

Українська академія банківської справи

На правах рукопису

ПІГУЛЬ НАТАЛІЯ ГЕОРГІЇВНА

УДК 658.155.2 (043)

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ЯК СКЛАДОВА СУЧАСНОЇ МОДЕЛІ
КОРПОРАТИВНОГО РОЗВИТКУ

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
доктор економічних наук,
професор
Науменкова С.В.



Суми 2002

ЗМІСТ

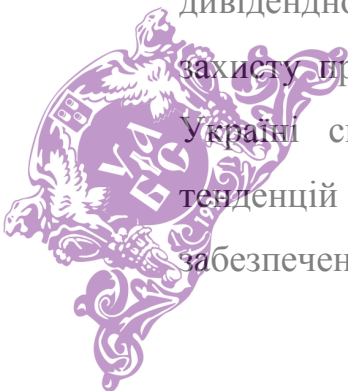
	стор.
Вступ	3
Розділ 1. Особливості теоретичних підходів та аналіз основних моделей формування дивідендної політики корпорації в сучасних умовах	11
1.1. Основні передумови формування та особливості сучасних моделей корпоративного управління	11
1.2. Дивідендна політика як складова фінансової стратегії корпорації та її вплив на формування ринкової вартості фірми	24
1.3. Аналіз основних моделей формування дивідендної політики корпорації	49
1.4. Основні форми дивідендних виплат: специфіка та методи їх застосування	66
Висновки до розділу 1	84
Розділ 2. Дивідендна політика як складова формування та реалізації сучасної моделі корпоративного розвитку в Україні	88
2.1. Основні принципи та напрями розвитку корпоративного управління в Україні	88
2.2. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами	97
2.3. Визначення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності	110
2.4. Проблеми захисту інтересів міноритарних акціонерів в процесі ефективної реалізації прав власності	132
Висновки до розділу 2	152
Висновки	157
Список використаних джерел	166
Додатки	185



ВСТУП

На сучасному етапі економічних перетворень однією з найбільш актуальних проблем є проблема подальшого розвитку корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління. Основною передумовою ринкових перетворень є трансформація власності, але сприйняття цієї проблеми тривалий час обмежувалося розглядом питань щодо необхідності зміни лише її форми. На сучасному етапі більш актуальним є питання ефективної реалізації прав власності, що насамперед пов'язано з вдосконаленням взаємодії між всіма суб'єктами економічних відносин в процесі подальшого перерозподілу прав власності.

Для України актуальність цього питання набуває особливого значення, тому що корпоративний сектор формує основу сучасної ринкової економіки та визначає її конкурентоспроможність. Так, станом на 01.01.2001 р. частка промислової продукції, яку виробляли акціонерні товариства, склала 60,4% загального обсягу промислової продукції. Таким чином, ефективність функціонування цього сектору є однією із найвпливовіших складових сучасного стану розвитку економіки. Отже, пошук та запровадження ефективної моделі корпоративного управління з урахуванням особливостей національної економіки безпосередньо впливатиме на процеси концентрації капіталу та визначатиме ефективність його функціонування. Від ефективності системи корпоративного управління залежить ефективність діяльності компаній багатьох галузей, в т.ч. визначення найважливіших напрямків інвестування, формування дивідендної політики та системи перерозподілу ризиків, вирішення проблем захисту прав акціонерів і т.ін. Крім того, розвиток акціонерного руху в Україні сприймається як відповідний чинник закріплення позитивних тенденцій економічних реформ та формування середнього класу з метою забезпечення стабільного розвитку суспільства.



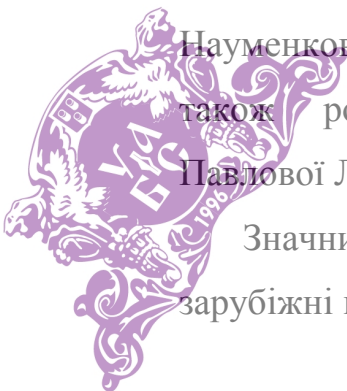
Основні напрямки вдосконалення механізму корпоративного управління в Україні, повинні базуватися на використанні існуючого зарубіжного досвіду, а також з урахуванням національних особливостей формування корпоративного сектору економіки та розвитку корпоративних відносин. Основною метою забезпечення ефективного функціонування корпорацій в Україні є, насамперед, підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств і пошук шляхів інвестиційних процесів.

Важливою складовою фінансової стратегії корпорації, спрямованої на реалізацію головної мети - максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників, є дивідендна політика, яку слід розглядати як складову формування відповідної корпоративної моделі, а саме: як складову реалізації певної фінансової стратегії; як елемент корпоративного управління; як складову корпоративної культури.

Необхідність ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками підприємства, в т.ч. міноритарними акціонерами, обумовлює специфіку підходу до аналізу формування дивідендної політики в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень. Ось чому, на наш погляд, тема дисертаційного дослідження є актуальною, має важливе теоретичне та практичне значення і потребує подальшої розробки.

Питанням удосконалення методології формування дивідендної політики як складової моделі корпоративного розвитку в спеціальній науковій літературі відведено багато уваги. Розробка цієї проблеми знайшла своє відображення в роботах українських вчених: Бланка І.О., Василюк О.Д., Єпіфанова А.О., Міщенко В.І., Москаленка В.П., Науменкової С.В., Поддєрьогіна А.М., Савлука М.І., Суторміної В.М., а також російських економістів Балабанова І.Т., Стоянової Є.С. Павлової Л.М. та інших.

Значний внесок у вирішенні проблем корпоративних фінансів зробили зарубіжні вчені: Брейлі Р., Брігхем Ю., Ван Хорн Дж., Гордон М., Дюран Д.,



Дональд М., Лінтнер Дж., Майерс С., Міллер М., Модільяні Ф., Стігліц Дж. та інші.

Обираючи за мету дослідження обґрунтування процесів формування дивідендної політики, автор виходив, насамперед, із необхідності вдосконалення методології дослідження, а також методичних підходів щодо визначення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності.

Все вищевикладене й обумовило вибір об'єкта дослідження, спрямованість теми, її теоретичну та практичну значимість.

Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження було використано при виконанні науково-дослідних тем: “Стан і перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 01996002342). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо формування дивідендної політики з метою ефективної реалізації прав власності та рекомендації щодо визначення видів, форм та розміру дивідендних виплат з урахуванням особливостей фінансово-економічного розвитку підприємства.

Метою дисертаційної роботи є розробка методологічних та методичних засад формування дивідендної політики як складової сучасної моделі корпоративного розвитку, дослідження її впливу на прийняття стратегічних і тактичних фінансових рішень, а також обґрунтування видів, форм та розміру дивідендних виплат з урахуванням специфіки корпоративних відносин в Україні.

Відповідно до поставленої мети були визначені наступні задачі:

- проаналізувати особливості сучасних моделей корпоративного управління, визначити основні напрямки подальшого вдосконалення та розвитку корпоративних відносин в Україні;



- дослідити сутність дивідендної політики як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації, обґрунтувати основні фактори її формування;
- здійснити класифікацію видів та форм дивідендів за основними ознаками;
- вдосконалити методичні підходи до аналізу впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації;
- обґрунтувати заходи щодо удосконалення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності;
- визначити роль дивідендної політики в системі управління державною власністю та обґрунтувати схеми перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами.

Об'єктом дослідження є дивідендна політика акціонерних товариств України в умовах трансформації власності.

Предметом дослідження є формування та реалізація дивідендної політики акціонерних товариств як складової сучасної моделі корпоративного розвитку.

В процесі роботи залежно від конкретних цілей і задач використано наступні методи економічного аналізу та дослідження економічних процесів: нормативно-розрахунковий, індексний, порівняльного аналізу, групувань, багатофакторного аналізу, експертних оцінок, монографічний, економіко-статистичний, балансовий, економіко-математичного моделювання та інші.

Дослідження особливостей формування національної моделі корпоративного розвитку, сутності дивідендної політики, а також розробка класифікації видів і форм дивідендів здійснювалися з використанням методів порівняльного аналізу, групувань, монографічного та експертних



оцінок. З метою визначення впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації і вдосконалення методики розрахунку максимального темпу зростання активів використано нормативно-розрахунковий метод, метод багатофакторного регресійного й порівняльного аналізу та методи економіко-математичного моделювання. При розробці схеми розподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, застосовувалися індексний, балансовий, нормативно-розрахунковий, економіко-статистичний методи та метод порівняльного аналізу і експертних оцінок.

Наукова новизна дисертаційного дослідження полягає в наступному:

- обґрунтовано основні фактори та особливості формування національної моделі корпоративного управління з урахуванням специфіки розвитку корпоративних відносин в Україні;
- розвинено сутність дивідендної політики як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації з метою забезпечення ефективної реалізації прав власності в процесі здійснення стратегічних і тактичних фінансових рішень;
- обґрунтовано особливості реалізації основних типів дивідендної політики залежно від стадій життєвого циклу корпорації та особливостей її фінансово-економічного розвитку;
- запропоновано класифікацію видів і форм дивідендів за основними ознаками;
- розвинено методичні підходи до визначення впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації на основі застосування методів багатофакторного регресійного аналізу;
- суттєво вдосконалено методику розрахунку максимального темпу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування для підприємств з несталою структурою акціонерної власності;



- вперше розроблено схему перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, для забезпечення випуску державних довгострокових облігацій інвестиційного розвитку.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається пропозиціями щодо розробки та запровадження методологічних та методичних засад формування дивідендної політики як складової сучасної моделі корпоративного розвитку, а також видів, форм і розміру дивідендних виплат з урахуванням специфіки корпоративних відносин в Україні.

Пропозиції автора щодо вдосконалення дивідендної політики в системі управління державною власністю та обґрунтування нової схеми перерозподілу і використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами, можуть бути використані Фондом державного майна України з метою підвищення ефективності фінансово-економічної діяльності акціонерних товариств, у т.ч. з державною часткою власності.

Уточнена та обґрунтована в дисертації методика розрахунку максимального темпу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій, та розвинені методичні підходи до аналізу впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації можуть бути використані Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, органами місцевого і державного управління для створення ефективної цілісної системи збору та розкриття інформації щодо оцінки фінансово-економічного стану акціонерних товариств регіону.

Рекомендації та пропозиції стосовно розробки ефективної дивідендної політики залежно від стадії життєвого циклу корпорації та особливостей її фінансово-економічного розвитку спрямовані на



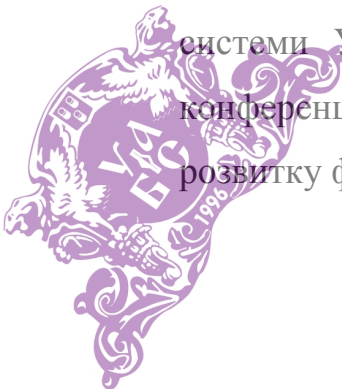
вдосконалення системи фінансового планування та управління акціонерним товариством.

Внесені пропозиції щодо визначення видів, форм та розміру дивідендів рекомендовано Управлінням з питань економіки та цінової політики Сумської обласної адміністрації для практичного використання фінансовими службами суб'єктів господарювання – емітентів корпоративних прав Сумської області (довідка №16-734 від 27.03.02).

Крім того, одержані автором результати наукового дослідження використовуються в процесі викладання навчальних дисциплін “Фінанси підприємств”, “Фінансова діяльність суб'єктів господарювання”, “Управління фінансами акціонерних товариств”, “Ринок цінних паперів”.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані дисертантом особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. Особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні особливостей реалізації основних типів дивідендної політики, розробці нових підходів до визначення впливу дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації, а також у вдосконаленні методики розрахунку темпів зростання активів корпорації та розробці схеми перерозподілу та використання коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами.

Основні положення і результати виконаного дослідження були оприлюднені на конференціях і семінарах. Серед них: III Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2000); IV Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2001); II міжвузівська науково-практична конференція студентів та молодих вчених “Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України” (м. Харків, 2002).



Крім того, результати дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях та семінарах професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

Результати досліджень знайшли відображення в 6 наукових працях, із яких 5 опубліковані у фахових виданнях, загальним обсягом 2,2 д. а., з яких особисто автору належить 2,0 д.а.

Дисертаційна робота складається із вступу, 2 розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації - 214 сторінок, у т.ч. на 81 сторінці розміщено 28 таблиць і 8 ілюстрацій, 6 додатків і список використаних джерел з 205 найменувань.



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РОЗДІЛ 1

ОСОБЛИВОСТІ ТЕОРЕТИЧНИХ ПІДХОДІВ ТА АНАЛІЗ ОСНОВНИХ МОДЕЛЕЙ ФОРМУВАННЯ ДИВІДЕНДНОЇ ПОЛІТИКИ КОРПОРАЦІЇ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

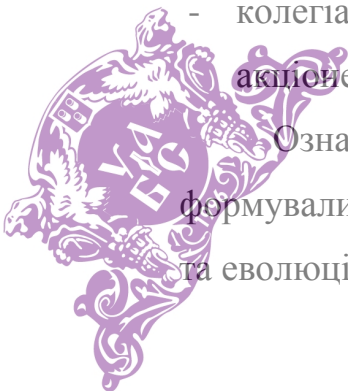
1.1. Основні передумови формування та особливості сучасних моделей корпоративного управління

В сучасних умовах однією з найбільш актуальних проблем є проблема подальшого розвитку корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління. На наш погляд, це є цілком закономірним.

Корпорації є найбільш розповсюдженою та життєздатною формою серед господарюючих суб'єктів, оскільки це обумовлено чисельними перевагами цієї форми порівняно з іншими, а саме:

- універсалізм застосування, тобто практична придатність для будь-якої галузі економічної діяльності;
- перманентне розв'язання суперечності між обсягом функціонуючого капіталу та ступенем індивідуального ризику на основі принципу обмеженої відповідальності;
- порівняно найбільша стійкість в періоди кон'юктурних коливань;
- висока мобільність та гнучкість використання коштів;
- найвищий ступінь мобілізації фінансових ресурсів, в тому числі на основі залучення іноземного капіталу;
- колегіальність прийняття стратегічних рішень загальними зборами акціонерів як найдемократичніша форма управління бізнесом.

Означені переваги корпоративної форми господарювання формувалися протягом тривалого часу в процесі розвитку продуктивних сил та еволюції форм власності (Додаток А).

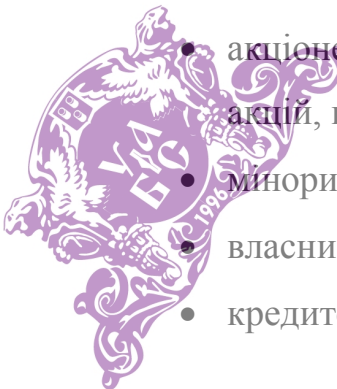


Оскільки корпорація – це насамперед акціонерне товариство, то цілком закономірно, що об'єктом відповідного аналізу та регулювання є організаційно-економічні відносини з приводу формування та використання акціонерної власності. Слід зазначити, що ці відносини реалізуються не автоматично, а за умов чіткої відрегульованості організаційно-виробничих відносин та відповідного рівня корпоративного управління.

Зауважимо, що не існує єдиної точки зору щодо визначення сутності даного поняття. Дуже часто корпоративне управління розглядають лише як комплекс відношень між адміністрацією компанії, її власниками та іншими зацікавленими особами. Тобто сутність корпоративного управління пов'язують з “установлением баланса интересов разных групп заинтересованных лиц (акционеров, в том числе крупных и миноритарных, владельцев привелигированных акций, государственных органов)” [14, с. 16].

Згідно з іншим підходом, корпоративне управління постає як «система отношений между органами управления и должностными лицами эмитентов, владельцами ценных бумаг таких эмитентов (акционерами, обладателями облигаций других ценных бумаг), а также другими заинтересованными лицами, так или иначе вовлеченными в управление эмитентом как юридическим лицом» [14, с. 17]. В рамках цього визначення акцент також робиться на організаційно-економічних особливостях взаємодії різних учасників відношень в процесі функціонування акціонерного товариства, до складу яких належать:

- менеджери компанії;
- акціонери - власники великих (стратегічних та контрольних) пакетів акцій, що голосують;
- миноритарні акціонери, які володіють незначною кількістю акцій;
- власники інших цінних паперів компанії;
- кредитори;



- державні органи.

Слід погодитися з досить обмеженим тлумаченням сутності даного поняття, оскільки воно не охоплює весь спектр відносин: фінансово-економічних, соціальних, правових; прямих та опосередкованих; зовнішніх і внутрішніх; в довгостроковому та короткостроковому періодах з приводу функціонування корпорації.

На наш погляд, найбільш повним є визначення корпоративного управління як системи управлінських відносин між взаємодіючими господарюючими суб'єктами з приводу гармонізації та субординації їхніх інтересів як в процесі спільної діяльності, так і взаємовідносин з зовнішніми контрагентами з приводу досягнення поставлених цілей [14].

З урахуванням світового досвіду в галузі корпоративного управління, що узагальнюється та запроваджується такими організаціями як Всесвітній форум з питань корпоративного управління, Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) загально визначеним є розгляд корпоративного управління як внутрішньої системи, структури та процедури, за допомогою яких здійснюється керівництво та контроль над корпорацією. При цьому підкреслюється, що корпоративне управління є суттєвою передумовою для залучення акціонерним товариством фінансових ресурсів, необхідних для сталого розвитку [122].

Слід зазначити, що загально визначеними основами корпоративного управління є:

- норми корпоративного законодавства, що регулюють порядок створення та ліквідації корпорацій, права й обов'язки акціонерів і менеджерів;
- існуюча практика господарювання, яка визначається станом економіки та режимом підприємництва;
- притаманна учасникам відкритого акціонерного товариства корпоративна культура, тобто сукупність звичаїв і правил, що



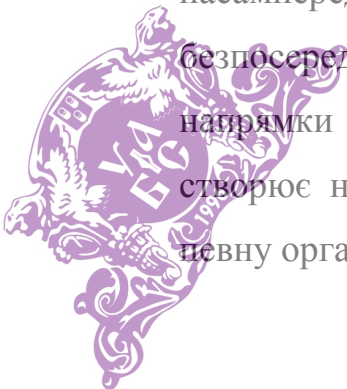
ґрунтуються на загальному культурному рівні суспільства, нормах етики та моралі.

Згідно зі світовою практикою, основними передумовами створення ефективної моделі корпоративного управління є:

- необхідність законодавчого забезпечення належного корпоративного управління;
- наявність відповідної практики корпоративного управління, яка потребує розповсюдження серед широкого кола компаній;
- необхідність дотримання корпоративних стосунків, що мають етичний характер і перебувають за межами законодавчої сфери;
- запровадження міжнародних стандартів корпоративного управління для залучення зовнішніх інвестицій;
- формування певних традицій корпоративного управління з урахуванням національних особливостей.

Таким чином, пошук та запровадження ефективної моделі корпоративного управління з урахуванням особливостей національної економіки безпосередньо впливатиме на ефективність функціонування економічної системи в цілому. Від ефективності системи корпоративного управління залежить ефективність діяльності компаній багатьох галузей, в т.ч. визначення найважливіших напрямків інвестування, формування дивідендної політики та системи перерозподілу ризиків, вирішення проблем захисту прав акціонерів і т. ін.

Аналізуючи особливості розвитку корпоративних відносин, слід насамперед зауважити, що модель корпоративного управління безпосередньо пов'язана зі специфікою відносин власності, що обумовлює напрямки формування стратегії ефективного розвитку підприємства, створює необхідні умови для подальшої концентрації капіталу, визначає певну організаційну структуру (табл. 1.1.1).



Таблиця 1.1.1

Національні моделі корпоративного управління [119]

Показник	США	Німеччина	Росія	Україна	
				Підприємства	Банки
Основні групи акціонерів	Приватні інвестори, пенсійні та інвестиційні фонди	Банки, інші корпорації	Менеджери і робітники підприємств, банки, інвестиційні інститути	Менеджмент підприємств, органи державної влади, стратегічні та портфельні інвестори	Менеджмент підприємств, стратегічні та портфельні інвестори
Концентрація акціонерного капіталу (низька-висока)	Низька	Висока	Низька, з тенденцією до посилення	Низька, з тенденцією до посилення	Більш висока, ніж у підприємств
Кількість емітентів, акцій яких обертаються на фондовому ринку	6000	650	100-120 (показник хиткий)	20-30	Практично не обертаються
Інфраструктура фондового ринку	Високорозвинена	Високорозвинена	Середній рівень розвитку	Слаборозвинена	Слаборозвинена
Домінуюча поведінка акціонерів при зниженні ефективності діяльності АТ	Продаж акцій	Заміна осіб виконавчого органу	Не визначено	Не визначено	Не визначено
Кількість колегіальних рівнів управління	Один	Два	Один чи два, повноваження перетинаються	Два (для АТ із кількістю учасників понад 50)	Два (для АТ із кількістю учасників понад 50)

У світі немає єдиної універсальної моделі корпоративного управління.

Існують три базових моделі корпоративного управління:

- англо-американська;
- німецька;
- японська.

Англо-американська модель робить акцент на використанні позичкового капіталу, в той час як континентальна модель (німецько-японська) в якості основного джерела фінансування передбачає використання позичкових коштів. Ряд розбіжностей в моделях ринку капіталу наданий на рис.1.1.1 [32, с. 39].





Рис. 1.1.1. Моделі корпоративного управління

Існування різних моделей обумовлено особливостями історичного розвитку фінансових систем різних країн. Англо-американська модель передбачає наявність розвинутого фондового ринку, а країни з континентальною моделлю характеризуються високим ступенем концентрації і централізації банківської системи. Існує також мусульманська модель інвестування, однак вона менш розповсюджена і локалізована географічно.

Для більшості країн світу більш характерна німецько-японська модель, яка відрізняється підвищеною концентрацією власності у порівнянні з США, і відповідно, більшість фінансових ринків носять борговий характер.

Кожна з цих моделей має свої особливості формування складу акціонерів, ради директорів та розкриття інформації про діяльність корпорації (див. табл.1.1.1).

Організаційні особливості побудови корпоративних структур залежно від базових моделей корпоративного управління узагальнено в табл. 1.1.2.

Так, англо-американська модель відрізняється від інших наявністю серед акціонерів великої кількості індивідуальних та інституціональних інвесторів (інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії та інші). Корпораціями США і Великобританії в цілому управляють зовнішні акціонери.

