом 2 десятиліть - більше 150 компаній почали виплачувати дивіденди, причому більшість - на регулярній основі, а не як разові «спеціальні» розподіли;
- багато компаній, які вже платили дивіденди, збільшили величину регулярних дивідендів;
- збільшилася кількість спеціальних (разових) виплат дивідендів, але величина даного ефекту досить мала в порівнянні зі збільшенням регулярних виплат.

Усі отримані результати стосуються компаній всіх розмірів і не залежать від прибутків компаній та інших характеристик. Таке збільшення регулярних дивідендних виплат протягом наступних за 2003 років було безпрецедентним в історії корпоративного сектора США [7], що підтвердилося у процесі порівняння результатів податкової реформи 1986 р., яка також знизила величину максимального прибуткового податку з 50% до 28% і привела до тимчасового концентрованого збільшення особистих дивідендних виплат. Проте регулярні виплати після 1986 р. значно не збільшилися.

У Росії розмір дивідендів, виплачуваних акціонерними товариствами протягом останніх років неухильно збільшувався (рис. 2) [8, с.474], але часто високий рівень дивідендів пов'язаний з легалізацією доходів власниками компаній, а не зі створенням позитивного іміджу в інвесторів, особливо це стосується підприємств з великою часткою участі обмеженого кола осіб [9].

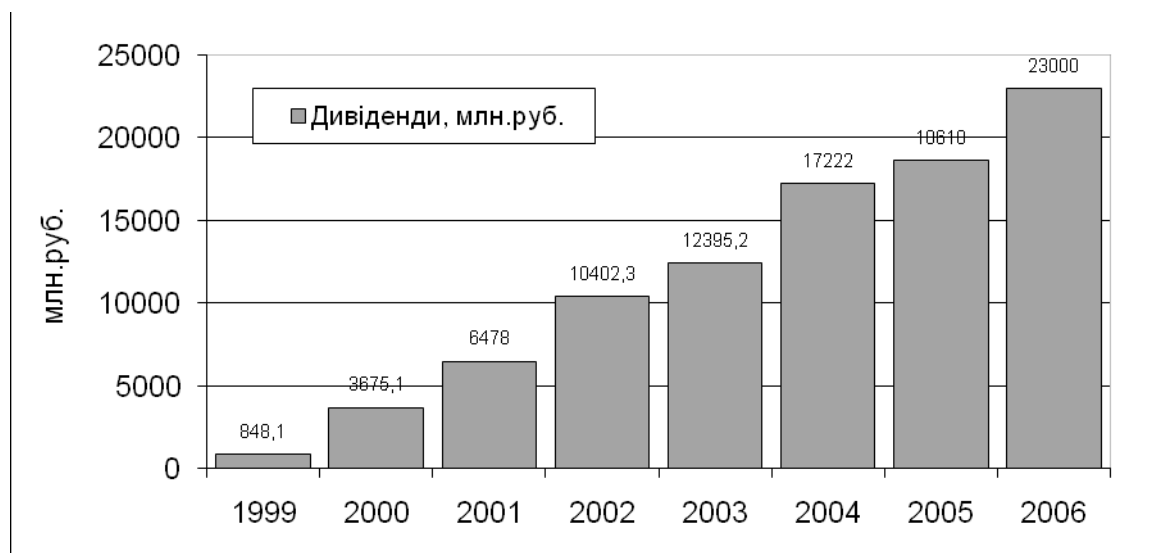


Рис. 2. Динаміка виплат дивідендів у Росії [8, с.474]

Однак при цьому вже багато компаній усвідомлюють значення дивідендів як сигналу інвесторам про загальний стан бізнесу. Підприємства стали приділяти більше уваги проміжним дивідендам. У цілому все це свідчить про поступові позитивні зрушення у формуванні дивідендної культури російських компаній [9].

При цьому слід зауважити, що Україна є однією з країн Східної Європи, яка має дуже значну кількість акціонерних товариств, що є наслідком масової приватизації 90-х років, а також деякої моди минулих років на організаційну

форму у вигляді акціонерних товариств, переважно закритих. На розвинутих ринках дивідендна політика відіграє особливу роль, формуючи рівень інвестиційної привабливості компанії. Однак на українському ринку ця функція дивідендної політики майже не працює, через що виникає потреба у додатковому дослідженні процесу її формування і реалізації на підприємствах окремих галузей народного господарства.

Список літератури: 1. Білоченко А.М. Удосконалення формування та реалізації дивідендної політики підприємств з державною часткою в Україні / А.М. Білоченко // *Фінанси України*. – 2008. – №5. – С. 96 – 102. 2. Башикина У.И. Дивидендная политика западных фирм и ее регулирование [Електронний ресурс] / У.И. Башикина // *Акционерное общество: вопросы корпоративного управления*. – 2005. – №6(19). – Режим доступу до журн.: <http://www.aojournal.ru/tabid/55/mid/401/newsid401/52/Default.aspx>. 3. White Paper on Corporate Governance in Asia [Електронний ресурс] / OECD. – June 10, 2003. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/dataoecd/48/55/25778905.pdf>. 4. Taxation trends in the European Union [Електронний ресурс]. / Data for the EU Member States and Norway. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2009 – 384 pp. – Режим доступу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2009/2009_full_text_en.pdf. 5. Jomard I. Tax Systems in European Union Countries [Електронний ресурс] / I. Jomard // *OECD Economics Department Working Papers*. – No. 301. – 2001. – Режим доступу: [http://www.ois.oecd.org/olis/2001doc.nsf/linkto/eco-wkp\(2001\)27](http://www.ois.oecd.org/olis/2001doc.nsf/linkto/eco-wkp(2001)27). 6. Michel N.J., Rector R.A. Dividend Policy and the 2003 Tax Cut: Preliminary Evidence [Електронний ресурс] / Norbert J. Michel, Ralph A. Rector // *WebMemo*. – 2004. – №594. – Режим доступу: <http://www.heritage.org/research/taxes/wm594.cfm>. 7. Raj C. Do Dividend Payments Respond to Taxes & Preliminary Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut [Електронний ресурс] / C. Raj, E. Saez // *NBER Working Paper*. – №10572. – 2004. – Режим доступу: <http://elsa.berkeley.edu/~saez/NBER10572.pdf>. 8. Российская экономика в 2007 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 29) – М.: ИЭПП, – 2008. – 657 с.

Надійшла до редколегії 28.10.10