Оскільки більшість громадян цих країн є акціонерами, існують досить жорсткі правила розкриття інформації про діяльність корпорації. Окрім цього, при формуванні ради директорів та призначенні аудиторів корпорації необхідно обов'язкове схвалення акціонерів. Але слід зазначити, що застосування цієї моделі в різних країнах має свої особливості. Так, наприклад, в США акціонери не мають право встановлювати розмір дивідендів, тому що рада директорів самостійно визначає, скільки



Таблиця 1.1.2

Організаційні особливості побудови корпоративних структур залежно від базових моделей корпоративного управління

Параметри	Англо-американська модель	Німецька модель	Японська модель
Країни розповсюдження	Великобританія, США, Канада, Швеція, Австрія, Голландія	ФРН, Італія, Норвегія, Франція, Бельгія	Японія
Основна характеристика моделі	Ріст чисельності індивідуальних акціонерів, чітка законодавча база	Основні функціонери – банки. Банківське фінансування замість акціонерного. Консолідація власності на основі інтеграції промислового та банківського капіталу	Висока питома вага корпорацій та банків у складі акціонерів. Побудова корпоративних структур за схемою: банк-корпорація-група корпорацій
Специфіка управлінського стилю	Управління на основі спільного прийняття рішень	Управління на основі відповідного делегування повноважень	Управління на основі реалізації відношень довіри з відповідною дистанцією при підпорядкованості.
Структура акціонерної власності	Інституціональні інвестори (США – 60%); індивідуальні інвестори (США – 20%)	Банки – 30%; корпорації – 45%; індивідуальні інвестори – 41%; пенсійні фонди – 3%.	Акції повністю належать фінансовим організаціям та корпораціям. Іноземні інвестори – 5%.
Сфера повноважень щодо участі в управлінні корпорацією	Акціонери можуть не бути присутніми на зборах, а право голосу реалізувати за дорученням. Інституціональні інвестори здійснюють контроль за корпорацією через аудиторів.	Акції на пред'явника. Банки безпосередньо розпоряджаються голосами акціонерів, з їх узгодження. Заочно голосувати не можна, це право передовіряється банку	Збори акціонерів носять формальний характер



дивідендів сплачувати акціонерам на їх акції. А у Великій Британії, навпаки, це питання виносить на обговорення на зборах акціонерів.

В німецькій моделі корпоративного управління саме банки виступають довгостроковими акціонерами корпорацій. Представники банків обираються до складу ради директорів. Організаційна побудова корпорації за німецькою моделлю має наступні особливості:

- двопалатне правління (виконавчу та наглядову ради);
- обмежене право акціонерів при голосуванні на загальних зборах.

Так, згідно з уставом корпорації обмежується кількість голосів, що має акціонер. При цьому кількість акцій, якими він володіє, може не впливати на кількість голосів на загальних зборах.

Більшість німецьких корпорацій віддають перевагу банківському фінансуванню (кредитуванню), а не акціонерному (емісія акцій). Тому і капіталізація фондового ринку Німеччини, на відміну від США - невелика.

В німецькій моделі більшість акцій емітується на пред'явника. Корпорації, що випускають ці акції, повинні повідомити в засобах масової інформації про проведення загальних зборів, направити звіти і порядок денний зборів в банк-депозитарій. Банк-депозитарій, в свою чергу, направляє їх тим акціонерам, в яких він зацікавлений. В Німеччині більшість акціонерів купують акції через банки. Акціонер обов'язково повинен бути присутнім на загальних зборах особисто або бути представленим своїм представником від банку-депозитарію.

Японська модель корпоративного управління, як і німецька, характеризується високою питомою вагою банків у складі акціонерів компанії. При цьому рішення щодо управління корпорацією підтримують групи компаній, що об'єднані спільним володінням та управлінням. Цей тип корпоративної моделі є досить багатостороннім. Але при цьому акціонерні відношення базуються навколо провідного банку або фінансово-



промислової групи. В раді директорів корпорацій Японії обов'язково присутні офіційні та неофіційні представники уряду.

Ще однією розбіжністю є ступень використання джерел в процесі фінансування та рівень ринкової капіталізації. Країни з різними моделями відрізняються як за величиною відношення капіталізації фондового ринку до ВВП, так і за відношенням суми нового капіталу, який отриманий на публічному ринку, до показника валової вартості основного капіталу (ОК) (табл. 1.1.3).

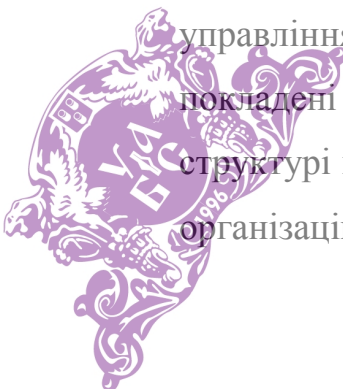
Таблиця 1.1.3

Показники капіталізації різних країн [32, с. 39]

Країна	Ринкова капіталізація / ВВП, (%)	Сума нового капіталу/Валова вартість ОК, (%)
Німеччина	28	3,6
Франція	38	5,0
Японія	67	1,4
Великобританія	143	17,8
США	112	19,4
Росія	9	н/д

Компанії різних країн мають відмінності в структурі капіталу, які характерні для відповідних моделей і формують національну специфіку, що пов'язано з особливостями економічного, геополітичного та історичного розвитку країн і не має відображення в їх законодавчих системах.

Виходячи із характеристик розглянутих моделей корпоративного управління, ми можемо зробити висновок, що в основу їх полярності покладені специфічні ознаки корпоративних відносин, відмінності у структурі корпоративної власності, що обумовлює домінування відповідних організаційно-правових форм корпорацій, визначає особливості



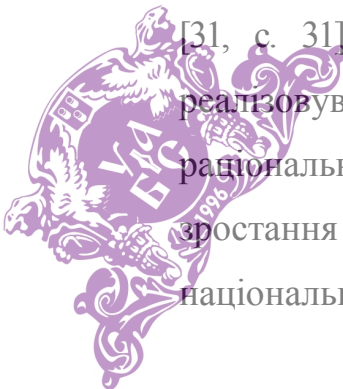
корпоративного права і корпоративної етики. Сучасні організаційно-правові форми корпорацій наведені в табл. 1.1.4.

Таблиця 1.1.4

Основні сучасні організаційно-правові форми компаній [31, с. 33]

Тип компанії і характер управління	Відношенні власності, контролю і управління	Основні переваги
Консолідована або унітарна власність (в т.ч. менеджерів, просте партнерство, одного власника, наприклад держави, сімейна)	Власники прямо контролюють і управляють підприємством	Власники контролюють бізнес напроям
Закрита приватна компанія	Власники або інвестори контролюють підприємство або самі, або через раду директорів, в якій вони мають пряме представництво. Вони самі також можуть управляти бізнесом або опиратися на професіоналів.	Обмежена відповідальність: за винятком цінних паперів і інвестицій активи компанії не являються предметом вимог кредиторів. Акціонери як правило захищені від боргів, які виникають при діяльності компанії.
Компанія, що формується як корпорація, акції якої публічно продаються	Власники або інвестори, які можуть бути членами ради директорів і/або менеджерами, можуть утримувати контроль над фірмою, акції якої тільки що включені до лістингу. Рада директорів має важливе значення у контролі компанії.	Безперервність існування фірми: на відміну від консолідованої власності, бізнес-одиниця продовжує існувати, незважаючи на втрату або передачу акцій, заміну директорів, акціонерів або робітників.
Корпорація, акції якої публічно продаються	Малі інвестори делегують контроль над компанією раді директорів, котра наймає, винагороджує, зміщує менеджерів, які управляють бізнесом.	Вільна передача прав власності і широкого залучення капіталу, який може бути збільшений за рахунок емісії акцій. Права власності можуть змінюватися прямо, в т.ч. на високоліквідному ринку, без зміни контролю, управління.

Сучасний етап розвитку корпоративних відносин характеризується домінуючою роллю глобальних транснаціональних корпорацій, які акумулюють понад 2,5 трлн.дол. інвестиційного капіталу, контролюють близько 850 млрд. дол. щорічного обсягу прямих іноземних інвестицій [31, с. 31]. Ефективне корпоративне управління дозволяє корпораціям реалізувати свої потенційні можливості щодо залучення інвестицій, раціонально використовувати отримані кошти, а також забезпечувати зростання вартості капіталу акціонерів. Формування відповідних національних моделей корпоративного управління базується як на



використанні існуючих базових моделей, так і з урахуванням загальноприйнятих принципів корпоративного управління, що досить ефективно реалізують світові ТНК.

Слід підкреслити, що головним орієнтиром в процесі проведення реформ в сфері корпоративного управління є Основні принципи корпоративного управління ОЕСР (Організації Економічного Співробітництва та Розвитку), які були прийняті у 1999 році 29 державами – членами ОЕСР. В березні 2000 р. вони були включені до Переліку всесвітніх стандартів фінансової стабільності. Отже, згідно з цими принципами [48, с. 31]:

1. Структура корпоративного управління повинна захищати права акціонерів.
2. Структура корпоративного управління повинна забезпечувати рівне відношення до всіх акціонерів, включаючи дрібних акціонерів і іноземних акціонерів. Усі акціонери повинні мати рівне право на юридичний захист у разі порушення їх прав.
3. Структура корпоративного управління повинна признавати визначені законом права зацікавлених осіб і заохочувати активне співробітництво між корпораціями та зацікавленими особами у створенні багатства та робочих місць та стійкості фінансово стабільних підприємств.
4. Структура корпоративного управління повинна забезпечувати своєчасне та точне розкриття інформації по всім істотним питанням стосовно корпорації, включаючи фінансовий стан, підсумки діяльності, власність і управління компанією.
5. Структура корпоративного управління повинна забезпечувати стратегічне управління компанією, ефективний контроль адміністрації з боку правління, а також звітність правління перед компанією та акціонерами.

З метою оцінки стандартів корпоративного управління окремої компанії деякі відомі рейтингові агентства, такі як агенція S&Ps виділяє чотири



основні компоненти процесу управління за відповідними підкатегоріями, які подано нижче [127]:

1. Структура власності:

- Прозорість структури власності.
- Концентрація власності і вплив з боку власників.

2. Відносини з фінансово зацікавленими особами:

- Регулярність проведення зборів акціонерів, простота доступу на такі збори та наявність інформації про них.
- Порядок голосування і процедури роботи зборів акціонерів.
- Права власності.

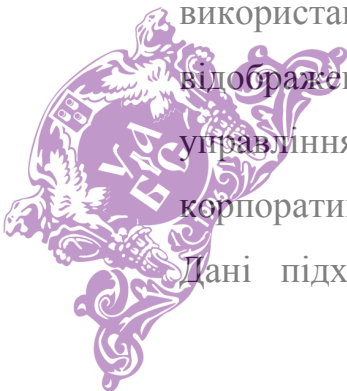
3. Фінансова прозорість і розкриття інформації:

- Якість та зміст інформації, що публікується.
- Своєчасність та доступність інформації, що публікується.
- Незалежність і репутація аудитора компанії.

4. Склад і практика роботи ради директорів:

- Структура та склад ради директорів.
- Роль та ефективність роботи ради.
- Роль та незалежність сторонніх директорів.
- Політика щодо виплати винагороди директорам та членам вищого керівництва, оцінки якості їхньої роботи і спадкоємності.

Таким чином, слід підкреслити, що основні напрямки вдосконалення механізму корпоративного управління в Україні, повинні базуватися на використанні існуючого зарубіжного досвіду, що знаходить своє відображення в особливостях розглянутих вище моделях корпоративного управління, а також з урахуванням національних особливостей формування корпоративного сектору економіки та розвитку корпоративних відносин. Дані підходи знайшли відображення у проекті Концепції розвитку



корпоративного управління в Україні. В цьому документі, зокрема, зазначається, що “розвиток корпоративних відносин в Україні повинен відбуватися на основі загальноприйнятих принципів ефективного корпоративного управління з урахуванням українських особливостей та досвіду” [36]. Крім того, в Концепції підкреслюється, що основною метою розвитку корпоративного управління в Україні є, насамперед, “підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств і поживлення інвестиційних процесів” [36]. На наш погляд, все це обумовлює виключну актуальність питань розробки ефективної фінансової стратегії національних корпорацій, спрямовану на реалізацію головної мети - максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників.

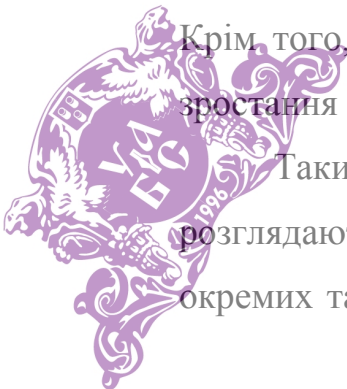
1.2. Дивідендна політика як складова фінансової стратегії корпорації та її вплив на формування ринкової вартості фірми

Важливою складовою фінансової політики корпорації, спрямованої на реалізацію головної мети - максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників, є дивідендна політика.

Аналізуючи сутність дивідендної політики, слід зазначити, що вона насамперед постає як складова загальної політики управління прибутком, що проявляється в оптимізації пропорцій між його частинами, які споживаються і капіталізуються. Аналіз фінансового стану корпорації з огляду на можливість сплачувати дивіденди і можливість отримання прибутку - невід’ємні, оскільки джерелом дивідендних виплат є прибуток.

Крім того, показник дивідендного виходу підлягає урахуванню в процесі зростання прибутку.

Таким чином, дивідендну політику акціонерного товариства іноді розглядають дещо спрощено, лише як елемент управління та прийняття окремих тактичних рішень в короткостроковому періоді стосовно форм та



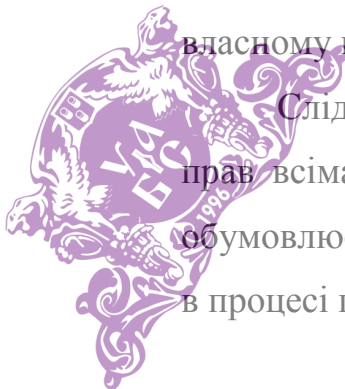
розміру дивідендних виплат. Так, головне завдання дивідендної політики Л.В.Клоченок трактує як "...прийняття рішення про виплату прибутку власникам акціонерного капіталу чи його використання для інвестування в розвиток підприємства" [33, с 243]. В іншій редакції дивідендна політика – "це сукупність заходів, які здійснюються АТ і спрямовані на прийняття рішень із нарахування та виплати дивідендів власникам акцій цього АТ", або дивідендна політика постає як фактор впливу на фінансову стійкість та платоспроможність підприємства, ліквідність його активів, тобто не враховується необхідність реалізації широкого кола проблем захисту прав акціонерів і т. ін.

В процесі даного дослідження на основі комплексного підходу ми намагалися проаналізувати особливості формування дивідендної політики в короткостроковому та довгостроковому періоді як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації, насамперед, її фінансової стратегії, в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень. З огляду на це, дивідендну політику слід розглядати як складову формування відповідної корпоративної моделі, а саме:

- як складову реалізації певної фінансової стратегії;
- як елемент корпоративного управління;
- як складову корпоративної культури.

Таким чином, реалізація системного підходу в процесі дослідження даного поняття дає підстави для висновку про те, що сутність дивідендної політики насамперед обумовлена можливістю забезпечення ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками згідно з їх часткою у власному капіталі підприємства.

Слід зазначити, що необхідність ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками підприємства, в т.ч. міноритарними акціонерами, обумовлює специфіку підходу до аналізу формування дивідендної політики в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень.



Слід відзначити, що до найбільш суттєвих факторів, які слід враховувати в прийнятті фінансових рішень щодо моделі дивідендної політики, відносяться такі:

- 1) попит на інвестиційні ресурси в короткостроковому та довгостроковому періоді;
- 2) фінансовий стан підприємства та наявність у нього власних джерел формування фінансових ресурсів;
- 3) вартість капіталу, сформованого за рахунок альтернативних джерел;
- 4) законодавчі обмеження та нормативно-правові вимоги, в т.ч. обмеження щодо виплати дивідендів;
- 5) інфляційні очікування;
- 6) макроекономічні чинники, що впливають на загальноекономічну ситуацію в країні і т. ін.

В табл. 1.2.1 нами узагальнено основні фактори, які впливають на формування дивідендної політики акціонерного товариства.

До основних питань, які постають під час формування відповідної моделі дивідендної політики в середньо- та короткостроковому періодах, можна віднести наступні:

- чи варто сплачувати весь або частину чистого прибутку акціонерам в поточному році або інвестувати його у цілях майбутнього зростання. Це означає розподіл чистого прибутку на ту частину, що спрямовується на сплату дивідендів, і частину, що реінвестується в активи акціонерного товариства;
- визначення умов, при яких слід змінювати значення дивідендного виходу;
- чи варто в довгостроковій перспективі дотримуватися однієї дивідендної політики або можна її змінювати;



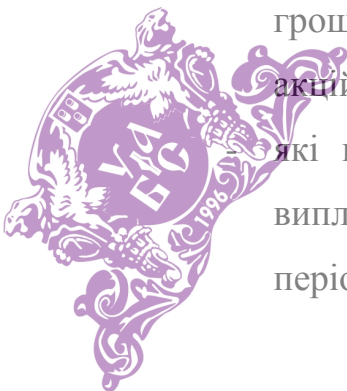
Таблиця 1.2.1

Основні фактори впливу на формування дивідендної політики
акціонерного товариства

В довгостроковому періоді - в процесі реалізації стратегічних фінансових рішень		В середньо- та короткостроковому періоді - в процесі реалізації тактичних фінансових рішень	
Фактори Впливу	Визначення факторів впливу та їх спрямованість	Фактори впливу	Визначення факторів впливу та їх спрямованість
Структура власності	питома вага аутсайдерів і інсайдерів у структурі власників компанії та специфіка їх впливу на фінансову стратегію акціонерного товариства	Можливості залучення фінансових ресурсів	можливості використання зовнішніх джерел формування фінансових ресурсів та їхня вартість
		Рентабельність діяльності	можливості компанії отримувати прибуток в процесі виробничо-господарської діяльності та здійснювати виплату дивідендів
Фінансова стратегія	використання дивідендної політики як складової формування відповідної структури капіталу для забезпечення певного рівня інвестиційної привабливості акцій та зростання ринкової вартості корпорації	Ліквідність компанії	ліквідність компанії по зобов'язаннях перед акціонерами (достатність коштів для виплати дивідендів)
		Договірні вимоги	вимоги щодо особливостей дивідендної політики, включені в установчі документи акціонерного товариства
Структура капіталу	питома вага боргових зобов'язань у структурі капіталу; заборгованість по зобов'язаннях з фіксованими виплатами (привілейованим акціям, кредитам, облігаціям)	Особливості оподаткування	порядок оподаткування дивідендів; пільги по реінвестованим доходам; співвідношення між податком на дивіденди і податком на приріст капіталу

- у якій формі виплачувати акціонерам зароблений чистий прибуток - у грошовій формі пропорційно наявним акціям, у формі додаткових акцій або через викуп акцій;

які конкретні схеми виплат слід використовувати. Якщо грошові виплати пропорційні володінню акціями, то яка повинна бути періодичність виплат та їх абсолютна величина? Якщо



передбачається викуп акцій, то яка викупна ціна? Грошова виплата, що оголошується, виражається в кількості грошових одиниць на акцію, але може виражатися у відсотках від ринкової ціни (дивідендна дохідність) або у відсотках від прибутку (дивідендний вихід);

- як будувати політику виплати дивідендів по не цілком оплачених акціях (пропорційно оплаченої частини або цілком).

Існує декілька теорій впливу розміру виплачуваних дивідендів на ціни акцій (ринкову вартість компанії) і добробут акціонерів (рис. 1.2.1). Найбільш розповсюдженими теоріями, що пов'язані з механізмом формування дивідендної політики, є [7, сс.443-445]:

1. Відома теорія Модільяні-Міллера, яка стверджує, що при дотриманні ряду умов дивідендна політика не здійснює на ринкову вартість підприємства і доходи його власників ніякого впливу ні в поточному періоді, ні в перспективі, тому що ці параметри залежать від суми усього формованого прибутку, а не тільки його частини, що розподіляється. Але оскільки теорія діє тільки за наявності ряду обмежень, що у реальності відсутні, то на практиці вона у чистому вигляді не застосовується.

2. “Теорія переваги дивідендів”, авторами якої є Д. Гордон і Д. Лінтнер, показує, що кожна одиниця доходу, виплачена інвесторам у вигляді дивідендів, вже очищена від ризику і тому коштує більше, ніж доход, одержання якого відкладено на майбутнє. Отже, максимізація дивідендних виплат переважніше капіталізації доходу. Заперечення супротивників даної теорії в основному зводяться до того, що використовувати аргумент наявності фактора ризику не можна, тому що виплачені дивіденди акціонер реінвестує в акції даного чи іншого підприємства. Фактор ризику враховується індивідуально кожним інвестором і залежить від загального рівня ризику господарської діяльності, а не від характеристик дивідендної політики.



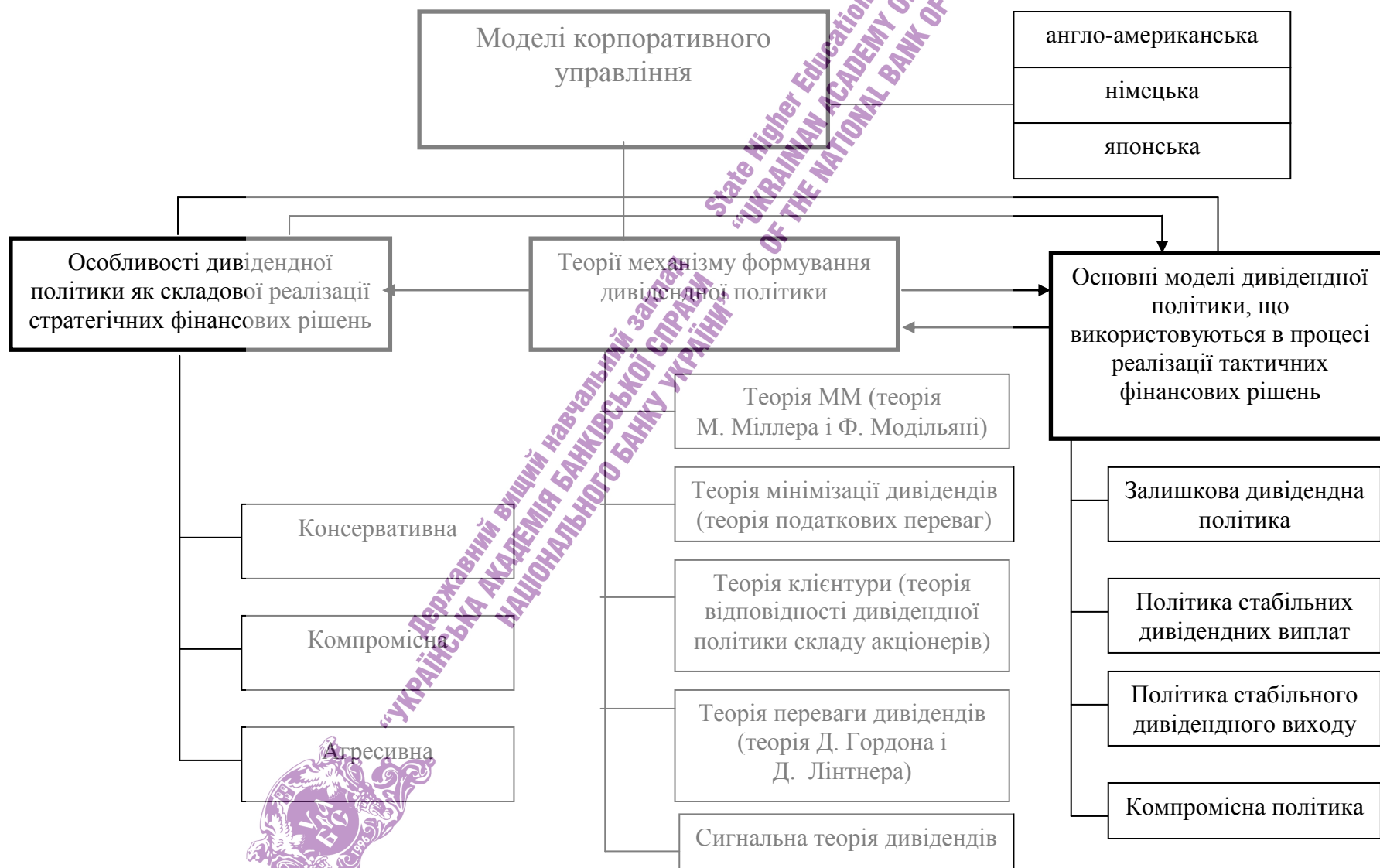
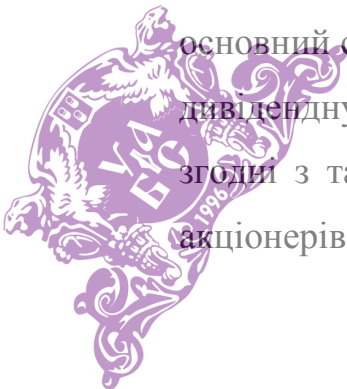


Рис. 1.2.1. Особливості дивідендної політики як складової реалізації стратегічних і тактичних фінансових рішень

3. “Теорія мінімізації дивідендів” (теорія податкових переваг) полягає в тому, що ефективність дивідендної політики визначається можливістю мінімізації податкових виплат по поточним і майбутнім виплатам власникам. Унаслідок того, що на Заході оподаткування дивідендів, як правило, вище чим майбутніх доходів (з урахуванням ставки оподаткування, фактора поточної вартості грошей), віддається перевага капіталізації дивідендів. Однак така політика може не влаштовувати багатьох дрібних акціонерів, які мають потребу у поточних виплатах.

4. “Сигнальна теорія дивідендів” розглядає рівень дивідендних виплат як істотний фактор впливу на ринкову вартість акцій, тому що багато методів визначення поточної вартості акцій використовують як складові розрахунки саме величину раніше виплачених дивідендів і їхній прогноз на майбутній період. Таким чином, ріст дивідендних виплат визначає ріст розрахункової ціни акції при ухваленні рішення про її покупку, а це призводить до збільшення ринкових цін, що приносить додатковий доход акціонерам при їхньому продажі акцій. Крім того, виплата солідних дивідендів “подає сигнал” ринку про те, що фірма знаходиться на підрозмі. Але дана теорія застосовується в тому випадку, якщо ринок інформаційно прозорий і “передає сигнали” великій кількості учасників ринку з мінімальними витратами, що в українських умовах ускладнено.

5. “Теорія відповідності дивідендної політики складу акціонерів” (“теорія клієнтури”) стверджує, що компанія повинна здійснювати таку дивідендну політику, що відповідає чеканням більшості акціонерів. Якщо основний склад акціонерів зацікавлений в одержанні дивідендів, то саме цю дивідендну політику варто застосовувати підприємству. Акціонери, не згодні з такою практикою, реінвестують капітал в інші компанії і склад акціонерів стане однорідним.



Оскільки основний критерій оцінки стратегічних фінансових рішень – збільшення ринкової ціни підприємства, то насамперед слід з'ясувати, як різні фактори, що визначатимуть дивідендну політику, впливатимуть у результаті вибору тієї чи іншої її моделі на оцінку вартості фірми.

Існує дві теоретичні школи визначення значимості дивідендної політики в загальній оцінці фірми й у максимізації багатства її акціонерів:

- дивіденди не грають істотної ролі при загальній оцінці фірми. Ця теорія називається "теорією відсутності значимості". Такий погляд на дивідендну політику затверджує, що відсутня проблема оптимізації дивідендного виходу і форм виплат;
- дивіденди мають велике значення для оцінки фірми. Ця теорія називається "теорією значимості". Вона має більш практичне застосування, ніж теорія відсутності значимості. У рамках цієї позиції існує погляд, що: а) зростання дивідендних виплат збільшує ціну капіталу (консервативна або традиційна теорія); б) в інтересах акціонерів, низьке значення дивідендного виходу, високий коефіцієнт дивідендного виходу знижує ціну капіталу (радикальна теорія) через податкові платежі.

Теорія незалежності ціни капіталу від дивідендної політики була сформульована в 1961 році Міллером і Модільяні (ММ). У роботі ММ стверджувалося, що вибір дивідендної політики не впливає на ціну акцій корпорації і вартість її капіталу. На ціну капіталу фірми впливає тільки прибуток. Пропорція в розподілі цього прибутку на споживання і реінвестування не грає ролі. Незалежність ціни акції від дивідендної політики була строго доведена при наступних припущеннях [139, с. 243]:

- 1) відсутність податків;
- 2) відсутність трансакційних витрат і витрат по емісії акцій;
- 3) незалежність вартості капіталу фірми від фінансового важеля;



- 4) рівний доступ до інформації відносно перспектив росту фірми в менеджерів і власників капіталу.

Ця теорія вірна при дотриманні ряду умов, а саме:

1. Ринки капіталу досконалі.
2. Інвестори мають однорідні очікування.

Зауважимо, що за визначенням, досконалі ринки капіталу (perfect capital markets) - це такі ринки, на яких учасники мають рівний доступ до усієї можливої інформації. Розумні інвестори (rational investors) прагнуть до одержання прибутку і запобіганню ризику, а значить, при будь-яких сформованих обставинах всі інвестори мають однорідні очікування та односпрямовані рішення. Важливо відзначити, що на досконалих ринках капіталу раціонально діючі інвестори можуть зіштовхнутися з ситуацією невизначеності.

Дослідження питання впливу дивідендної політики фірми на поточну вартість її акцій М.Міллер і Ф. Модільяні у своїй відомій роботі “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares” проводили, спираючись на згадані вище припущення, а також виходячи з фундаментального принципу оцінювання акцій, який полягає в тому, що “... ціна акцій повинна бути такою, щоб рівень доходності, вимірюваний за сумою дивідендів і приростом капіталу на кожен інвестований долар, був однаковим для всіх акцій, що знаходяться в обігу на ринку в період часу, що аналізується” [50, с. 88].

Отже, повинне виконуватись співвідношення:

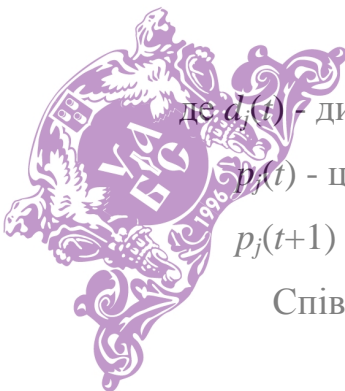
$$\rho(t) = \frac{d_j(t) + p_j(t+1) - p_j(t)}{p_j(t)}, \quad (1.2.1)$$

де $d_j(t)$ - дивіденди, що виплачуються j - тою фірмою за період часу t ;

$p_j(t)$ - ціна однієї акції j -тої фірми без дивідендів на початок періоду t ;

$p_j(t+1)$ - ціна акції j -тої фірми на початок періоду $(t+1)$.

Співвідношення (1.2.1) стосовно $p_j(t)$ можна записати як:



$$p_j(t) = \frac{1}{1 + \rho(t)} [d_j(t) + p_j(t+1)] \quad (1.2.2)$$

Дане співвідношення (1.2.2), що випливає з еквівалентного йому рівняння (1.2.1), дійсне для будь-якого j і t . Таким чином, утримувачі недостатньої кількості дохідних акцій взмозі продати їх, збільшуючи власне багатство, з наступним інвестуванням отриманих коштів в більш дохідні акції. Це продовжуватиметься до тих пір, поки ціни на акції не зрівняються і не зникне різниця в їхній доходності.

Подальший аналіз базується на використанні співвідношення (1.2.2), але стосовно фірми в цілому. Отже, приймаючи це до відома, можна співвідношення (1.2.2) представити таким чином:

$$V(t) = \frac{1}{1 + \rho(t)} [D(t) + n(t)p(t+1)] = \frac{1}{1 + \rho(t)} [D(t) + V(t+1) - m(t+1)p(t+1)] \quad (1.2.3)$$

де $n(t)$ - кількість акцій в обігу на початок періоду t ;

$m(t+1)$ - кількість проданих акцій ("без дивідендів") протягом періоду t за ціною, близькою до $p(t+1)$, з чого випливає, що

$$n(t+1) = n(t) + m(t+1) \quad (1.2.4)$$

де $V(t)$ - загальна вартість фірми;

$D(t)$ - загальна сума дивідендів, яку отримали власники акцій, придбаних до настання періоду t .

Використовуючи дані визначення, можна записати, чому дорівнюють $V(t)$ і $D(t)$:

$$V(t) = n(t)p(t) \quad (1.2.5)$$

$$D(t) = n(t)d(t) \quad (1.2.6)$$

При подальшому аналізі в співвідношенні (1.2.3) зробимо заміну $m(t+1)p(t+1)$ на:

$$m(t+1)p(t+1) = I(t) - [X(t) - D(t)] \quad (1.2.7)$$



Це виявилось можливим за умов розгляду необхідної величини (обсягу) залученого капіталу через чистий прибуток фірми за цей період – $X(t)$, та $I(t)$ як необхідний обсяг інвестицій за період (t) .

З огляду на це, вартість фірми $V(t)$ дорівнюватиме:

$$V(t) = n(t)p(t) = \frac{1}{\rho(t)}[X(t) - I(t) + V(t+1)] \quad (1.2.8)$$

Таким чином, з огляду на зроблені припущення, можна наполягати на висновку про те, що вартість фірми не залежить від рішень відносно $D(t)$, тобто дивідендна політика не впливає на вартість капіталу, і якщо “...інвестиційна політика фірми визначена, то ніякий наступний вибір розміру дивідендних виплат не в змозі вплинути ні на поточну ціну її акцій, ні на загальний дохід її акціонерів” [50; с. 91].

Теорія Модільяні та Міллера, що базується на висновку відносно того, що ринкова вартість фірми не залежить від структури її капіталу зазнала різкої критики з боку багатьох економістів того часу, таких як Дж.Р.Роуз [50], Д.Дюран [166], Дж. Стигліц [199] та інших.

Модільяні та Міллер доводять малозначимість дивідендної політики не тим, що ми живимо в умовах визначеності, а тим, що ми маємо ефективний ринок капіталу. Ефективність ринку означає, що переміщення вартості внаслідок змін у дивідендній політиці відбувається на справедливих умовах. І так як, сукупна вартість капіталу акціонерів (старих і нових) не змінюється, то ніхто не виграє і ніхто не програє.

На рис. 1.2.2 [9, с. 408] показано, як відбувається переміщення вартості. Наша гіпотетична компанія виплачує третю частину своєї сукупної вартості в якості дивідендів, а гроші на дані цілі отримує за рахунок продажу нових акцій. Втрати капіталу, які несуть старі акціонери, показані зменшеною кількістю темних квадратів. Але ці втрати капіталу точно компенсуються надходженням нових грошей (білі квадрати), котрі сплачуються їм у вигляді дивідендів.

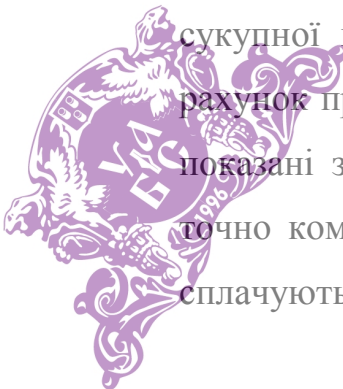
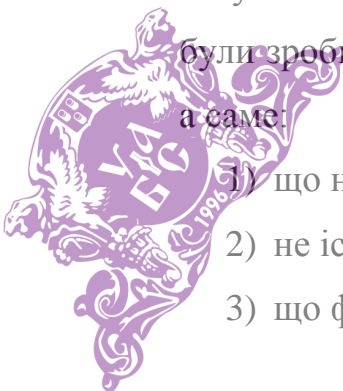




Рис. 1.2.2. Ілюстрація ефекту “переміщення вартості”

Безумовно, коли дивідендна політика не впливає ні на ціну акцій фірми, ні на вартість капіталу - це означає, що в ній немає потреби. Головні прихильники непотрібності дивідендної політики – М.Міллер та Ф. Модільяні – аргументували, що цінність фірми залежить лише від прибутку, одержаного за рахунок її активів, але тільки не за рахунок прибутку, що розподіляється між дивідендами і збереженим прибутком. Базуючи свої пропозиції на певних теоретичних основах, вони повинні були зробити деякі припущення у відповідності із менеджерською теорією, а саме:

- 1) що не існує особистих або корпоративних податків на прибуток;
- 2) не існує коливання цін акцій і витрат по веденню певних операцій;
- 3) що фінансовий левередж не впливає на вартість капіталу;



- 4) що інвестори і менеджери мають однакову інформацію відносно майбутніх планів фірми;
- 5) що розподіл прибутку між дивідендами і нерозподіленим прибутком не впливає на вартість маржі фірми (k_s);
- 6) що політика бюджетування фірми не залежить від її дивідендної політики.

Однак, ці припущення не відповідають реаліям. Фірми й інвестори сплачують податки з прибутку. Для фірми властиві витрати, що вільно коливаються. Менеджери часто знають більше щодо майбутніх проектів фірми, ніж сторонні інвестори. Інвестори вимушені нести витрати по веденню операцій. І податки, і витрати по веденню фінансово-економічної діяльності можуть обумовити вплив k_s на дивідендну політику.

П'яте припущення в теорії неоптимальності дивідендів ММ полягає в тому, що дивідендна політика не впливає на коефіцієнт обороту акціонерного капіталу k_s . Це часткове припущення бурхливо обговорювалося в академічних колах. М.Гордон і Дж.Лінтнер аргументували, що k_s знижується, оскільки виплата дивідендів зростає, тому що інвестори меншою мірою одержують прибутки від капіталу, які мають виражати результат від використання нерозподіленого прибутку, ніж вони одержують дивідендну плату.

Гордон та Лінтнер фактично твердили, що інвестори оцінюють долар очікуваних дивідендів вище, ніж долар очікуваних доходів капіталу, тому що доходний компонент дивіденду D_1/P_0 є менш ризиковим, ніж g – компонент у рівнянні загального очікуваного обороту [139, с. 246]:

$$k_s = D_1/P_0 + g \quad (1.2.9)$$

Але за ствердженням ММ, k_s є незалежним від дивідендної політики. Тобто інвестори байдужі до відношення між D_1/P_0 та g , отже, не вибирають між дивідендами і прибутками від капіталу. Вони назвали



аргумент Gordon-Lintner “синуцею в руці” помилковим, тому що з точки зору ММ більшість інвесторів планують реінвестувати свої дивіденди в акції такої ж або подібної фірми. В будь-якому випадку ризиковість потоку готівкових грошових коштів для інвесторів у тривалому періоді визначається тільки ризиковістю поточних рухів готівки фірми, але тільки не її політикою сплати дивідендів.

З огляду на все зазначене вище, ми маємо підстави для наступного висновку: рішення відносно формування дивідендної політики як складової фінансової політики не впливають на ринкову вартість компанії та її інвестиційну політику лише за умов існування досконалого ринку.

Перевірка впливу рівня дивідендних виплат на ринкову вартість корпорації найчастіше здійснюється з використанням різних математичних моделей. Так, Ван Хорн і Мак Доналд одні з перших використали модель перехрестного регресійного аналізу для перевірки впливу рівня виплачуваних дивідендів на курс акцій компаній електропостачання [146, с. 358]. В якості залежної, перемінної використаний коефіцієнт P/E на кінець року. Регресійний аналіз даної перемінної відносно таких показників, як зростання активів, коефіцієнт виплати дивідендів та фінансовий ризик компанії здійснювався на основі використання наступного рівняння:

$$\left(\frac{P}{E}\right)_i = a_0 + a_1 g_i + a_2 dp_i + a_3 IR_i + u_i, \quad (1.2.10)$$

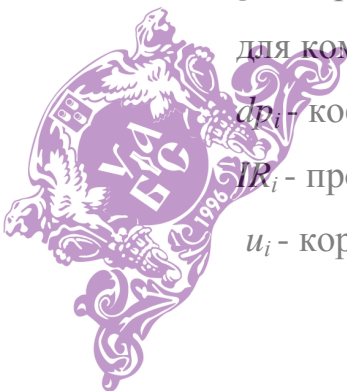
де: $(P/E)_i$ - коефіцієнт “кратне прибутку” для компанії i ;

g_i - наростаюча швидкість приросту основних засобів за попередні роки для компанії i ;

dp_i - коефіцієнт виплати дивідендів компанії i ;

IR_i - процентні платежі;

u_i - коригуючий коефіцієнт.



Як свідчать результати проведеного аналізу даних 86 компаній, всі обрані незалежні перемінні виявилися статистично значущими, а автори дійшли висновку про те, що схильність акціонерів цих компаній до отримання дивідендів є більш важливим фактором порівняно з випуском нових акцій [146, с. 359].

Для перевірки впливу дивідендної політики на ринкову вартість фірми ми також проводили на основі застосування багатofакторного регресійного аналізу, який здійснювався нами на основі використання наступних методів: методу виключення, регресії на головні компоненти та ступеневого регресійний аналізу (табл. 1.2.2-1.2.8). Для проведення аналізу нами були використані окремі дані динаміки фінансових показників для 500 акцій, що використовуються при обчисленні індексу S&P 500 за період 1957-1986 рр. (Додаток Б).

Таблиця 1.2.2

Застосування багатofакторного регресійного аналізу для перевірки впливу параметрів EPS, DPS, Div/E, P/E, Div/P на ринкову вартість акцій

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P(max))	X1 (EPS)	X2 (DPS)	X3 (Div/E, %)	X4 (P/E(max))	X5 (Div/P, % (max))
1	2	3	4	5	6	7	8
1	68,38	49,13	3,37	1,79	5,13	14,58	4,59
2	67,04	55,21	2,89	1,75	60,55	19,1	4,33
3	63,80	60,71	3,39	1,83	53,98	17,91	3,42
4	68,92	60,39	3,27	1,95	59,63	18,47	3,73
5	97,36	72,64	3,19	2,02	63,32	22,77	3,51
6	80,58	71,13	3,67	2,13	58,04	19,38	4,07
7	80,52	75,02	4,02	2,28	56,72	18,66	3,64
8	89,11	86,28	4,55	2,50	54,95	18,96	3,31
9	88,70	92,63	5,19	2,72	52,41	17,85	3,33
10	87,30	94,02	5,55	2,87	51,71	16,95	3,92
11	96,84	97,59	5,33	2,92	54,78	18,31	3,63
12	104,54	108,37	5,76	3,07	53,3	18,81	3,5
13	103,98	106,16	5,78	3,16	54,67	18,37	3,54
14	101,17	93,46	5,13	3,14	61,21	18,22	4,53
15	94,59	104,77	7,7	3,07	53,86	18,38	3,41
16	105,57	119,12	6,42	3,15	49,07	18,55	3,1
17	87,10	120,24	8,16	3,38	41,42	14,74	3,67

Продовження табл. 1.2.2

1	2	3	4	5	6	7	8
18	70,37	99,80	8,89	3,6	40,49	11,23	5,78
19	78,15	95,61	7,96	3,68	46,23	12,01	5,25
20	79,57	107,83	9,91	4,05	40,87	10,88	4,46
21	89,78	107,00	10,89	4,67	42,88	9,83	5,15
22	93,38	106,99	12,33	5,07	41,12	8,86	5,83
23	97,38	11,27	14,86	5,65	38,02	7,49	5,88
24	138,75	140,52	14,82	6,16	41,57	9,48	66,27
25	136,35	138,12	15,36	6,63	43,16	8,99	5,88
26	163,20	143,02	12,64	6,87	54,35	11,31	6,71
27	174,17	172,65	14,03	7,09	50,54	12,31	5,13
28	163,50	170,41	16,64	7,35	45,25	10,24	5,09
29	212,35	212,02	14,61	7,90	54,07	14,51	4,83
30	243,67	254,00	14,48	8,28	57,18	17,54	4,07
Регресійна статистика:							
Часткові регресійні коефіцієнти	-74,1567	-3,5233	34,5712	-0,5569	6,4757	0,2101	
t-статистика	-1,5527	-0,6036	3,3780	-1,0178	2,3411	0,5028	
P-значення	0,1336	0,5518	0,0025	0,3189	0,0279	0,6197	
Стандартна помилка	47,7601	5,8371	10,2343	0,5471	2,7661	0,4177	
Загальний F-критерій Фішера	20,09223						
Значимість F-критерію	7,14457E-08						
Множинний R	0,898426						
R-квадрат	0,807169						
Нормований R-квадрат	0,766996						

Таблиця 1.2.3

Застосування багатфакторного регресійного аналізу для перевірки впливу параметрів EPS, DPS, Div/E, P/E на ринкову вартість акцій

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P(max))	X1 (EPS)	X2 (DPS)	X3 (Div/E, %)	X4 (P/E _(max))
1	2	3	4	5	6	8
1	67,97	49,13	3,37	1,79	5,13	14,58
2	66,46	55,21	2,89	1,75	60,55	19,1
3	63,61	60,71	3,39	1,83	53,98	17,91
4	68,48	60,39	3,27	1,95	59,63	18,47
5	97,09	72,64	3,19	2,02	63,32	22,77
6	80,20	71,13	3,67	2,13	58,04	19,38
7	80,27	75,02	4,02	2,28	56,72	18,66
8	89,07	86,28	4,55	2,50	54,95	18,96
9	88,78	92,63	5,19	2,72	52,41	17,85

Продовження табл. 1.2.3

1	2	3	4	5	6	8
10	87,29	94,02	5,55	2,87	51,71	16,95
11	96,78	97,59	5,33	2,92	54,78	18,31
12	104,67	108,37	5,76	3,07	53,3	18,81
13	103,99	106,16	5,78	3,16	54,67	18,37
14	100,56	93,46	5,13	3,14	61,21	18,22
15	95,90	104,77	7,7	3,07	53,86	18,38
16	106,11	119,12	6,42	3,15	49,07	18,55
17	88,19	120,24	8,16	3,38	41,42	14,74
18	71,05	99,80	8,89	3,6	40,49	11,23
19	78,32	95,61	7,96	3,68	46,23	12,01
20	80,71	107,83	9,91	4,05	40,87	10,88
21	90,72	107,00	10,89	4,67	42,88	9,83
22	94,63	106,99	12,33	5,07	41,12	8,86
23	99,56	11,27	14,86	5,65	38,02	7,49
24	127,84	140,52	14,82	6,16	41,57	9,48
25	137,97	138,12	15,36	6,63	43,16	8,99
26	162,82	143,02	12,64	6,87	54,35	11,31
27	174,85	172,65	14,03	7,09	50,54	12,31
28	165,45	170,41	16,64	7,35	45,25	10,24
29	212,79	212,02	14,61	7,90	54,07	14,51
30	243,99	254,00	14,48	8,28	57,18	17,54
Регресійна статистика:						
Часткові регресійні коефіцієнти	-74,7922	-2,9061		33,6169	-0,5611	6,5337
t-статистика	-1,5905	-0,5170		3,3938	-1,0413	2,4003
P-значення	0,1243	0,6097		0,0023	0,3077	0,0242
Стандартна помилка	47,0246	5,6207		9,9054	0,5388	2,7221
Загальний F-критерій Фішера				25,8239		
Значимість F-критерію				1,46E-08		
Множинний R	0,897294					
R-квадрат	0,805137					
Нормований R-квадрат	0,773959					



Таблиця 1.2.4
 Застосування багатofакторного регресійного аналізу для перевірки впливу параметрів DPS, P/E на ринкову вартість акцій

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P(max))	X1 (P/E _(max))	X2 (DPS)
1	2	3	4	5
1	43,07	49,13	14,58	1,79
2	70,09	55,21	19,1	1,75
3	64,87	60,71	17,91	1,83
4	71,63	60,39	18,47	1,95
5	100,28	72,64	22,77	2,02
6	82,19	71,13	19,38	2,13
7	81,80	75,02	18,66	2,28
8	89,66	86,28	18,96	2,50
9	88,75	92,63	17,85	2,72
10	87,24	94,02	16,95	2,87
11	97,06	97,59	18,31	2,92
12	104,26	108,37	18,81	3,07
13	103,97	106,16	18,37	3,16
14	102,49	93,46	18,22	3,14
15	101,58	104,77	18,38	3,07
16	104,82	119,12	18,55	3,15
17	87,39	120,24	14,74	3,38
18	71,56	99,80	11,23	3,6
19	78,59	95,61	12,01	3,68
20	81,64	107,83	10,88	4,05
21	92,00	107,00	9,83	4,67
22	96,87	106,99	8,86	5,07
23	104,15	11,27	7,49	5,65
24	130,43	140,52	9,48	6,16
25	140,18	138,12	8,99	6,63
26	161,15	143,02	11,31	6,87
27	173,36	172,65	12,31	7,09
28	167,58	170,41	10,24	7,35
29	209,12	212,02	14,51	7,90
30	238,31	254,00	17,54	8,28
Регресійна статистика:				
Часткові регресійні коефіцієнти	-96,3709	6,2191	6,5337	
t-статистика	-3,3615	4,7003	9,9631	
P-значення	0,0023278	6,81579E-05	1,53687E-10	
Загальний F-критерій Фішера	51,905080			
Значимість F-критерію	5,61E-10			



Продовження табл. 1.2.4

Множинний R	0,890839
R-квадрат	0,793594
Нормований R-квадрат	0,778305
Стандартна помилка	22,95675

В процесі аналізу ми виходили з того, що на залежну змінну, яка пов'язана з ринковою вартістю фірми, може впливати більш, ніж один фактор. В якості залежної змінної був прийнятий показник ринкової вартості акцій (P). Багатофакторна лінійна регресія застосовувалася нами насамперед для перевірки залежності показника ринкової вартості акцій від певних факторів, які були обрані в якості змінних: прибуток на акцію (EPS), дивіденд на акцію (DPS), дивідендний вихід (Div/E, %), дивідендна доходність (Div/P, %) та співвідношення між ціною акції та прибутком на акцію (P/E) (див. табл. 1.2.2). На основі застосування метода виключення ми дійшли висновку про існування високого ступеня залежності між факторами, що аналізуються. Так, як свідчать показники регресійної статистики, коефіцієнт множинної кореляції (множинний R), як правило знаходиться в межах 0,89 (див. табл. 1.2.2 - 1.2.4). Скоригований і нескоригований коефіцієнти множинної детермінації (R-квадрат та нормований R-квадрат) характеризують високий рівень обумовленості варіації результату варіацією факторів, тобто свідчать про тісний зв'язок варіації факторів з результатом, в т.ч. незалежно від числа факторів в моделі. Значення даних показників в наведеній регресійній статистиці знаходяться на рівні 0,77-0,80.

На основі застосування метода виключень ми послідовно отримали регресійне рівняння, побудоване на основі використання тих чинників (факторів), залежність яких з обраним нами змінним показником (P) є більш тісною (див. табл. 1.2.4). Слід відмітити, що в процесі проведеного аналізу певною перешкодою для отримання достовірної залежності змінної



перемінної від вибраних факторів була наявність інтеркореляції та мультиколінеарності серед обраних факторів. Розрахунок коефіцієнтів Стюдента (t-статистика) та його наступне застосування дозволило нам в процесі поетапного відбору залишити найбільш значущі параметри, значення яких формується під впливом не випадкових величин. До таких параметрів слід віднести: DPS – дивіденд на акцію та P/E - відношення ціни акції до прибутку на акцію – “кратне прибутку”. Показник вірогідності випадкових значень параметрів регресії (P-значення) підтверджує факт того, що знайдені параметри є статистично інформативними та досить надійними.

Залежність між ринковою вартістю акції та вищезгаданими параметрами описується рівнянням:

$$U_P = -96,3709 + 6,2191X_{1(DPS)} + 6,5337X_{2(P/E)} \quad (1.2.11)$$

Враховуючи певну наявність міжфакторної залежності, а також вплив інших параметрів, що не були враховані при побудові регресії, про що свідчить досить значне значення У-перетину (-96,3709), нами було проведене також застосування багатфакторного регресійного аналізу для перевірки впливу аналогічних параметрів DPS, EPS, Div/E, Div/P на ринкову привабливість акцій за показником P/E (див. табл. 1.2.5- 1.2.8). Отримані значення регресійної статистики також підтверджують висновок про наявність залежності між показниками рівня дивіденду на акцію та інвестиційною привабливістю акції, що оцінюється на основі застосування показника P/E.



Таблиця 1.2.5
 Застосування багатofакторного регресійного аналізу для
 перевірки впливу параметрів DPS, EPS, Div/E, Div/P на ринкову
 привабливість акцій за показником P/E

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P/E(max))	X1 (DPS)	X2 (EPS)	X3 (Div/E, %)	X4 (Div/P, %)
1	2	3	4	5	6	8
1	13,67	14,58	1,79	3,37	5,13	4,59
2	20,13	19,1	1,75	2,89	60,55	4,33
3	18,83	17,91	1,83	3,39	53,98	3,42
4	19,85	18,47	1,95	3,27	59,63	3,73
5	20,51	22,77	2,02	3,19	63,32	3,51
6	19,44	19,38	2,13	3,67	58,04	4,07
7	19,06	18,66	2,28	4,02	56,72	3,64
8	18,50	18,96	2,50	4,55	54,95	3,31
9	17,70	17,85	2,72	5,19	52,41	3,33
10	17,38	16,95	2,87	5,55	51,71	3,92
11	18,14	18,31	2,92	5,33	54,78	3,63
12	17,63	18,81	3,07	5,76	53,3	3,5
13	17,92	18,37	3,16	5,78	54,67	3,54
14	19,58	18,22	3,14	5,13	61,21	4,53
15	14,67	18,38	3,07	7,7	53,86	3,41
16	16,32	18,55	3,15	6,42	49,07	3,1
17	13,30	14,74	3,38	8,16	41,42	3,67
18	12,53	11,23	3,6	8,89	40,49	5,78
19	14,74	12,01	3,68	7,96	46,23	5,25
20	11,90	10,88	4,05	9,91	40,87	4,46
21	11,87	9,83	4,67	10,89	42,88	5,15
22	10,28	8,86	5,07	12,33	41,12	5,83
23	7,22	7,49	5,65	14,86	38,02	5,88
24	9,08	9,48	6,16	14,82	41,57	66,27
25	8,99	8,99	6,63	15,36	43,16	5,88
26	14,88	11,31	6,87	12,64	54,35	6,71
27	12,77	12,31	7,09	14,03	50,54	5,13
28	8,70	10,24	7,35	16,64	45,25	5,09
29	13,90	14,51	7,90	14,61	54,07	4,83
30	15,20	17,54	8,28	14,48	57,18	4,07
Часткові регресійні коефіцієнти:		14,6552	2,0525	-1,5514	0,104755	0,006296
F-статистика		8,0260	3,3338	-5,4226	3,1217	0,2086
P-значення		0,00000002	0,002672	0,000013	0,004499	0,836436
Загальний F-критерій Фішера		37,46626379				



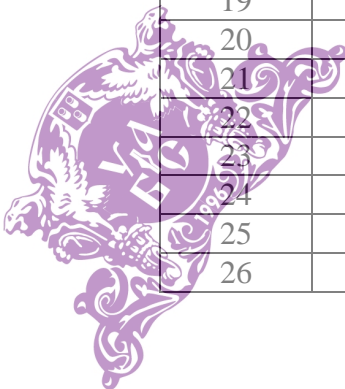
Продовження табл. 1.2.5

Значимість F-критерію	3,23E-10
Множинний R	0,925761
Коефіцієнт детерміна R-квадрат	0,857033
Нормований R-квадрат	0,834158
Стандартна помилка	1,701684

Таблиця 1.2.6

Застосування багатofакторного регресійного аналізу для перевірки впливу параметрів DPS, EPS, Div/E на ринкову привабливість акцій за показником P/E

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P/E(max))	X1 (DPS)	X2 (EPS)	X3 (Div/E, %)
1	2	3	4	5	6
1	13,65	14,58	1,79	3,37	5,13
2	20,12	19,1	1,75	2,89	60,55
3	18,82	17,91	1,83	3,39	53,98
4	19,84	18,47	1,95	3,27	59,63
5	20,50	22,77	2,02	3,19	63,32
6	19,43	19,38	2,13	3,67	58,04
7	19,06	18,66	2,28	4,02	56,72
8	18,50	18,96	2,50	4,55	54,95
9	17,70	17,85	2,72	5,19	52,41
10	17,38	16,95	2,87	5,55	51,71
11	18,14	18,31	2,92	5,33	54,78
12	17,63	18,81	3,07	5,76	53,3
13	17,92	18,37	3,16	5,78	54,67
14	19,57	18,22	3,14	5,13	61,21
15	14,71	18,38	3,07	7,7	53,86
16	16,33	18,55	3,15	6,42	49,07
17	13,33	14,74	3,38	8,16	41,42
18	12,55	11,23	3,6	8,89	40,49
19	14,74	12,01	3,68	7,96	46,23
20	11,94	10,88	4,05	9,91	40,87
21	11,90	9,83	4,67	10,89	42,88
22	10,32	8,86	5,07	12,33	41,12
23	7,28	7,49	5,65	14,86	38,02
24	8,75	9,48	6,16	14,82	41,57
25	9,04	8,99	6,63	15,36	43,16
26	14,88	11,31	6,87	12,64	54,35



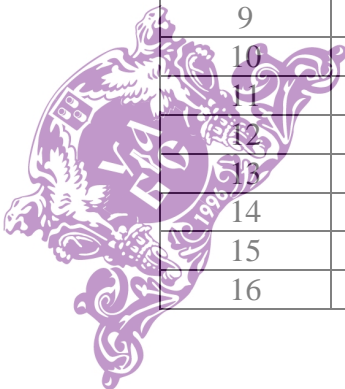
Продовження табл. 1.2.6

1	2	3	4	5	6
27	12,79	12,31	7,09	14,03	50,54
28	8,75	10,24	7,35	16,64	45,25
29	13,91	14,51	7,90	14,61	54,07
30	15,21	17,54	8,28	14,48	57,18
Часткові регресійні коефіцієнти:		14,6616	2,0275	-1,5356	0,1048
t-статистика		8,1826	3,4212	-5,6719	3,1825
P-значення		1,1555E-08	0,00207094	5,7618E-06	0,00376188
Загальний F- критерій Фішера		51,8478542			
Значимість F-критерію		4,15481E-11			
Множинний R		0,925626			
Коефіцієнт детермінації – R-квадрат		0,856784			
Нормований R-квадрат		0,840259			

Таблиця 1.2.7

Застосування багатofакторного регресійного аналізу для перевірки впливу параметрів DPS, EPS на ринкову привабливість акцій за показником P/E

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P/E(max))	X1 (DPS)	X2 (EPS)
1	2	3	4	5
1	18,49	14,58	1,79	3,37
2	19,32	19,1	1,75	2,89
3	18,57	17,91	1,83	3,39
4	19,15	18,47	1,95	3,27
5	19,52	22,77	2,02	3,19
6	18,89	19,38	2,13	3,67
7	18,64	18,66	2,28	4,02
8	18,23	18,96	2,50	4,55
9	17,61	17,85	2,72	5,19
10	17,34	16,95	2,87	5,55
11	17,92	18,31	2,92	5,33
12	17,51	18,81	3,07	5,76
13	17,73	18,37	3,16	5,78
14	18,95	18,22	3,14	5,13
15	13,68	18,38	3,07	7,7
16	16,44	18,55	3,15	6,42



Продовження табл. 1.2.7

1	2	3	4	5
17	13,67	14,74	3,38	8,16
18	12,87	11,23	3,6	8,89
19	14,94	12,01	3,68	7,96
20	12,17	10,88	4,05	9,91
21	12,04	9,83	4,67	10,89
22	10,37	8,86	5,07	12,33
23	7,06	7,49	5,65	14,86
24	8,63	9,48	6,16	14,82
25	8,94	8,99	6,63	15,36
26	15,01	11,31	6,87	12,64
27	12,90	12,31	7,09	14,03
28	8,51	10,24	7,35	16,64
29	14,12	14,51	7,90	14,61
30	15,49	17,54	8,28	14,48
Часткові регресійні коефіцієнти:		19,9225	2,9169	-1,9743
t-статистика		24,9108	4,8253	-1,9743
P-значення		3,6483E-20	4,87126E-05	7,0321E-08
Загальний F- критерій Фішера		54,33648278		
Значимість F-критерію		5,61E-10		
Множинний R		0,894982		
Коефіцієнт детермінації –R-квадрат		0,800992		
Нормований R-квадрат		0,786251		
Стандартна помилка		1,931896		

Разом з тим нам хотілося б звернути увагу на досить високу ступінь залежності між розмірами дивіденду на акцію - DPS, прибутку на акцію – EPS та ринкової вартості активів на акцію - APS та значенням привабливості акцій, обчислених за показником P/E (див.табл.1.2.8) Значимість множинного R дорівнює 0,9725. T-статистика та P-значення свідчать про стійкість регресійних зв'язків та інформаційну значущість обраних параметрів.



Таблиця 1.2.8

Застосування багатofакторного регресійного аналізу для
перевірки впливу параметрів DPS, EPS, APS на ринкову привабливість
акцій за показником P/E

Спостереження	Спрогнозоване Y	Y (P/E(max))	X1 (DPS)	X2 (EPS)	X3 (APS)
1	2	3	4	5	6
1	9,12	9,83	4,67	10,89	79,07
2	8,83	8,86	5,07	12,33	85,35
3	8,16	7,49	5,65	14,86	94,27
4	9,11	9,48	6,16	14,82	102,48
5	9,80	8,99	6,63	15,36	109,43
6	12,60	11,31	6,87	12,64	112,46
7	11,60	12,31	7,09	14,03	116,93
8	9,58	10,24	7,35	16,64	122,47
9	14,52	14,51	7,90	14,61	125,2
10	17,25	17,54	8,28	14,48	126,40
Часткові регресійні коефіцієнти:		10,3121	8,1711	-0,7474	-0,3948
t-статистика		3,9286	4,3889	-2,9033	-2,8236
P-значення		0,0077	0,0046	0,0272	0,0302
Стандартна помилка		2,6249	1,8618	0,2574	0,1398
Загальний F- критерій Фішера		34,87442602			
Значимість F-критерію		0,000341852			
Множинний R		0,972509			
Коефіцієнт детермінації – R-квадрат		0,945762			
Нормований R-квадрат		0,918643			

Таким чином, ми маємо статистичне підтвердження вже доведеної нами раніше тези в п.1.1 відносно того, що рівень концентрації капіталу також є досить впливовим фактором, що визначатиме рівень привабливості корпорації як емітента цінних паперів, впливатиме на формування її фінансової та інвестиційної стратегії через формування прибутку та визначення напрямків дивідендної політики.



1.3. Аналіз основних моделей формування дивідендної політики корпорації

Серед проблем, які виникають між власником акції та менеджерами в акціонерному товаристві, питання дивідендної політики є одним з найгостріших. Світова практика розробила декілька моделей дивідендної політики, що мають свої переваги та недоліки. В сучасних умовах до основних видів дивідендної політики можна віднести наступні: політика стабільних дивідендів; політика стабільного дивідендного виходу; політика залишкового дивіденду; компромісна політика.

Дослідження особливостей основних типів дивідендної політики, в тому числі визначення специфіки організації виплати дивідендів, переваг та недоліків даного типу дивідендної політики дозволило нам в узагальнюючому вигляді навести порівняльну характеристику основних типів дивідендної політики, а також визначити сферу їхнього застосування для відповідного типу корпорацій (табл. 1.3.1). Далі більш детально розглянемо моделі формування різних видів дивідендної політики з відповідними прикладами та поясненнями.

1. Політика стабільних дивідендів. Багато фінансових інвесторів прагнуть підтримувати стабільність або помірне зростання дивідендів, для того щоб уникнути значних коливань або непостійності в політиці виплат акціонерам. Керівники корпорацій негативно відносяться до нарощування дивідендів, якщо вони відчують, що в майбутнє му можливо скорочення доходів, тобто домінує прагнення до стабільності. Суть політики заключається в додержуванні щорічного розміру дивіденду на акцію та ніколи його не знижувати (рис.1.3.1). Існує декілька причин, які пояснюють негативне ставлення менеджерів до скорочення дивідендів. Перша причина пов'язана з наявністю значної кількості інвесторів, які очікують великої доходності своїх вкладень. Друга причина, за якою



Таблиця 1.3.1

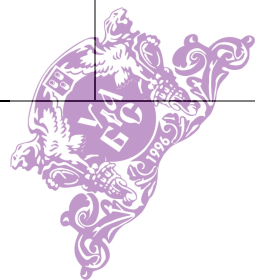
Характеристика основних типів дивідендної політики

Тип дивідендної політики	Особливості реалізації	Специфіка організації виплати дивідендів	Переваги даного типу дивідендної політики	Недоліки даного типу дивідендної політики	Компаніям якого типу рекомендується для переважного застосування
1	2	3	4	5	6
Залишкова дивідендна політика	<ul style="list-style-type: none"> • Першочергове урахування інвестиційних можливостей корпорації; • Обмеженість зовнішніх джерел фінансування; • Висока вартість альтернативних джерел фінансування 	Дивіденди сплачуються з прибутку, що залишається після формування фондів розвитку виробництва	<ul style="list-style-type: none"> • Забезпечення високих темпів розвитку підприємства; • Оптимізація бюджету капіталу; • Збільшення фінансової стійкості підприємства 	<ul style="list-style-type: none"> • Нестабільність та непередбаченість розмірів дивідендних виплат; • Відмова у їх сплаті дивідендів в періоди високої інвестиційної активності 	Використовується переважно новоствореними компаніями або компаніями з великим потенціалом зростання



Продовження табл. 1.3.1

1	2	3	4	5	6
Політика стабільних дивідендів	<ul style="list-style-type: none"> • Виплата стабільних розміром низьким рівнем дивідендів протягом певного часу; • Повільні темпи приросту прибутку; • Середня ризикованість діяльності компанії 	Фонд дивідендних виплат характеризується дотриманням постійної суми дивідендів на одну акцію	<ul style="list-style-type: none"> • Є привабливим для дрібних акціонерів внаслідок незмінності розміру поточного доходу; • Орієнтована на забезпечення стійкості котирування акцій на фондовому ринку 	<ul style="list-style-type: none"> • Слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства; Обмеження інвестиційної діяльності компанії у разі зниження обсягів прибутку 	Доцільно для стабільно працюючих компаній



State Higher Educational Institution
 "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"
 Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

Продовження табл. 1.3.1

1	2	3	4	5	6
Компромісна дивідендна політика	<ul style="list-style-type: none"> • Динаміка прибутку нестабільна; • Орієнтація на забезпечення мінімального стабільного розміру дивідендів надбавкою окремі періоди; • Політика суттєво не впливає на рівень інвестиційної активності 	<p>Розмір фонду дивідендних виплат фіксований за обсягом. Передбачається сплата екстра-дивіденду в залежності від ефективності роботи компанії</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Можливість впливати на забезпечення стабільної динаміки курсу акцій; • Стабільно гарантована виплата дивідендів у мінімально передбачуваному розмірі; • Високий зв'язок з фінансовими результатами діяльності компанії; • Політика забезпечує компанії фінансову гнучкість 	<ul style="list-style-type: none"> • Часта виплата екстра-дивідендів не є стимулюючим фактором у забезпеченні відповідного курсу акцій; • При тривалій виплаті мінімальних дивідендів падає інвестиційна привабливість компанії 	Використовується на підприємствах з нестабільним розміром прибутку



Продовження табл.1.3.1

1	2	3	4	5	6
Політика стабільного дивідендного виходу	<ul style="list-style-type: none"> • Стабільність суми отриманого прибутку, • Низька ризикованість діяльності компанії; • Стабільна курсова вартість акцій; • Забезпечення високої ліквідності діяльності 	Встановлення оптимального значення дивідендного виходу і дотримання його протягом певного періоду	<ul style="list-style-type: none"> • Простота формування; • Тісний зв'язок з розміром прибутку 	<ul style="list-style-type: none"> • Нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію; • Розбіжність у ринковій вартості акцій за окремими періодами; • Зміни в виплатах свідчать про високий рівень ризику господарської діяльності 	Застосовують лише конкурентноспроможні компанії, які отримують стабільний прибуток



менеджери не йдуть на скорочення дивідендів, полягає в тому, що інвестори можуть розглядати це скорочення як наслідок неефективної роботи корпорації, що веде до падіння курсу акції. Для компаній, що дотримуються практики стабільних дивідендів, несподіване скорочення або зріст дивідендів, як правило, відображається на котировках акцій.



Рис. 1.3.1. Динаміка розміру дивідендів на одну акцію при різних моделях дивідендної політики [6, с. 449]

Політика стабільних дивідендів означає низький ризик інвестування і невисоку очікувану прибутковість. Акції товариств, що дотримуються такої політики, високоліквідні, тому що мають постійний попит на них з боку фінансових компаній (страхових компаній, пенсійних фондів). Така політика, з одного боку, в якійсь мірі гарантує заздалегідь певний мінімальний рівень доходу, а з іншого боку - заохочує власників у разі успішної роботи акціонерного товариства або відсутності необхідності розширення діяльності.



В табл. 1.3.2 ми використовуємо дані про розміри прибутку на акцію (EPS), дивіденду на акцію (DPS) компанії First Chicago Corporation у якості прикладу політики стабільності дивідендів [146, сс. 335-336].

Таблиця 1.3.2

Динаміка розмірів прибутку на акцію (EPS) та дивіденду на акцію (DPS) корпорації First Chicago Corporation при застосуванні політики стабільних дивідендів протягом 1978-1982 рр.

Показники	Роки				
	1978	1979	1980	1981	1982
EPS (дол.)	3,28	2,82	1,58	2,98	3,33
DPS (дол.)	1,05	1,15	1,20	1,20	1,20
Коефіцієнт виплати дивідендів, %	32,10	40,78	75,95	40,27	36,04
Середньогалузевий коефіцієнт виплати дивідендів, %	33,51	33,62	33,45	33,96	37,15

У 1979, 1980 і у 1981 роках чистий прибуток First Chicago Corporation був невисоким, але корпорація не тільки підтримувала стабільність дивідендів, але й збільшила їх на 4% за період 1979-1980 роки: з 1,15 до 1,20 дол. на акцію. У 1980 році коефіцієнт виплати дивідендів склав 75,9 %, що вдвічі більше, ніж в середньому по галузі, і такі виплати не могли не скоротити інвестиційні фонди корпорації. Але в 1981 році прибуток збільшився до 2,98 дол., тобто на 88% у порівнянні з 1,58 дол. на акцію в 1980 році. Знову був сплачений дивіденд у розмірі 1,20 дол., а коефіцієнт виплати дивідендів склав 40,27%. Ці данні свідчать про те, що в First Chicago Corporation дуже виважено відносяться до підтримання стабільності дивідендів, а також готові відмовитись від фінансування за рахунок власних коштів.

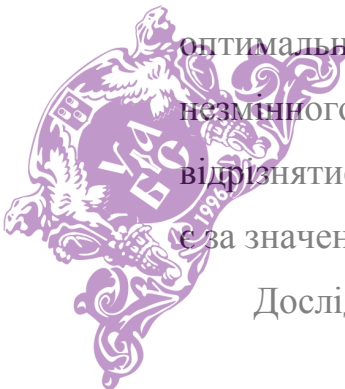


Прикладом застосування політики стабільних дивідендних виплат можуть послужити компанії, показники яких наведені в Додатку В. Компанії Duke Power та Philadelphia Electric є повільно зростаючими, з великими виплатами, а компанії Capital Cities/ABC та Delta Air Lines є швидко зростаючими, з малими виплатами. Слід звернути увагу, наскільки дивіденди більш стабільні, ніж прибутки та витрати. Але в умовах постійних збитків дуже важко зберегти стабільність дивідендів.

Перевагою цієї політики є її надійність, яка надає почуття впевненості у акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин, визначає стійкість котирування акцій на фондовому ринку. Недоліком цієї політики є її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства, у зв'язку з чим в періоди неблагоприємної кон'юнктури і низького розміру прибутку інвестиційна діяльність може бути вкрай обмежена. Для того, щоб запобігти цих негативних наслідків стабільний розмір дивідендних виплат встановлюється, як правило, на відносно низькому рівні.

2. Політика стабільного дивідендного виходу. Корпорації можуть встановлювати оптимальне значення дивідендного виходу і дотримувати його. Але тому, що величина чистого прибутку варіюється по роках, то грошове вираження дивідендних виплат теж буде різним. Коливання дивідендів можуть викликати падіння цін акцій. У чистому вигляді політика фіксованого дивідендного виходу не максимізує ціну акції. На практиці в перші роки свого існування корпорація використовує залишкову дивідендну політику, потім з урахуванням впливу різних факторів встановлює оптимальне значення дивідендного виходу, але не дотримується його як незмінного орієнтира. В конкретні роки дивідендний вихід може відрізнятись від оптимального, але в середньому протягом певного періоду є за значенням близьким до оптимального.

Дослідження дивідендної політики американських корпорацій у



середині 50-х років дозволило Джонові Лінтнеру сформулювати основні принципи дивідендної політики, заснованої на сталості дивідендного виходу [139, с.251]:

1) менеджери корпорацій мають цільове (оптимальне) значення дивідендного виходу, з обліком якого будують політику конкретних виплат;

2) існує певний лаг між відповідною реакцією дивідендів на зміну прибутку. Збільшення прибутку в рік t на 20% не призводить до автоматичного збільшення дивідендів на 20% за цей рік. На розмір дивіденду впливають загальні зміни в розмірі прибутку за минулі роки і перспективи зростання. Зниження дивідендів небажано;

3) самі складні рішення - це рішення по зміні дивідендної політики. Менеджери не схильні змінювати дивідендну політику через побоювання неможливості дотримання її протягом тривалого періоду часу. У дивідендній політиці має місце визначена інерційність. Зростання чистого прибутку завжди випереджає ріст дивідендів. Тільки якщо менеджери упевнені в отриманні більш високого прибутку, вони погоджуються на зміну дивідендної політики.

Лінтнер запропонував просту модель [139, с. 251], що підтверджує отримані висновки і дозволяє знайти оптимальне значення дивіденду при фіксації дивідендного виходу. Передбачається, що корпорація має оптимальне значення дивідендного виходу Ψ і прагне не змінювати його. Це означає, що дивіденд на акцію da у поточному році t дорівнює фіксованій частці від чистого прибутку πa року t :

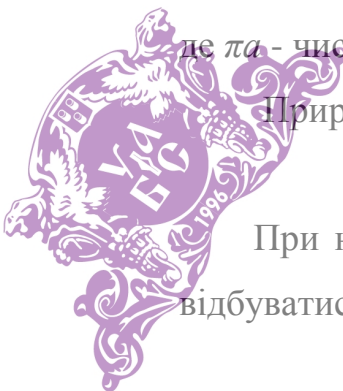
$$d = (\Psi)(\pi) \text{ і } da = (\Psi)(\pi a) , \quad (1.3.1)$$

де πa - чистий прибуток на акцію.

Приріст дивіденду дорівнює:

$$dat - (da_t - 1) = (\Psi(\pi at) - (da_t - 1) \quad (1.3.2)$$

При незмінності дивідендного виходу зміна дивіденду (приріст) буде відбуватися при зміні прибутку. Але зміна прибутку може мати тимчасовий



характер і не відбивати довгострокової тенденції росту. Корпорація буде збільшувати дивіденди тільки при впевненості в можливості і далі підтримувати зростання прибутку. Зменшення дивіденду на акцію небажано і, отже, за моделлю Лінтнера,

$$da_t - (da_t - 1) = (\Psi(\pi at) - (da_t - 1)) \geq 0. \quad (1.3.3)$$

Через цього менеджери встановлюють ріст дивідендів не в тій же пропорції як зростання прибутку:

$$da_t - (da_t - 1) = h(\Psi(\pi at) - (da_t - 1)), \quad (1.3.4)$$

де h - коефіцієнт дивідендного росту (в інтервалі від 0 до 1). Коефіцієнт h показує інерційний ефект зміни дивіденду при зміні прибутку. Для поточного року передбачається, що зміна прибутку на одну одиницю приведе до зміни дивіденду на Ψh одиниць. Ніж більш консервативна корпорація, тим нижче буде значення коефіцієнта h .

Виразивши дивіденд поточного року da_t одержуємо по моделі Лінтнера, що дивіденд даного року частково залежить від поточного чистого прибутку і частково від дивіденду минулого року:

$$da_t = h\Psi(\pi at) + (1 - h) da_{t-1}. \quad (1.3.5)$$

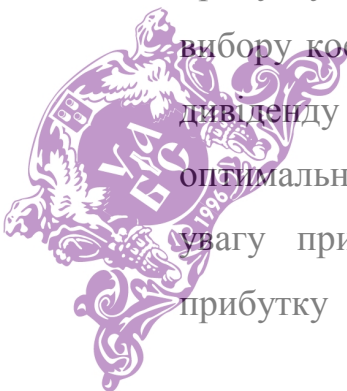
Відобразивши аналогічним образом дивіденд минулого року ($t-1$) і підставивши у вираження для року t (як запропоноване Брелі), одержуємо:

$$da_t = h\Psi(\pi at) - h\Psi(1 - h) + (1 - h)^2 da_{t-2},$$

$$\text{і, отже, } da_t = h\Psi(\pi at) + (1 - h)(\pi at - 1) + (1 - h)^2(\pi at - 2) + \dots$$

$$\dots + (1 - h)^n(\pi at - 1) + \dots \quad (1.3.6)$$

Таким чином, на поточне значення дивіденду впливає динаміка прибутку минулих років. Ступінь впливу різних періодів залежить від вибору коефіцієнта h . Якщо $h = 1$, то негайна і тривала відповідні реакції дивіденду на зміну прибутку рівні і реальний дивідендний вихід відповідає оптимальному. Якщо значення h близько до нуля, то корпорація більшу увагу приділяє обліку тривалої відповідної реакції. Якщо величина прибутку зберігається на новому рівні (немає падіння прибутку за



розглянути n років), то дивідендний вихід є оптимальним:

$$da_t = h\Psi(\pi at) (1 + (1 - h) + (1 - h)^2 + \dots + (1 - h)^n), \text{ при } h > 0; \quad (1.3.7)$$

$$da_t = h\Psi(\pi at), \text{ тому що } (1 + (1 - h) + (1 - h)^2 + \dots + (1 - h)^n + \dots) = 1/h \dots \quad (1.3.8)$$

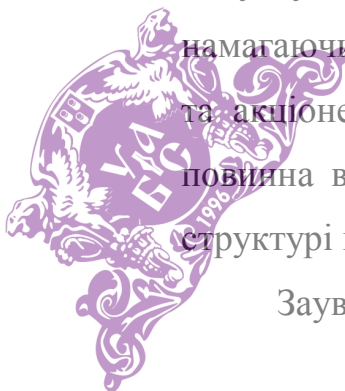
3. Залишкова дивідендна політика. Серед усіх моделей дивідендної політики, які розглядаються вітчизняними та зарубіжними науковцями, на особливу заслугує даний тип дивідендної політики. Його привабливість полягає в тому, що він максимально (у порівнянні з іншими моделями проведення виплат дивідендів) враховує інвестиційні можливості акціонерного товариства.

У наукових виданнях наводиться таке визначення вищезазначеного принципу: “Принцип залишкового дивіденду – політика, відповідно до якої компанія виплачує дивіденди тільки після задоволення своїх інвестиційних потреб, при цьому намагається підтримувати відповідне співвідношення між боргом та акціонерним капіталом”. Використання принципу залишкового дивіденду вимагає від менеджерів вміння враховувати багато факторів, серед яких є такі, що лежать за межами впливу і є досить непередбачуваними [135, с. 20].

Можна виділити наступні етапи реалізації принципу залишкового дивіденду.

Перший етап – встановлення суми коштів, які компанія може генерувати без продажу акцій нового випуску. Після цього дії менеджерів компаній, які мають у структурі капіталу борг, дещо відрізняються від поведінки менеджерів компаній, які формують капітал лише за рахунок випуску акцій. Перші з них повинні враховувати дію фінансового важеля, намагаючись зберегти при цьому встановлене співвідношення між боргом та акціонерним капіталом. Для того, щоб виконати цю умову, компанія повинна випускати нові облігації у розмірі, який відповідає оптимальній структурі капіталу.

Зауважимо, що в окремих джерелах використовується не показник



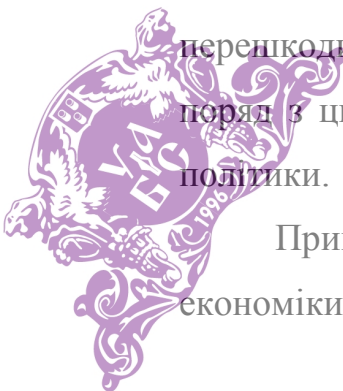
співвідношення між боргом та акціонерним капіталом, а показник частки боргу в загальному капіталі акціонерного товариства (показник D/V). Для тих менеджерів, компанії яких не мають у структурі капіталу боргу, процедура визначення буде ще простішою: весь отриманий компанією прибуток і становитиме очікувані надходження капіталу, а використання боргових інструментів порушить співвідношення між показниками, що склалися на цьому етапі.

Другий етап – порівняння потреб корпорації для впровадження запланованих проектів з очікуваною величиною їх надходження, розрахованою на першому етапі та прийняття рішення про виплату дивідендів та їх розмір. У разі, якщо очікуваних надходжень недостатньо для покриття інвестиційних витрат, корпорація не виплачуватиме дивіденди зовсім. У цьому разі підприємство буде змушене звернутися на фінансовий ринок країни для покриття дефіциту коштів.

Виплата дивідендів є можливою лише тоді, коли потреба у коштах для реалізації інвестиційних проектів буде меншою за потенційні надходження. Якщо у структурі капіталу акціонерного товариства немає боргу, то акціонери можуть розраховувати на дивіденди лише тоді, коли інвестиційні потреби будуть меншими від прибутку. Наявність боргу робить можливою ситуацію, коли виплати відбуваються навіть у разі перевищення потреб в інвестиційних ресурсах над надходженнями з внутрішніх джерел. Чим вище коефіцієнт боргу компанії, тим більше за розміром дивіденди можуть отримати акціонерні фірми.

В сучасних вітчизняних економічних умовах існують значні перешкоди на шляху до реалізації принципу залишкового дивіденду, однак поряд з цим є й позитивні моменти використання саме такої дивідендної політики.

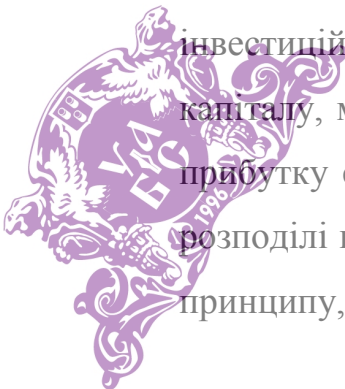
Привабливість принципу залишкового дивіденду на сучасному етапі економіки України полягає, насамперед, у його максимальній орієнтації на



задоволення інвестиційних потреб акціонерного товариства. Відсутність вільних грошових ресурсів на вітчизняному фінансовому ринку, об'єктивні проблеми їх ефективного залучення та висока вартість роблять внутрішні джерела надходження значно привабливішими у порівнянні із зовнішніми.

Але й перепони є досить вагомими [135]. По-перше, ніяким чином не сприяє використанню залишкової дивідендної політики розвиток вітчизняного фінансового ринку, особливо ринку корпоративних облігацій. Більшість акціонерних товариств не мають у структурі капіталу боргу, тому говорити про її оптимізацію не можна — не використовуються головні переваги боргового капіталу. Поряд із цим навіть наявність такого капіталу породжує низку проблем іншого плану. Адже для збереження оптимальної структури капіталу під час використання залишкової дивідендної політики потрібно буде випускати нові облігації. В умовах нестійкого неефективного ринку корпоративних боргових цінних паперів вимоги до такого випуску з боку потенційних покупців можуть значно відрізнятись від тих, які характерні попередній емісії облігацій. По-друге, на рішення про виплату дивідендів значним чином впливає структура акціонерного капіталу підприємства. Об'єктивні причини зумовили ситуацію, коли основна маса акціонерів орієнтується на зростання поточних доходів від володіння акціями, а не на майбутнє зростання чи то курсової вартості, чи то дивідендних виплат. По-третє, відсутність вторинного ринку акцій унеможливило встановлення чіткого зв'язку між дивідендною політикою підприємства та його ринковою оцінкою.

У разі, якщо акціонерне товариство не має привабливих інвестиційних проектів або їх доходність не покриває витрат на залучення капіталу, менеджери повинні прийняти рішення відносно розподілу всього прибутку серед власників акцій з дотриманням наведених принципів. При розподілі прибутку на інвестиції та дивіденди потрібно дотримуватися того принципу, що акціонерне товариство повинно забезпечити своїм



акціонерам доходність, що перевищує ту, яку можуть отримати інвестори, самостійно здійснюючи інвестиції в активи з рівнем ризику, який відповідає рівню ризику активів фірми.

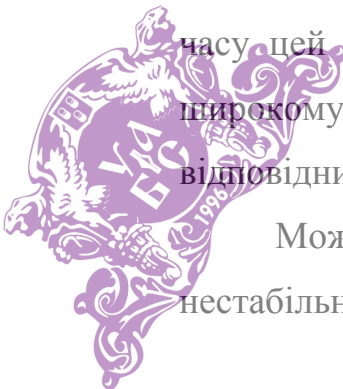
4. На практиці багато компаній схильні до того, що по суті, є компромісною дивідендною політикою. Використання такої політики засновано на реалізації п'яти цілей:

- 1) уникання скорочення проектів з позитивною чистою поточною вартістю для виплати дивідендів;
- 2) уникання скорочення суми дивідендів;
- 3) уникання необхідності продавати акції;
- 4) підтримка відношення боргу до акціонерного капіталу;
- 5) підтримка запланованого рівня дивідендних виплат.

Данні цілі розташовані за ступенем їх важливості. У відповідності з принципом компромісного дивіденду відношення боргу до акціонерного капіталу розглядається у якості довгострокової цілі. Воно може змінюватися за короткий проміжок часу, якщо необхідно запобігти скороченню дивіденду або продажу акцій.

Компромісну дивідендну політику застосовують фінансові менеджери, які схильні відноситись до дивідендів як частини доходу компанії і які вважають, що інвестори мають право отримувати “справедливу” частину доходу корпорації. Ця частина є довгостроковим запланованим рівнем виплат і частиною прибутку, яку компанія збирається при звичайних обставинах виплатити у вигляді дивідендів. Це розглядається у якості довгострокової цілі, так що на короткий інтервал часу цей показник при необхідності може змінюватися. В результаті, у широкому часовому масштабі, зростання прибутку супроводжується відповідним збільшенням дивідендів, але тільки з відривом у часі.

Можна звести до мінімуму труднощі, що зв'язані з дивідендною нестабільністю, шляхом створення двох видів дивідендів: регулярних і



додаткових. Для компаній, що застосовують компромісну дивідендну політику, регулярні дивіденди складатимуть відносно малу частину постійного прибутку, так що дотримувати рівень їх виплат буде легко. Додаткові дивіденди будуть сплачуватися тоді, коли збільшення прибутку буде визначатися як тимчасове явище.

Перевагою цієї політики є стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімальному розмірі при високому зв'язку з фінансовими результатами діяльності корпорації, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів в періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає найбільший ефект на підприємствах з несталим в динаміці розміром формування прибутку. Основний недолік цієї політики полягає в тому, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується і відповідно падає їх ринкова вартість.

Слід зазначити, що аналіз відповідного типу дивідендної політики можна проводити на основі використання основних показників ринкової активності компанії. Нагадаємо, що даний підхід вже застосовувався нами в процесі дослідження впливу дивідендної політики на ринкову вартість корпорації, що був проведений в п.1.2. При цьому нами було використані такі відомі показники як прибуток на акцію (EPS), "кратне прибутку" (P/E), дивіденд на акцію (DPS), дивідендний вихід (Div/E, %), дивідендна доходність (Div/P,%). Зауважимо, що коригування багатьма корпораціями своєї поточної дивідендної політики відбувається саме на основі застосування цих показників.

Так, наприклад, деякі з відомих світових компаній прагнуть забезпечити постійне відношення розміру дивідендів до чистого прибутку ($Div/E = const$). Суттєвим недоліком обраної стратегії є досить жорстка орієнтація на такий стабільний показник як чистий прибуток. В разі погіршення кон'юнктури скорочення розміру дивідендів негативно

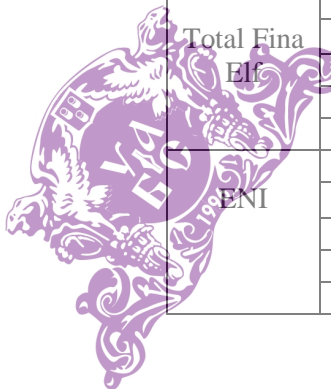


позначається на вартості акцій. Іншим недоліком даної політики є неспроможність впливу на грошові потоки. Дані наведені в табл. 1.3.3 свідчать, що для впливових американських корпорацій рівень показника Div/E складав в 2000 році приблизно 30-40%, що на думку спеціалістів є мінімальним з 1957 року. В середньому значення коефіцієнту Div/E знаходиться на рівні приблизно 51%, але це співвідношення не є основним при формуванні довгострокової дивідендної політики.

Таблиця 1.3.3

Використання основних показників ринкової активності компаній для аналізу відповідного типу дивідендної політики корпорацій

Компанія	Коефіцієнт	1994р.	1995р.	1996р.	1997р.	1998р.	1999р.	2000р.	Середнє за роками
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Exxon Mobil	P/E	15	15,7	16,4	18,2	28,3	35,8	16,7	20,87
	E.P.S.	2,03	2,58	2,99	3,37	2,58	2,25	5,04	2,98
	D.P.S.	1,46	1,5	1,96	1,63	1,64	1,67	1,76	1,66
	Div/E, %	71,92	58,14	65,55	48,37	63,57	74,22	34,92	59,53
	Div/P, %	4,79	3,70	4,00	2,66	2,25	2,07	2,09	3,08
RD	P/E	24,3	28,7	26,8	39,3	342	41,8	17,7	74,37
	E.P.S.	1,11	1,23	1,59	1,38	0,14	1,45	3,41	1,47
	D.P.S.	1,03	0,66	1,45	0,64	1,48	1,45	1,37	1,15
	Div/E, %	92,79	53,66	91,19	46,38	NC	100	40,18	70,70
	Div/P, %	3,82	1,87	3,40	1,18	3,09	2,39	2,27	2,57
Shell	P/E	22,2	24,9	24,0	47,6	743,8	23,7	17	129,03
	E.P.S.	0,98	1,09	1,42	0,92	0,05	2,07	2,94	1,35
	D.P.S.	0,83	0,54	1,23	0,91	0,52	1,42	1,44	0,98
	Div/E, %	84,69	49,54	86,62	96,91	NC	68,6	48,98	72,89
	Div/P, %	3,82	1,99	3,61	2,08	1,40	2,89	2,88	2,67
BP Amoco	P/E	14,7	27,2	15,1	18,7	44,5	38,5	16	24,96
	E.P.S.	1,36	0,94	2,34	2,13	1,02	1,54	3,32	1,81
	D.P.S.	0,44	0,68	0,66	0	0	1,38	1,32	0,64
	Div/E, %	32,35	72,34	28,21	0	0	89,61	40,99	37,64
	Div/P, %	2,20	2,66	1,87	0,00	0,00	2,33	2,48	1,65
Chevron	P/E	17,2	36,6	16,3	15,6	40,7	27,6	10,4	23,49
	E.P.S.	2,59	1,43	3,98	4,95	2,04	3,14	7,97	3,73
	D.P.S.	1,85	1,93	2,08	2,28	2,44	2,48	2,6	2,24
	Div/E, %	71,43	134,97	52,26	46,06	119,61	78,98	32,62	76,56
	Div/P, %	4,15	3,69	3,21	2,95	2,84	2,86	3,14	3,28
Total Fina Elf	P/E	21,5	34,7	17,7	21,6	23,5	31,8	19,4	24,31
	E.P.S.	1,37	0,98	2,27	2,58	2,12	2,18	3,78	2,18
	D.P.S.	0,51	0,61	0,64	0	0	0,88	0,88	0,50
	Div/E, %	37,23	62,24	28,19	0	0	40,37	23,28	27,33
	Div/P, %	1,73	1,79	1,59	0,00	0,00	1,27	1,20	1,08
ENI	P/E	NA	10	14,1	15,8	19,9	15,4	12,5	14,62
	E.P.S.	NA	3,41	3,66	3,62	3,41	3,59	5,18	3,81
	D.P.S.	NA	0	1,36	1,42	1,57	1,59	1,59	1,26
	Div/E, %	NA	0	37,16	39,23	46,04	44,29	30,69	32,90
	Div/P, %	NA	0,00	2,64	2,48	2,31	2,88	2,46	2,13



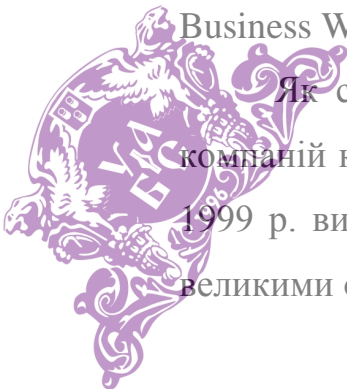
Продовження табл. 1.3.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Texaco	P/E	17,4	30,7	13,3	11,2	51	25,4	13,2	23,17
	E.P.S.	1,59	1,28	3,68	4,87	1,04	2,14	4,65	2,75
	D.P.S.	1,6	1,6	1,65	1,75	1,8	1,8	1,8	1,71
	Div/E, %	100,6	125,0	44,8	35,83	173,08	84,11	38,71	86,04
	Div/P, %	5,78	4,07	3,37	3,21	3,39	3,31	2,93	3,72
Repsol	P/E	11,1	11,0	12,7	15,4	16,1	21,1	9,3	13,81
	E.P.S.	0,82	1,00	1	0,92	1,13	1,1	1,86	1,12
	D.P.S.	0,21	0,28	0,4	0,44	0,44	0,48	0,41	0,38
	Div/E, %	25,61	28,00	40	47,83	38,94	43,64	22,04	35,15
	Div/P, %	2,31	2,55	3,15	3,11	2,42	2,07	2,37	2,57
Philips Petroleum	P/E	17,8	19,2	9	13,5	46,8	19,7	8,1	19,16
	E.P.S.	1,84	1,78	4,91	3,61	0,91	2,39	7,26	3,24
	D.P.S.	1,12	1,20	1,25	1,34	1,36	1,36	1,36	1,28
	Div/E, %	60,87	67,42	25,46	37,12	149,45	56,9	18,73	59,42
	Div/P, %	3,42	3,51	2,83	2,75	3,19	2,89	2,31	2,99
Середнє за компаніями	P/E	17,91	23,87	16,54	21,69	135,66	28,08	14,03	36,83
	E.P.S.	1,52	1,57	2,78	2,84	1,44	2,19	4,54	2,41
	D.P.S.	1,01	0,90	1,17	1,04	1,13	1,45	1,45	1,18
	Div/E, %	64,17	65,13	49,95	39,98	74	68,07	33,11	56,32
	Div/P, %	3,56	2,58	2,97	2,04	2,10	2,50	2,41	2,59

Іншим показником, що використовується при формуванні дивідендної політики, є коефіцієнт дивідендного доходу (Div/P). Максимального значення цього показника (5-6%) було зафіксовано для американських компаній наприкінці 70-х років. Протягом 90-х років середній розмір дивідендного доходу дещо змінився і знаходився на рівні 2-3%, а мінімально середнього значення (1,15 %) він досяг у 2000 році. За даними табл. 1.3.3 рівень цього показника для таких компаній як Exxon Mobil, Shell, Chevron становив відповідно 2,09 %, 2,88 % та 3,14 %. На думку фахівців цей показник суттєво не впливає на оцінку дивідендної політики.

Значення коефіцієнту дивідендної доходності для корпорацій з найбільшими обсягами капіталізації, що входять до переліку компаній “The Business Week Global 1000”, наведено нами в Додатку Е.

Як свідчать наведені дані, дивідендна доходність більшої кількості компаній коливається в межах від 1-3%. Найбільш високий цей показник в 1999 р. виявився для корпорації British Still і склав 7,6%. Для компаній з великими обсягами ринкової капіталізації таких як Sony, McDonalds, Nokia,



Toyota Motor даний показник, як правило, не перевищує 0,5-0,7%.

В Додатку Е наведено значення показника дивідендної доходності для окремих корпорацій країн з нестійкою економікою, які входять до рейтингу “The Top 200 Emerging-Market Companies”. Слід зазначити, що рівень дивідендної доходності за акціями таких корпорацій значно вищий і коливається від 11-14% до 0,1-1,0%.

Найбільш поширеною серед західних корпорацій є політика постійного значення дивідендів на акцію ($DPS = const$) внаслідок її привабливості серед широкого кола інвесторів, простоти. Як свідчать наведені дані, західні нафтові компанії щорічно сплачують на акцію в середньому 1-3 дол. дивідендів.

Більш детально особливості формування дивідендної політики українськими компаніями з урахуванням специфіки національної корпоративної моделі, галузевої приналежності підприємства, стадії його життєвого циклу, рівня конкурентоспроможності буде розглянуто нами в наступному розділі в п. 2.3. Разом з тим, урахування вищезгаданих переваг та недоліків кожного типу дивідендної політики необхідно для прийняття виважених рішень не лише в процесі визначення основних факторів, що формуватимуть дивідендну політику, але й для збільшення ринкової вартості фірми та забезпечення необхідного доходу його акціонерам.

1.4. Основні форми дивідендних виплат: специфіка та методи їх застосування

Існують три основних підходи до формування дивідендної політики - “консервативний”, “компромісний”, “агресивний”. Кожному з цих підходів відповідає певна методика виплати дивідендів (табл. 1.4.1).



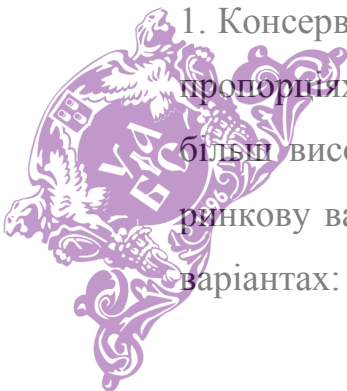
Таблиця 1.4.1

Характеристики методик дивідендних виплат

Назва методики	Основний принцип	Переваги методики	Недоліки методики	Примітки
1.Методика постійного процентного розподілу прибутку	Дотримання постійності показника “дивідендного виходу”	Простота	Зниження суми дивіденду на акцію (при зменшенні чистого прибутку) призводить до зниження курсу акції	Методика є досить розповсюдженою в практичній діяльності, незважаючи на застереження теоретиків
2.Методика фіксованих дивідендних виплат	Дотримання постійності суми дивіденду на акцію на протязі тривалого періоду незалежно від динаміки курсу акцій. Регулярність дивідендних виплат.	Простота. Згладжування коливань курсової вартості акцій.	У разі зниження прибутку, виплата фіксованих дивідендів погіршує ліквідність підприємства	-
3.Методика виплати гарантованого мінімуму та “Екстра” - дивідендів	Дотримання постійності регуляторних виплат фіксованих сум дивіденду. В залежності від ефективності роботи підприємства - виплата надзвичайного дивіденду “Екстра” як премії до фіксованої суми дивіденду.	Згладжування коливань курсової вартості акцій.	“Екстра” – дивіденд при частих виплатах стає очікуваним та перестає грати відповідну роль в підтримці курсу акцій	“Екстра” – дивіденди не повинні виплачуватися досить часто

Охарактеризуємо кожен з цих методик.

1. Консервативна політика припускає, що виплата дивідендів відбувається в пропорціях, що дозволяють задовольняти потреби виробничого розвитку і більш високими темпами нарощувати вартість чистих активів, а отже, - і ринкову вартість акцій. Проведення консервативної політики можливо в 2 варіантах:



- а) нарахування дивідендів по залишковій ознаці. У цьому випадку нарахування дивідендів відбувається тільки після того, як за рахунок прибутку сформований обсяг власних засобів, достатній для розвитку компанії в майбутньому періоді. Позитивним моментом такої політики є забезпечення високих темпів розвитку акціонерного товариства і підвищення його платоспроможності. Однак нестабільність розміру дивідендних виплат, що залежить не тільки від розмірів прибутку, але і від планів розвитку компанії, може відштовхнути деяких інвесторів. Така політика виплати дивідендів оптимальна на ранніх стадіях життєвого циклу компанії;
- б) підтримка стабільного співвідношення дивідендних виплат і прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, на основі встановлення довгострокового нормативу на частину прибутку, що споживається і капіталізується. Це дозволяє до деякої міри підвищити передбачуваність розмірів виплат дивідендів (але труднощі з прогнозом прибутку при цьому зберігаються), що важливе для деяких інвесторів, однак при необхідності нарощування капіталу стримує зростання компанії. Дана політика найбільш ефективна при стабільній ситуації на фінансовому ринку і при постійних (чи постійно зростаючих) доходах компанії.

2. Помірна (компромісна) політика нарахування дивідендів, — це політика, відповідно до якої компанія намагається дотримуватися балансу інтересів акціонерів, що очікують виплату дивідендів, і потреб підприємства в нарощуванні капіталу. Даний тип дивідендної політики також може реалізуватися в 2 напрямках:

- а) виплата постійних сум дивідендів. Істотно полегшує прогноз вартості акцій компанії і доходів для інвесторів, однак при відсутності прибутку може завдати шкоди емітенту, а при зростанні прибутку – викликати незадоволення акціонерів;



б) виплата стабільних сум дивідендів з надбавкою за певних умов. Дозволяє, з одного боку, у якомусь ступені гарантувати акціонерам заздалегідь відомий мінімальний рівень доходу, а з іншого, — заохочувати власників у випадку успішної роботи компанії чи відсутності необхідності розширення операцій.

3. Агресивна політика нарахування дивідендів – припускає нарахування максимально можливого розміру дивідендів. Варто врахувати, що різке зниження розмірів дивідендів може несприятливо відбитися на вартості акцій, “сигналізуючи” про погіршення її показників.

Майерс і Мейлаф (Myers and Mailuf, 1984) стверджують, що якщо менеджери мають інформацію, недоступну для акціонерів, таку, як дані про прибутковість розглянутих інвестиційних проєктів, то компанія повинна скорочувати дивідендні платежі, щоб накопити засоби для капіталовкладень. Це забезпечує керівництву велику свободу і гнучкість для фінансування прибуткових вкладень із власних засобів.

Майерс (1984) запропонував для пояснення політики виплати дивідендів теорію послідовності дій (pecking order theory).

З його погляду логіка фінансової політики така [146, с.355]:

1. Компанії віддають перевагу внутрішньому фінансуванню.
2. Компанії коректують плановий рівень дивідендів відповідно до інвестиційних можливостей. У силу інерційності плановий рівень дивідендних виплат тільки поступово адаптується до змін інвестиційних можливостей.
3. Результатом інерційності дивідендної політики і непередбачених змін прибутковості й інвестиційних можливостей виявляється те, що власні засоби компанії можуть виявитися більшими чи меншими за обсяги капіталовкладень. У першому випадку компанії приходится використовувати накопичений нерозподілений прибуток, а у другому - надлишкові засоби направляються у фонд нерозподіленого прибутку



для забезпечення потреб майбутніх інвестиційних проектів. Нерозподілений прибуток зберігається у формі портфеля високоліквідних цінних паперів.

4. У разі використання зовнішніх джерел фінансування, компанії здійснюють емісію найбільш безпечних і дешевих цінних паперів - облігацій. При такому підході виявляється взаємозв'язок рішень про дивіденди, інвестиції і джерела фінансування.

Лінтнер виділив три етапи підготовки рішення про сплату дивідендів [146, с. 334].

Етап 1. Порівняння величини дивідендів за минулі періоди з бажаним рівнем майбутніх дивідендів і визначення відхилення.

Етап 2. Припущення, що бажаний рівень дивіденду дорівнює

$$D_t^* = PE_t, \quad (1.4.1)$$

де P - довгостроковий коефіцієнт виплати дивідендів (long-run payout ratio);

E_t - прибуток за цей період.

Етап 3. Об'єднання результатів етапів 1 і 2, одержимо модель рішення про величину дивідендів:

$$D_t = D_{t-1} + \delta (D_t^* - D_{t-1}) \quad (1.4.2)$$

або

$$D_t = D_{t-1} + \delta (PE_t - D_{t-1}) \quad (1.4.3)$$

Використовуємо рівняння регресії, щоб рішити рівняння щодо коефіцієнта часткового коректування δ :

$$D_t = b_0 + b_1 E_t + b_2 D_{t-1} + e_t, \quad (1.4.4)$$

де $b_1 = P\delta$, а $b_2 = (1 - \delta)$. Визначивши значення b_1 і b_2 ми можемо обчислити значення δ і P :

$$\delta = 1 - b_2 \quad (1.4.5)$$

$$P = b_1 / (1 - b_2) \quad (1.4.6)$$



З цієї моделі варто зробити висновок, що компанії устанавлюють величину дивідендів у залежності від величини доходів. Можна також сказати, що зміни величини дивідендів відображають зміну доходів за ряд періодів.

Коефіцієнт δ можна трактувати і як середню швидкість адаптації. Можна інтерпретувати вираження $(1-\delta)$ як фактор безпеки, за допомогою якого менеджери уникають такого збільшення дивідендів, що вони в майбутньому не зможуть підтримати.

Рівняння (1.4.4) показує не абсолютну величину дивідендів, а зміну їх у часі. Це дозволяє з його допомогою аналізувати зміни політики виплати дивідендів. Модель Лінтнера встановлює зв'язок між рівнем дивідендних виплат поточного року залежно від показників прибутку на акцію (EPS) та рівнем дивідендних виплат у попередньому році (DPS_{t-1}) і використовується великими корпораціями для планування дивідендної політики. Вона відома як модель часткової адаптації величини дивідендів. На прикладі Bank of America Corporation зясуємо особливості її застосування. Річні показники прибутку на акцію (EPS) і дивіденду на акцію (DPS) для Bank of America за 1966-1986 роки наведені в табл. 1.4.2 і використовуються для обчислення наступної моделі [146, с.348]:

$$D_{j,t} = b_0 + b_1 E_{j,t} + b_2 D_{j,t-1} + e_{j,t}, \quad (1.4.7)$$

де $D_{j,t}, D_{j,t-1}$ - DPS для компанії j за періоди t і $t-1$ відповідно;

$E_{j,t}$ - EPS для компанії j за період t ;

b_0, b_1, b_2 - коефіцієнти регресії;

$e_{j,t}$ - коригуючий коефіцієнт.



Таблиця 1.4.2

Використання моделі часткової адаптації величини дивідендів для
 планування дивідендної політики корпорації
 (на прикладі Bank of America Corporation) [146, с. 348]

Рік	EPS_t	DPS_t	DPS_{t-1}	DPS_{t-2}
1966	0,839	0,417	-	-
1967	0,964	0,458	0,417	-
1968	1,039	0,458	0,458	0,417
1969	1,109	0,550	0,458	0,458
1970	1,192	0,550	0,550	0,458
1971	1,329	0,550	0,550	0,550
1972	1,396	0,570	0,550	0,550
1973	1,605	0,625	0,570	0,550
1974	1,861	0,700	0,625	0,570
1975	2,195	0,740	0,700	0,625
1976	2,410	0,790	0,740	0,700
1977	2,720	0,870	0,790	0,740
1978	3,410	1,020	0,870	0,790
1979	4,100	1,265	1,020	0,870
1980	4,380	1,410	1,265	1,020
1981	3,020	1,500	1,410	1,265
1982	3,030	1,520	1,500	1,410
1983	2,180	1,520	1,520	1,500
1984	1,770	1,520	1,520	1,520
1985	2,680	1,160	1,520	1,520
1986	3,740	0,000	1,160	1,520

Для проведення аналізу здійснюємо регресію D_t відносно E_t і D_{t-1} . В результаті отримаємо:

$$\bar{R}^2 = 0,9039$$

$$D_{j,t} = 0,0947 + 0,1290E_{j,t} + 0,8452D_{j,t-1} \quad (1.4.8)$$

(7,8741) (10,9479)

Наведена в дужках t-статистика показує, що отримані значення b_1 і b_2 відмінні від нуля з імовірністю 95%. Розраховуємо значення коефіцієнта часткового корегування (δ) довгострокового коефіцієнту виплати дивідендів (P):



$$\delta = 1 - 0,8452 = 0,1548;$$

$$P = 0,12901(1 - 0,8452) = 83,33\%.$$

Коефіцієнт часткового коригування показує, з якою швидкістю компанія досягає цільового значення рівня дивідендних виплат.

Значення коефіцієнта часткового коригування $\delta = 0,1548$ означає, що Bank of America за кожний платіжний період наближає рівень дивідендних платежів до планового значення на 15,48%.

Лі Ченг з співавторами узагальнили модель часткового коригування, що виражена рівнянням (1.4.7) [146, сс. 348-349]:

$$D_{j,t} = b_0 + b_1 E_{j,t} + b_2 D_{j,t-1} + b_3 D_{j,t-2} + e_j \quad (1.4.9)$$

результати розрахунку за цією формулою наступні:

$$\bar{R}^2 = 0,9400;$$

$$D_{j,t} = -0,0295 + 0,0616 E_{j,t} + 0,2332 D_{j,t-1} - 1,3979 D_{j,t-2} \quad (1.4.10)$$

(2,5838) (5,4756) (-3,4124)

Включення до формули значень дивіденду з лагом у два роки підвищує прогнозу цінність моделі. Це видно з того, що в першому випадку значення \bar{R}^2 дорівнювало 90%, а у другому – 94%.

Слід підкреслити, що роботи Лінтнера привернули увагу до ідеї про те, що дивідендна політика служить цілям інформування інвесторів. Більшість фінансових менеджерів прагнуть підтримувати стабільність або помірне зростання дивідендів, щоб уникнути значних коливань чи мінливості в політиці виплат акціонерам. Керівники корпорацій не люблять нарощувати дивіденди, якщо вони почувають, що в майбутньому можливе скорочення доходів, тобто домінує прагнення до стабільності.

Існує цілий ряд причин, що пояснюють неприйняття скорочення дивідендів [146, с.225]. Перша причина пов'язана з наявністю безлічі інвесторів, що очікують великої прибутковості своїх вкладень. Модільяні і Міллер (1961) затверджували, що ці приватні й інституціональні інвестори можуть не



хвилюються відносно рівня дивідендних виплат, оскільки вони завжди можуть продати частину своїх портфелів цінних паперів, щоб одержати потрібну їм готівку. На жаль, на реально існуючих ринках капіталу інвестор, що стане дотримуватися цих рекомендацій, повинен буде понести значні трансакційні витрати, у тому числі на оплату брокерських послуг. А якщо врахувати час, що потрібний для вирішення, коли і які цінні папери варто продати, то інвестор може понести значні збитки в очікуванні дивідендів.

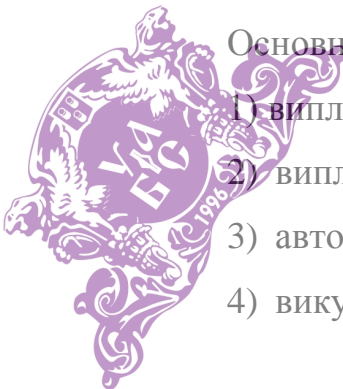
Друга причина, з якої менеджери не люблять йти на скорочення дивідендів, полягає у тому, що інвестори можуть розглядати це як ознаку серйозних проблем і труднощів, що веде до зниження рівня інвестиційної привабливості корпорації і позначається на поточному курсі її акцій.

Третя причина полягає в існуванні законного списку (legallist). Це затверджуваний урядом список корпорацій, цінні папери яких дозволено купувати фінансовим установам, що користаються державною підтримкою. Існує два критерії включення корпорацій у законний список цінних паперів: 1) тривалий досвід стійких дивідендних виплат; 2) відсутність скорочення рівня дивідендів. Тому компанії, що допустили зменшення рівня дивідендів чи відмовилися від виплати дивідендів, ризикують тим, що їх викреслять зі списку компаній, папери яких можна купувати великим інституціональним інвесторам.

Більш детальний розгляд специфіки видів і форм дивідендів обумовлює необхідність їх детальної класифікації за основними ознаками, що в узагальненому вигляді представлена нами на рис. 1.4.1.

Основними формами виплати дивідендів є (табл. 1.4.3):

- 1) виплата дивідендів готівкою;
- 2) виплата дивідендів акціями;
- 3) автоматичне реінвестування;
- 4) викуп акцій компанією.



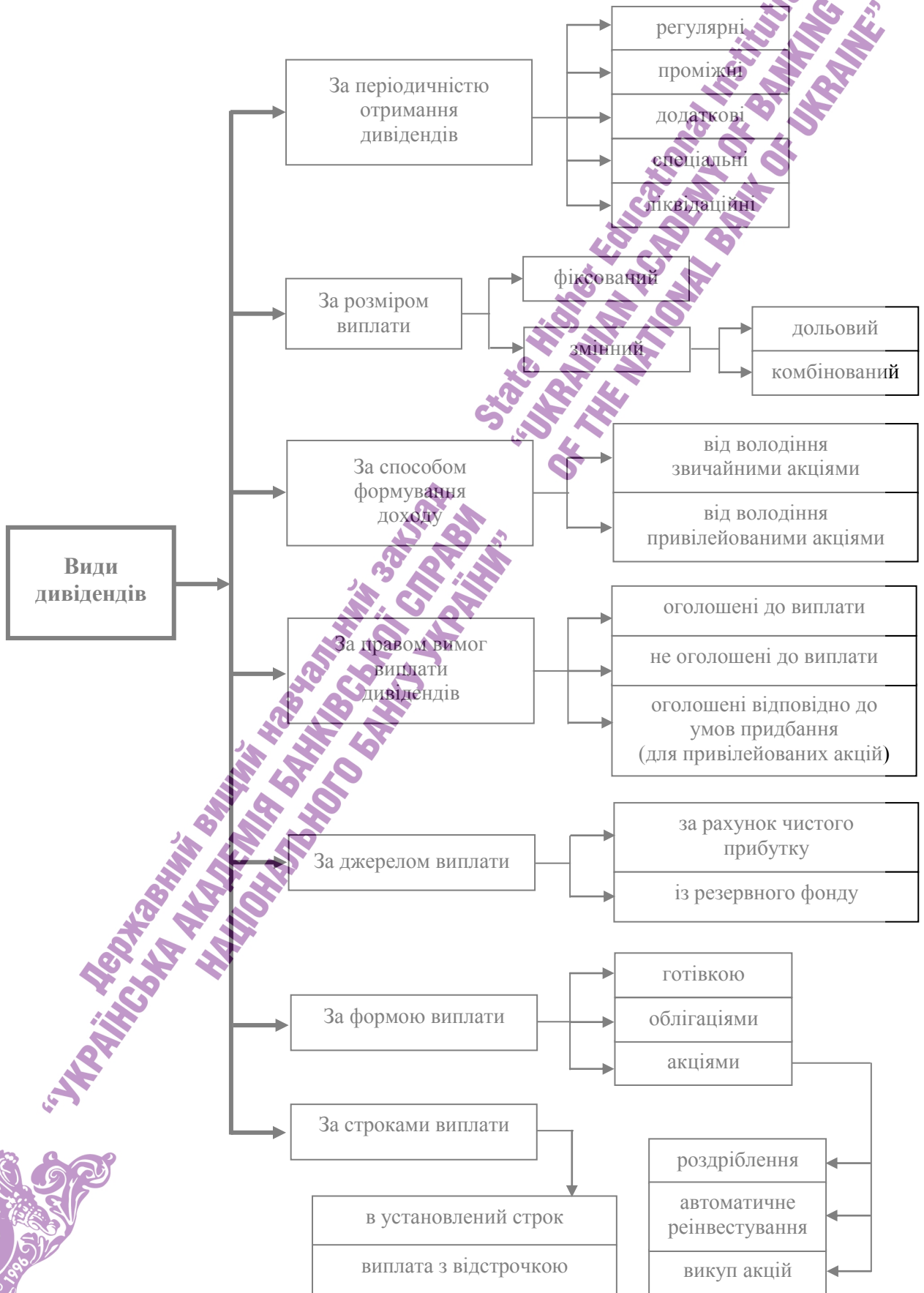


Рис. 1.4.1. Класифікація дивідендів за основними ознаками



1. Виплата дивідендів готівкою є найбільш простою і розповсюдженою формою здійснення дивідендних виплат. Основними формами дивідендів, що сплачуються готівкою, є:

- 1) регулярні дивіденди у формі готівки;
- 2) додаткові дивіденди;
- 3) спеціальні дивіденди;
- 4) ліквідаційні дивіденди.

Регулярний дивіденд у формі готівки – це виплати готівкою, які здійснює компанія своїм власникам у якості звичайного способу дій.

Іноді компанії платять регулярні дивіденди у формі готівки та додаткові дивіденди у формі готівки. Додатковий дивіденд може повторюватися, а може не повторюватися ніколи. Спеціальний дивіденд - поняття суміжне, але в даному випадку виплата є разовою і більше не повториться ніколи. Ліквідаційний дивіденд як правило вказує на те, що якась частина підприємства була ліквідована, тобто продана.

Дивіденд у формі готівки зменшує загальну кількість корпоративної готівки і нерозподіленого прибутку, за винятком ліквідаційного дивіденду (де може зменшуватися розмір сплаченої частини акціонерного капіталу).

2. Виплата дивідендів акціями передбачає надання акціонерам знову емітовані акції на суму дивідендних виплат. Вона представляє інтерес для акціонерів, менталітет яких орієнтований на зростання капіталу у майбутньому періоді.

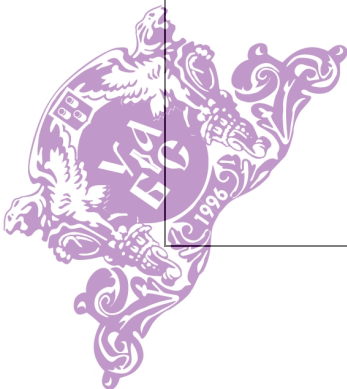
Акціонери, які віддають перевагу поточному доходу, можуть продати в цих цілях додаткові акції на ринку.

Причини виплати дивідендів акціями:



Порівняльна характеристика різних форм дивідендних виплат

Форми виплати дивідендів	Основні переваги	Основні недоліки
Виплата дивідендів готівкою	Найбільш проста і розповсюджена форма здійснення дивідендних виплат.	Виникає подвійне оподаткування дивідендів. Спочатку податок з прибутку сплачує корпорація, а потім акціонери сплачують особистий податок зі своїх доходів, а саме з дивідендів.
Виплата дивідендів акціями	Вона представляє інтерес акціонерів, менталітет орієнтований на зростання капіталу у майбутньому періоді. Акціонери, які віддають перевагу поточному доходу, можуть продати в цих цілях додаткові акції на ринку.	Зростають трансакційні витрати, а це знижує інтерес інвесторів і привабливість акцій. Зростання трансакційних витрат пов'язане зі збільшенням комісійних за послуги брокерів і зі збільшенням розриву між цінами попиту та пропозиції
Автоматичне реінвестування	Для корпорації головна перевага схеми автоматичного реінвестування полягає в тому, що вона або одержує постійне джерело нового акціонерного капіталу, або підтримує попит на акції на вторинному ринку. Для акціонера перевага схеми полягає в тому, що він одержує можливість негайно вкладати дивіденди і, таким чином, швидше збільшувати власний капітал.	Недолік схеми полягає в тому, що знижується здатність акціонерів до диверсифікації своїх портфелів цінних паперів.
Викуп акцій компанією	Викуп акцій розглядається як оборонна міра, якщо корпорації побоюються ворожого поглинання. Витративши на покупку акцій власні засоби компанії чи взявши для цього кредит, можна зменшити привабливість компанії як об'єкта поглинання. Крім того, таким чином, можна викупити акції у незадоволених акціонерів за вигідним курсом раніше, ніж вони одержать пропозицію від компанії, що планує поглинання.	Не враховуються інтереси міноритарних акціонерів, основною метою яких є отримання поточних доходів (дивідендів).



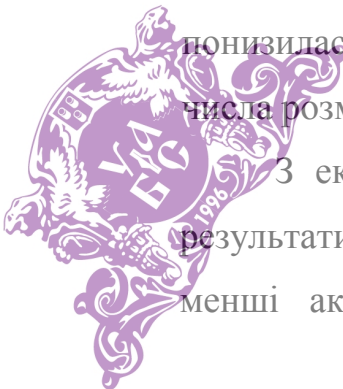
- підприємство має проблеми з готівкою, його фінансове положення не зовсім стійке і щоб уникнути незадоволення акціонерів рада директорів може запропонувати виплату дивідендів акціями;
- фінансове положення підприємства стійке, воно розвивається швидкими темпами, але підприємству необхідні засоби для розвитку і директорат звертається до додаткової емісії акцій;
- бажання змінити структуру джерел засобів, наділити успішно працюючий управлінський персонал акціями і таким чином стимулювати ще більш активну їх роботу.

Багато корпорацій практикують виплату дивідендів у формі акцій (stock dividend) чи роздроблення акцій на менші акції (stock split). В обох випадках при цьому число розміщених на ринку акцій зростає, а припливу засобів у касу товариства не відбувається. Розбіжності між прийомами полягають тільки в податкових результатах і облікових процедурах. Американський інститут дипломованих бухгалтерів рекомендує приріст числа акцій на ринку менше, ніж на 20-25%, трактувати як виплату дивіденду за допомогою додаткових акцій, а більший приріст - як роздроблення акцій на менші акції [146, с. 337].

У першому випадку, коли емісія відбувається у формі виплати дивідендів, відповідна частина нерозподіленого прибутку зараховується на рахунок акціонерного капіталу.

Роздроблення акцій на менші акції не супроводжується якими-небудь змінами в позиціях балансу, що відображають наявність акціонерного капіталу. Число акцій зросло, але номінальна вартість акцій пропорційно понизилася. Ринковий курс акцій також змінився пропорційно збільшенню числа розміщених акцій.

З економічної точки зору дві ці операції мають зовсім ідентичні результати. Нічого істотного не відбувається при роздробленні акцій на менші акції чи виплаті дивідендів акціями. Існує ряд причин, що

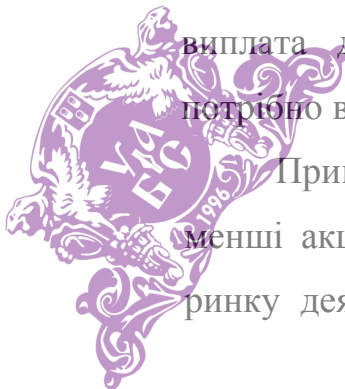


наповняють операцію по роздробленню акцій на менші акції чи виплату дивідендів акціями певним змістом. Однією з причин є оптимальний ціновий інтервал (optimum trading range). При ціні, що виходить за верхню границю цього інтервалу, частина інвесторів просто не зможе оплатити повний лот акцій. У цьому випадку їм доведеться або купувати частину цього пакета і, отже, платити великі комісійні, або переключитися на інші акції. При значенні ціни, що виходить за нижчу границю інтервалу, деякі інвестори можуть вважати, що сума угоди занадто незначна і її не варто здійснювати.

Цей аргумент далеко не однозначний. Такі могутні інвестиційні групи, як пенсійні і взаємні фонди, оперують настільки значними сумами і такими великими пакетами цінних паперів, що навряд чи для них має значення розуміння про припустимий ціновий інтервал. Однак, дешеві акції останнім часом користаються підвищеною увагою інвесторів.

Копеленд (Copeland, 1979) стверджує, що роздроблення акцій на менші акції і виплата дивідендів акціями - не вигідна справа, тому що в результаті зростають трансакційні витрати, а це знижує інтерес інвесторів і привабливість акцій [146, с. 338]. Зростання трансакційних витрат пов'язане зі збільшенням комісійних за послуги брокерів та зі збільшенням розриву між цінами попиту та пропозиції. У ціні дешевих акцій частка комісійної винагороди брокерів складає більшу частку, чим у ціні дорогих акцій. Розрив між цінами покупки і продажу акцій складає більший відсоток до ціни дешевих акцій, чим до ціни дорогих акцій. Робота Копеленда переконливо показала, що як роздроблення акцій на менші акції, так і виплата дивідендів акціями пов'язані з визначеними витратами, які потрібно враховувати при прийнятті відповідних рішень.

Приведемо ще один аргумент на користь роздроблення акцій на менші акції чи виплату дивідендів акціями. Відповідне рішення передає ринку деяку важливу інформацію. Звичайно до роздроблення акцій на



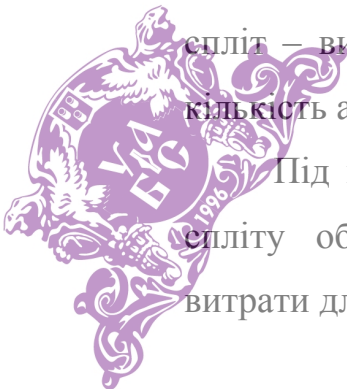
менші акції чи виплату дивідендів акціями прибігають компанії, що швидко зростають. Якби можна було затверджувати, що ринок вважає кожну компанію, що прибігає до цих прийомів, високоприбутковою і швидкозростаючою, тоді в цьому аргументі був би безсумнівний зміст. Але Фама, Фишер, Дженсен і Ролл (Fama, Fisher, Jensen, Roll, 1969) [146, с. 339] обґрунтовують, що такий висновок ринок робить тільки в тому випадку, якщо роздроблення акцій на менші акції чи виплата дивідендів акціями супроводжуються збільшенням дивідендних виплат чи зростанням прибутковості. У протилежному випадку результат цих маніпуляцій з акціями виявляється дуже малим.

Поки ми не навчимося краще розуміти психологію інвесторів, це питання залишиться відкритим. Менеджери будуть як і раніше прибігати до роздроблення акцій на менші акції і до виплати дивідендів акціями, і деякі інвестори будуть на це реагувати позитивно, а деякі будуть ігнорувати ці рішення.

Прихильники політики дивідендів у формі акцій і роздроблення акцій використовують наступний аргумент: цінний папір має торговий діапазон. Коли цінний папір оцінюється вище цього рівня, багато інвесторів не мають достатньо коштів для покупки звичайної біржової одиниці торгівлі – 100 акцій, що називаються лотом. Хоча цінні папери можуть покупатися і неповним лотом (менш 100 акцій), комісійний збір в цьому випадку вище. Таким чином, компанії будуть дробити акцій для того, щоб залишити ціну в межах торгового діапазону.

Більш рідким фінансовим маневром є зворотній спліт. Зворотній спліт – випуск акцій більшого номіналу, в результаті чого скорочується кількість акцій компанії, що знаходяться в обігу.

Під впливом деяких негативних моментів використання зворотного спліту обґрунтовують дією таких факторів. По-перше, трансакційні витрати для акціонерів будуть меншими після зворотного спліту. По-друге,



ліквідність та розміщення акцій компанії може збільшуватися, коли їх ціна буде збільшена до межі торгового діапазону. По-третє, акції, що продаються нижче певного рівня, не будуть котируватися, тобто інвестори будуть недооцінювати прибутки, кількість рухомої готівки і стабільність компанії. Деякі фінансові аналітики стверджують, що зворотний спліт може миттєво поліпшити репутацію компанії. У випадку з дробленням акцій не працює жодна з цих причин, особливо третя.

3. Автоматичне реінвестування. Ця форма виплат надає акціонерам вибір - чи одержати дивіденди у вигляді грошей чи реінвестувати їх і одержати додаткові акції компанії. Багато компаній надають акціонерам право вибору за допомогою схеми автоматичного реінвестування дивідендів (automatic dividend reinvestment plans (ADRP)).

При всіх можливих розбіжностях у деталях загальні характеристики схем ADRP достатньо стандартні. Один варіант передбачає використання трастового відділення банку. У цьому випадку товариство відсилає дивіденди безпосередньо в трастове відділення банку, що веде рахунки всіх акціонерів, які беруть участь у схемі автоматичного реінвестування. Трастове відділення скуповує акції на вторинному ринку і записує їх на рахунок учасників схеми (за винятком комісійних чи накладних витрат). Або акціонерне товариство бере на себе надання цієї послуги. У такому випадку воно саме або емітує нові акції, або закупає їх на вторинному ринку і розподіляє серед учасників схеми автоматичного реінвестування.

Для корпорації головна перевага схеми автоматичного реінвестування полягає в тому, що вона або одержує постійне джерело нового акціонерного капіталу, або підтримує попит на акції на вторинному ринку. Для акціонера перевага схеми полягає в тому, що він одержує можливість негайно вкладати дивіденди і, таким чином, швидше збільшувати власний капітал. Недолік схеми полягає в тому, що знижується здатність акціонерів до диверсифікації своїх портфелів цінних паперів.

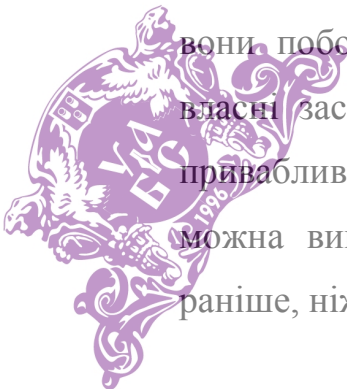


В рамках схеми ADRP інвестори мають можливість отримати дивіденди новими акціями за цінами нижче ринкових. Завдяки цьому компанії зберігають більшу частину прибутку для капіталовкладень, а акціонери уникають трансакційних витрат. По суті, схеми ADRP дозволяють інвесторам віддати перевагу дивідендам або доходу від зростання курсу акцій [146, с. 355].

Прибуток компанії може бути витрачено на виплату дивідендів або на поповнення фонду нерозподіленого прибутку. Як правило, компанії витрачають прибуток і на те, і на інше. Акціонери можуть отримувати свій дохід грошима або додатковими акціями компанії. Схема реінвестування дивідендів не є джерелом нерозподіленого прибутку, оскільки при цьому емітуються нові акції. При такому підході відсутні трансакційні витрати або витрати на розміщення акцій на ринку, тому схема реінвестування дивідендів дає певні вигоди. Але в цілому цей підхід є гібридом двох форм фінансування – за рахунок нерозподіленого прибутку і за рахунок емісії нових акцій.

4. Викуп акцій компанією. Використання засобів корпорації для викупу (repurchase) власних акцій на вторинному ринку є важливим для неї рішенням. Викуп акцій несе визначені вигоди і керівництву, і акціонерам. Викуплені акції (treasury stock) зберігаються у фінансовому відділі корпорації і можуть бути використані або для розподілу серед керівництва і службовців (за планом участі в прибутках), або серед акціонерів (замість грошових виплат), або для проведення операцій по злиттях і поглинаннях.

Керівники можуть розглядати викуп акцій як оборонну міру, якщо вони побоюються ворожого поглинання. Витративши на покупку акцій власні засоби компанії чи взявши для цього кредит, можна зменшити привабливість компанії як об'єкта поглинання. Крім того, таким чином можна викупити акції у незадоволених акціонерів за вигідним курсом раніше, ніж вони одержать пропозицію від компанії, що планує поглинання.



Інша перевага полягає в скороченні поштових і інших витрат, які спричинені відносинами з акціонерами і розподілом дивідендів. Викуп акцій у дрібних акціонерів переслідує, як правило, саме таку мету.

Існують три прийоми викупу акцій [146,с.330]. Можна привселюдно оголосити про те, що компанія хотіла б викупити визначене число акцій за фіксованою ціною протягом обговореного терміну. Така пропозиція називається тендерною (tender offer). Кожному акціонеру прийдеться вирішувати, чи вигідна для нього запропонована компанією ціна і чи не погіршиться вона після закінчення терміну викупу. Другий прийом полягає в скупці акцій на відкритому ринку (open-market repurchasing). Діючи через брокерів, компанія скуповує свої акції точно так само, як і будь-який інший інвестор. Звичайно вона заздалегідь повідомляє про свій намір здійснити скупку акцій, хоча при цьому не розголошуються ні обсяг закупівель, ні дати здійснення угод. Третій прийом називають непропорційним викупом (disproportionate repurchase). У цьому випадку компанія викуповує акції у одного великого акціонера чи у групи дрібних.

Викуп акцій можна розглядати як операцію, корисну і для корпорації, і для акціонерів. Деякі інвестори вважають викуп акцій варіантом інвестування. Але це далеко від істини. Інвестування у власні акції не є дійсним інвестуванням. Останнє припускає придбання активів, здатних робити товари і послуги, що можуть бути продані на ринку. Викуп власних акцій не дає приросту активів. Доведення цієї операції до логічної межі означає повернення капіталу акціонерам і ліквідацію корпорації.

Таким чином, вплив операції по викупу акцій на структуру капіталу можна розглядати через призму теорем Модільяні і Міллера. Викупуваючи власні акції, компанія здатна підвищити показник прибутку на акцію (EPS), але одночасно вона підвищує силу фінансового "важеля". Вплив цієї операції на компанію залежить від вихідної сили "важеля" і ступеню його зростання в результаті скупки акцій.



Висновки до розділу 1

Корпорації є найбільш розповсюдженою та життєздатною формою серед господарюючих суб'єктів, оскільки це обумовлено численними перевагами цієї форми порівняно з іншими, тому в сучасних умовах однією з найбільш актуальних проблем є проблема подальшого розвитку корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління.

Основними передумовами створення ефективної моделі корпоративного управління є: необхідність законодавчого забезпечення належного корпоративного управління; наявність відповідної практики корпоративного управління, яка потребує розповсюдження серед широкого кола компаній; необхідність дотримання корпоративних стосунків, що мають етичний характер і перебувають за межами законодавчої сфери; запровадження міжнародних стандартів корпоративного управління для залучення зовнішніх інвестицій; формування певних традицій корпоративного управління з урахуванням національних особливостей.

В світі існують три базових моделі корпоративного управління: англо-американська; німецька; японська. Кожна з цих моделей має свої особливості формування складу акціонерів, ради директорів та розкриття інформації про діяльність корпорації. Організаційні особливості побудови корпоративних структур в залежності від базових моделей корпоративного управління обумовлені відмінностями у структурі капіталу, які характерні для відповідних моделей і формують національну специфіку, що пов'язано з особливостями економічного, геополітичного та історичного розвитку країн. В основу полярності розглянутих моделей корпоративного управління покладені специфічні ознаки корпоративних відносин, відмінності у структурі корпоративної власності, що обумовлює домінування відповідних організаційно-правових форм корпорацій, визначає особливості корпоративного права і корпоративної етики.



Основні напрямки вдосконалення механізму корпоративного управління в Україні, повинні базуватися на використанні існуючого зарубіжного досвіду, а також з урахуванням національних особливостей формування корпоративного сектору економіки та розвитку корпоративних відносин.

Важливою складовою фінансової політики корпорації, спрямованої на реалізацію головної мети - максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників, є дивідендна політика, сутність якої обумовлена можливістю забезпечення ефективного реалізації корпоративних прав всіма власниками згідно з їх часткою у власному капіталі підприємства.

На основі застосування комплексного підходу проаналізовано особливості формування дивідендної політики в короткостроковому та довгостроковому періоді як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації, насамперед, її фінансової стратегії, в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень. Ми дійшли висновку, що дивідендну політику слід розглядати як складову формування відповідної корпоративної моделі, а саме:

- як складову реалізації певної фінансової стратегії;
- як елемент корпоративного управління;
- як складову корпоративної культури.

Реалізація основних теорій формування дивідендної політики обумовлює основні підходи щодо її формування. З огляду на це дивідендну політику можна класифікувати як: консервативну, компромісну, агресивну.

Відповідно до основних теорій та підходів формування дивідендної політики визначають такі основні моделі: залишкова дивідендна політика, політика стабільних дивідендних виплат, політика стабільного дивідендного виходу, компромісна дивідендна політика.



Оскільки основний критерій оцінки стратегічних фінансових рішень - збільшення ринкової ціни підприємства, то особливу актуальність набуває визначення впливу факторів, що формують дивідендну політику на оцінку вартості фірми.

У ході дослідження проведено багатофакторний ступеневий регресійний аналіз на основі використання методів виключення, регресії на головні компоненти для перевірки впливу дивідендної політики на ринкову вартість фірми. Регресійний аналіз проводився за наступними показниками: прибуток на акцію (EPS), дивіденд на акцію (DPS), дивідендний вихід (Div/E, %), дивідендна доходність (Div/P,%), співвідношення між ціною акції та прибутком на акцію (P/E), ринкова вартість активів на акцію (APS). На основі застосування вищезазначених методів та аналізу показників регресійної статистики був підтверджений висновок про високий рівень обумовленості варіації результату варіацією вибраних факторів, що свідчать про стійкість регресійних зв'язків та інформаційну значущість обраних параметрів.

Дослідження особливостей основних типів дивідендної політики (політика стабільних дивідендів; політика стабільного дивідендного виходу; політика залишкового дивіденду; компромісна політика) в тому числі визначення специфіки організації виплати дивідендів, переваг та недоліків даного типу дивідендної політики дозволило нам в узагальнюючому вигляді навести порівняльну характеристику основних типів дивідендної політики, а також визначити сферу застосування її для відповідного типу корпорацій.

В роботі запропоновано класифікацію дивідендів з урахуванням специфіки реалізації корпоративних прав всіма власниками підприємства, існуючих видів дивідендних виплат за наступними основними ознаками: за періодичністю отримання дивідендів (регулярні, проміжні, додаткові, спеціальні, ліквідаційні), за розміром виплати (фіксований, змінний), за



способом формування доходу (звичайні акції, привілейовані акції), за правом вимог виплати дивідендів (оголошені до виплати, неоголошені до виплати, оголошені відповідно до умов придбання), за джерелом виплати (чистий прибуток, резервний фонд), за формою виплати дивідендів (виплата готівкою, виплата облігаціями, виплата акціями), за строками виплати (в установленний строк, виплата з відстрочкою).

В процесі дослідження було проведено аналіз основних форм дивідендних виплат (виплата дивідендів готівкою, виплата дивідендів акціями; автоматичне реінвестування; викуп акцій компанією), визначено специфіку і особливості їх застосування. Доведено, що реалізація основних типів дивідендної політики безпосередньо залежить від стадії життєвого циклу корпорації, рівня її конкурентоспроможності та особливостей фінансово-економічного розвитку.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в розділі 1 знайшли своє відображення в наступних публікаціях: Пігуль Н.Г. Основні напрямки розвитку корпоративного управління в Україні // Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України: Збірник наукових статей за матеріалами II міжвузівської науково-практичної конференції студентів та молодих вчених. – Харків: Штрих, 2002. – С. 241-242; Пігуль Н.Г. Основні засади формування дивідендної політики акціонерних товариств в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.6. – Суми: ВВП “Мрія-1”ЛТД, 2002.- С. 179-186; Пігуль Н.Г. Запровадження ефективної моделі корпоративного управління у фінансово-банківському секторі // Механізм регулювання економіки, економіка природопользования, економіка підприємства и организации производства: Збірник наукових праць Сумського державного університету. – 2001. - № 3-4. – С. 104-109; Пігуль Н.Г. Основні форми дивідендних виплат: специфіка та методи їх застосування // Вісник УАБС. - 2002. - №. 1(12) - С. 36-41.



РОЗДІЛ 2

ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ЯК СКЛADOVA ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ СУЧАСНОЇ МОДЕЛІ КОРПОРАТИВНОГО РОЗВИТКУ В УКРАЇНІ

2.1. Основні принципи та напрями розвитку корпоративного управління в Україні

Основною передумовою процесу ефективної реалізації ринкових перетворень в Україні є трансформація власності, але сприйняття цієї проблеми тривалий час обмежувалося розглядом питань щодо необхідності зміни лише її форми. На сучасному етапі більш актуальним є питання ефективної реалізації прав власності, що насамперед пов'язано з вдосконаленням взаємодії між всіма суб'єктами економічних відносин в процесі подальшого перерозподілу прав власності.

Для України актуальність цього питання набуває особливого значення. Корпоративний сектор формує основу сучасної ринкової економіки та визначає її конкурентоспроможність. Так, станом на 01.01.2001 р. частка промислової продукції, яку виробляли акціонерні товариства, склала 60,4% загального обсягу промислової продукції (у недержавному секторі - 78,8%). Таким чином, ефективність функціонування цього сектору є однією із найвпливовіших складових сучасного стану розвитку економіки. В табл. 2.1.1 нами наведені дані динаміки обсягів виконаних угод з цінними паперами за період 1997-2001 рр., в т.ч. по відношенню до ВВП. Аналіз наведених даних свідчить про стрімке зростання капіталізації української економіки за обсягами виконаних угод: з 8% у 1997р. до майже 34% у 2001р.(див. табл. 2.1.1.)



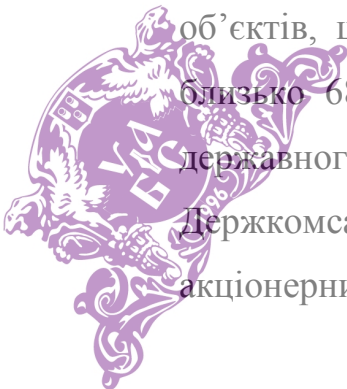
Таблиця 2.1.1

Динаміка обсягів виконаних угод з цінними паперами [26]

Показники	1997р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001р.
Обсяг виконаних угод з цінними паперами, млрд. грн.	7,5	10,456	16,789	39,223	68,481
У перерахунку на середньозважений курс долара США, млрд. дол.	4,03	4,27	4,06	7,21	12,74
Відношення до ВВП, %	8,0	10,2	12,8	23,1	33,9

Отже, це ще раз є додатковим підтвердженням тези про те, що пошук та запровадження ефективної моделі корпоративного управління з урахуванням особливостей національної економіки безпосередньо впливатиме на процеси концентрації капіталу та визначатиме ефективність його функціонування, про що ми вже зазначали в розділі 1. Від ефективності системи корпоративного управління залежить ефективність діяльності компаній багатьох галузей, в т.ч. визначення найважливіших напрямків інвестування, формування дивідендної політики та системи перерозподілу ризиків, вирішення проблем захисту прав акціонерів і т. ін. Крім того, розвиток акціонерного руху в Україні сприймається як відповідний чинник закріплення позитивних тенденцій економічних реформ та формування середнього класу з метою забезпечення стабільного розвитку суспільства.

Домінування корпоративного сектору в структурі національної економіки обумовлено стрімким розвитком приватизаційних процесів, що відбувалися в Україні протягом останніх років. Так, загальна кількість об'єктів, що змінили форму власності протягом 1994-2000рр., становить близько 68 тис. (табл. 2.1.2). За даними бюлетеня «Показники Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України», який видається Держкомсатом, на 01.01.2001р. в Україні налічувалося вже 34,9 тис. акціонерних товариств, з них: 12,1 тис. (34,6%) – відкриті акціонерні

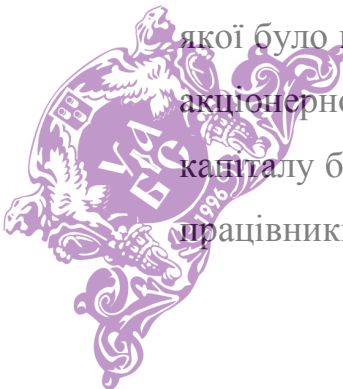


Таблиця 2.1.2

Трансформація власності в Україні у 1994-2000рр.

Показники	1994 р.	1995 р.	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.
Кількість об'єктів, що змінили форму власності, всього:	8249	16215	19465	8519	5387	5202	5247
в тому числі:							
державної власності	2732	097	520	1888	1690	1501	1628
комунальної власності	5517	12118	14945	6631	3697	3701	3619
Розподіл приватизованих об'єктів за класифікаційним групами:							
група А	6456	3064	6161	6956	4174	4190	4059
групи Б, В, Г	1750	3092	2995	1167	831	288	165
група Д	43	59	309	396	367	467	741
група Ж	-	-	-	-	15	257	282
група Е	2	22	249	199	326	188	76
Надходження коштів від приватизації державного майна до Державного бюджету, млн грн.	21,8	62,7	111,5	87,1	360,8	694,6	2075,5

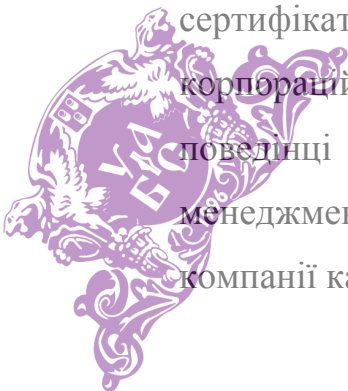
товариства, 22,1 тис. (63,3%) – закриті акціонерні товариства. Але формування акціонерного капіталу в Україні відбувалося не за класичною схемою на основі об'єднання капіталів, а шляхом розподілу статутних фондів акціонерних товариств під час сертифікатної приватизації, умовами якої було переважне право працівників підприємства на придбання часток в акціонерному товаристві. Іншим способом формування акціонерного капіталу був викуп товариством власних акцій та розповсюдження їх серед працівників або купівля ними акцій нового випуску.



Таблиця 2.1.3
Обсяг виконаних угод за видами цінних паперів в Україні
за період 1999-2001рр. (млн. грн.)

	1999 р.	Питома вага, %	2000 р.	Питома вага (%)	2001 р.	Питома вага (%)
Акції	2676,00	16,03	11543,31	29,426	19361,14	28,27
Векселі	11556,50	69,19	21815,34	55,59	30102,00	43,96
Депозитні сертифікати НБУ	263,51	1,57	253,53	0,64	2624,31	3,83
Деривативи	0	0	17,75	0,04	100,37	0,15
Інвестиційні сертифікати	118	0,72	371,33	0,95	897,24	1,31
Облігації державні внутрішні	1917	11,47	1597,45	4,08	9772,82	14,27
Облігації державні зовнішні	0	0	952,12	2,42	27,22	0,05
Облігації місцевих позик	11,76	0,07	1,77	0,004	0,02	0,0001
Облігації підприємств	25,5	0,15	220,11	0,56	889,46	1,29
Ощадні сертифікати	134	0,80	2467,84	6,29	4706,52	6,87
Усього	16702	100	39240,55	100	68481,1	100

Таким чином, кількісні оцінки перерозподілу прав власності, що відбувався протягом останніх років, не характеризували наявність відповідних якісних змін, необхідних для виникнення та подальшого розвитку корпоративних відносин. На думку фахівців, за умов сертифікатної (безплатної) приватизації "...поведінка вітчизняних корпорацій від самого початку їх існування не відповідала звичайній поведінці акціонерних товариств. Це виявилось у відсутності сприйняття менеджментом акціонерів як власників, що очікують вигід від вкладеного в компанії капіталу" [147, с. 11].



Отже, формування корпоративного сектору в Україні не супроводжувалося відповідним припливом інвестицій, незважаючи на значні обсяги емісії акцій (табл. 2.1.3), та було ускладнено величезною розпорошеністю акціонерного капіталу, що обумовило відповідну структуру власності. Для українських акціонерних товариств є типовою наступна структура власності (рис. 2.1).

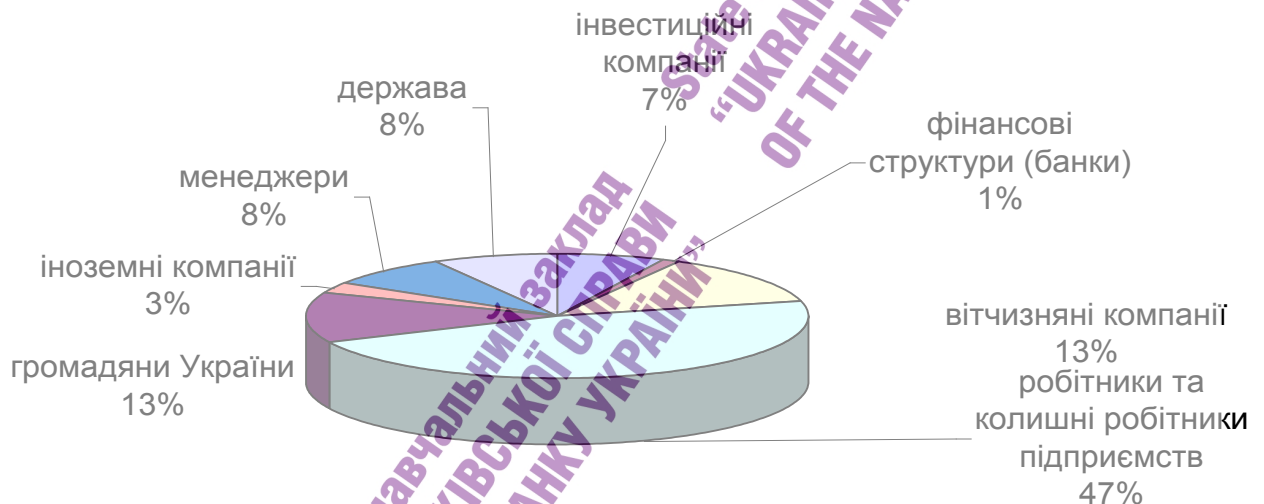
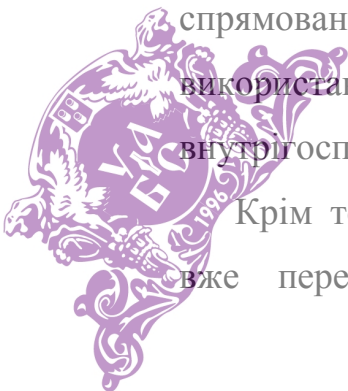


Рис.2.1.1. Структура власності українських акціонерних товариств

З даних, що містяться на рис.2.1.1, можна зробити висновок, що 55% корпоративної власності належить інсайдерам (менеджерам та робітникам підприємств), та 45% - аутсайдерам (зовнішнім акціонерам). Тобто за своєю структурою корпоративна власність характеризується інсайдерською спрямованістю, що, на наш погляд, дещо ускладнює контроль за її використанням та обумовлює запровадження старої ідеології внутрігосподарського управління керівниками підприємств.

Крім того відсутність у більшості акціонерів, загальна кількість яких вже перевищує 19 млн. власників, чіткого розуміння механізмів

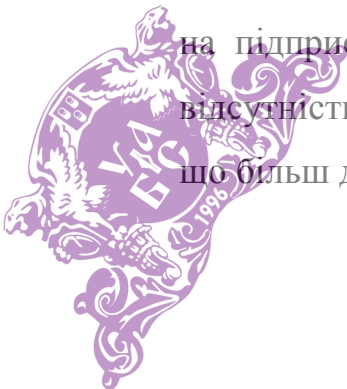


функціонування акціонерних товариств, а також низький рівень корпоративної культури призводять до посилення правової незахищеності цього прошарку населення.

Таким чином, аналізуючи особливості розвитку корпоративних відносин, слід відзначити, що модель корпоративного управління безпосередньо пов'язана зі специфікою відносин власності, що обумовлює напрямки формування стратегії ефективного розвитку підприємства, створює необхідні умови для подальшої концентрації капіталу.

Отже, формування в Україні основ корпоративних відносин відбувалося за умов появи підприємств із деформованою й нестійкою структурою власності, більша частина яких створена на базі дезінтегрованих державних підприємств. Зазначимо, що діюча в Україні нормативно-правова база дозволяє досить швидко перетворити державне підприємство в акціонерне товариство: процедури реєстрації акцій у процесі приватизації та корпоратизації здійснюються у 7-денний термін. Але реформування економіки на основі приватизації державних підприємств шляхом акціонування не означає автоматичного запровадження системи ефективного корпоративного управління.

Досвід лише окремих підприємств, в першу чергу тих, що функціонують за участю іноземного капіталу, свідчить про розробку та запровадження компанією власної системи корпоративного менеджменту. Це, насамперед, стосується підприємств таких галузей як харчова, деревообробна, пивобезалкогольна, тютюнова. В цілому ж рівень менеджменту на більшій кількості діючих акціонерних товариств, особливо на підприємствах з великою часткою державної власності, свідчить про відсутність дотримання установлених норм корпоративного управління, що більш детально розглядатиметься нами в п. 2.2.

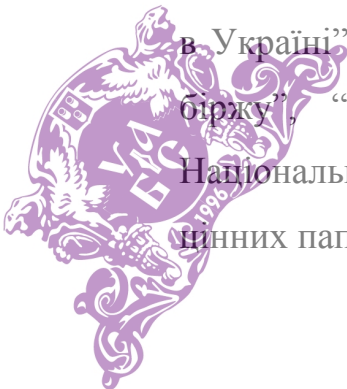


Узагальнюючи все зазначене вище, слід відмітити, що до негативних чинників, які ускладнюють розвиток корпоративних відносин в Україні, можна віднести такі:

- перерозподіл прав власності на основі посилення конкурентної боротьби за контроль над фінансовими потоками;
- відсутність економічних умов для концентрації власності та формування національних ФПГ;
- неможливість сприйняття більшої кількості приватизованих державних підприємств як ринкових за відсутністю їх реформування та реструктуризації;
- висока питома вага інсайдерів у структурі власності;
- відсутність відповідних умов для соціалізації прав власності, формальне закріплення прав власності за основною часткою міноритарних акціонерів;
- відсутність ефективного контролю за діями менеджерів та важелів впливу їх рішення з боку акціонерів.

Як вже ми зазначали в п.1.1 з розвитком вітчизняного ринку з'являється можливість впровадження передової практики корпоративного управління та використання зразків світового досвіду в системі корпоративних відносин.

Головна увага під час реформування корпоративних відносин має бути приділена законодавству. Правове поле, в якому діють акціонерні товариства, можна умовно розподілити на два блоки. Перший - це законодавство, що регулює діяльність товариств: закони "Про підприємства в Україні", "Про господарські товариства", "Про цінні папери та фондову біржу", "Про державне регулювання ринку цінних паперів", "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні".



Другий блок – це законодавство про приватизацію, яке регулює особливості діяльності товариств, створених у процесі зміни власності: закони “Про приватизацію державного майна”, “Про особливості приватизації майна в агропромисловому комплексі”, “Про Державну програму приватизації на 2000-2002 роки”.

На думку фахівців, недосконалість законодавства обумовлює необхідність розробки локальних нормативних актів за допомогою яких заповнюються прогалини в регулюванні корпоративних відносин. Їхньою основою може стати кодекс корпоративного управління, про необхідність запровадження якого йшлося в п. 1.1.

Механізм впровадження рекомендацій кодексу може складатися з таких компонентів: застосування вимог щодо розкриття компаніями інформації про дотримання або недотримання кодексу, введення обов’язкових рекомендованих кваліфікаційних та професійних стандартів для членів органів корпоративного управління, впровадження у ділову практику.

Основні напрямки забезпечення належних умов функціонування акціонерних товариств знайшли своє відображення в Указі Президента України “Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах” [102].

Так, подальше вдосконалення правових засад корпоративного управління в Україні спрямоване на забезпечення:

- 1) ефективного захисту прав та законних інтересів акціонерів через:
 - забезпечення можливості представництва дрібних акціонерів у спостережній раді акціонерного товариства;
 - установлення особливостей укладання товариством угод, які можуть суттєво вплинути на фінансовий стан товариства;
 - урегулювання порядку придбання товариством власних акцій;



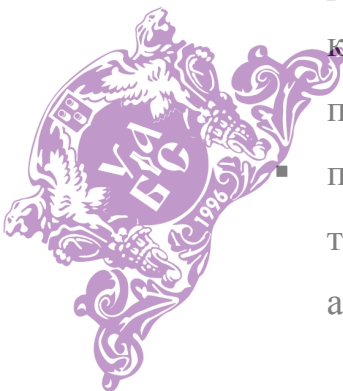
- забезпечення захисту прав акціонерів та кредиторів товариства в процесі реорганізації товариства;
- забезпечення участі акціонерів у процесі провадження справ про банкрутство товариства;
- удосконалення системи внутрішнього контролю з метою додержання інтересів акціонерів та товариства в процесі діяльності товариства;
- посилення державного контролю за додержанням акціонерними товариствами та професійними учасниками фондового ринку прав акціонерів;

2) удосконалення системи надання, змісту та структури інформації про діяльність акціонерного товариства через:

- визначення обов'язкового обсягу та способів розкриття інформації;
- забезпечення рівного та не пов'язаного зі значними витратами доступу до інформації;
- забезпечення повноти та достовірності інформації, що надається;
- урегулювання питань, пов'язаних з використанням інсайдерської інформації;

3) врегулювання відносин між органами управління акціонерного товариства з чітким визначенням компетенції кожного з них, у тому числі через:

- розширення кола повноважень, що належать до виключної компетенції загальних зборів акціонерів і не можуть бути передані іншим органам управління;
- подальше утворення спостережної ради як органу управління товариством, який представляє та здійснює захист інтересів акціонерів;



- визначення порядку делегування окремих повноважень загальних зборів акціонерів іншим органам управління;
- 4) впровадження загальновизнаних цивілізованих, добросовісних норм ділових відносин у процесі здійснення корпоративного управління.

2.2. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами

Як ми вже відзначили в п.2.1., формування в Україні основ корпоративних відносин відбувалося за умов появи підприємств із деформованою й нестійкою структурою власності, більша частина яких створена на базі дезінтегрованих державних підприємств. Зазначимо, що діюча в Україні нормативно-правова база дозволяє досить швидко перетворити державне підприємство в акціонерне товариство: процедури реєстрації акцій у процесі приватизації та корпоратизації здійснюються у 7-денний термін. Але реформування економіки на основі приватизації державних підприємств шляхом акціонування не означає автоматичного запровадження системи ефективного корпоративного управління.

Запровадження ефективного фінансового механізму управління державними корпоративними правами відноситься до найбільш складних питань державної економічної політики. В “Концепції політики КМУ щодо управління об’єктами державної власності” відзначено, що “стратегічною метою управління об’єктами державної власності є досягнення оптимальності та ефективності державного сектору економіки”.

Аналізуючи розвиток державного корпоративного управління в Україні, можна певним чином узагальнити його характерні ознаки за основними періодами [20, с. 15]:

1991 –1993рр. : Управління державними корпоративними правами характеризувалося досить низьким рівнем ефективності. Міністерства



припинили безпосереднє керівництво державними підприємствами. Розпочався процес масової оренди державних підприємств з наступним правом викупу трудовими колективами. Корпоративні права держави представлені у вигляді паїв та акцій господарських товариств, що створювалися.

1994-1997рр.: Розпочався процес створення державних холдингових або акціонерних компаній. Профільні галузеві міністерства виступали основними суб'єктами управління державними пакетами акцій. Фонд державного майна України здійснював управління корпоративними правами через уповноважених осіб. Стосовно найбільш важливих стратегічних об'єктів Уряд приймав рішення з урахуванням пропозицій міністерств та ФДМУ.

1998-1999 рр.: Створено Національне агентство з управління державними корпоративними правами. Повноваження щодо управління державними корпоративними правами перейшли від Фонду держмайна до даної структури.

2000-2001 рр.: Наприкінці 1999 р. Національне агентство з управління державними корпоративними правами було ліквідовано. Функції управління знову були покладені на Фонд Державного майна України. ФДМУ виступає у якості правонаступника державної акціонерної компанії "Держінвест України", уставний фонд якої був сформований за рахунок державних пакетів акцій кращих АТ. У структурі Фонду держмайна створений окремий підрозділ – Головне управління з питань державної корпоративної власності.

Незважаючи на те, що держава залишається досить впливовим акціонером, ефективність управління державними корпоративними правами край низька. До того ж, узагальнюючи все зазначене вище, слід відмітити, що до негативних чинників, які ускладнюють розвиток корпоративних відносин, відносяться такі:



- перерозподіл прав власності на основі посилення конкурентної боротьби за контроль над фінансовими потоками;
- відсутність економічних умов для концентрації власності та формування національних ФПГ;
- неможливість сприйняття більшої кількості приватизованих державних підприємств як ринкових за відсутністю їх реформування та реструктуризації;
- висока питома вага інсайдерів у структурі власності;
- відсутність відповідних умов для соціалізації прав власності, формальне закріплення прав власності за основною часткою міноритарних акціонерів;
- відсутність ефективного контролю за діями менеджерів та важелів впливу їх рішення з боку акціонерів.

Зазначимо, що протягом останніх років основним питанням стосовно державних корпоративних прав було наступне: управляти державним майном чи приватизувати його? Політика підвищення ефекту від володіння державними корпоративними правами схилилася у бік зміни власності.

Так, аналізуючи присутність держави у секторі корпоративного управління, слід звернути увагу на зменшення загальної кількості ВАТ з державною часткою власності. Наприклад, у 2000 р. кількість пакетів ВАТ, що знаходились у державній власності, складала 3129, порівняно з тим, що у 1999 р. їх кількість перевищувала 5000 [48, с.33].

В табл. 2.2.1 наведений перелік окремих найбільш інвестиційно привабливих підприємств, пакети акцій яких пропонувалися на продаж.

Слід звернути увагу на якісно нову тенденцію – продаж контрольних пакетів акцій державних холдингових компаній. У власності держави перебуває 31 холдингова компанія. У 2001 р. ФДМУ пропонував продати контрольні пакети акцій 7 державних холдингових компаній (див. табл.

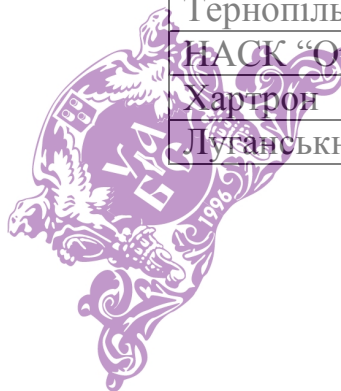
2.2.1).



Таблиця 2.2.1

Приватизація найбільш інвестиційно привабливих підприємств з державною часткою власності у 2001р.

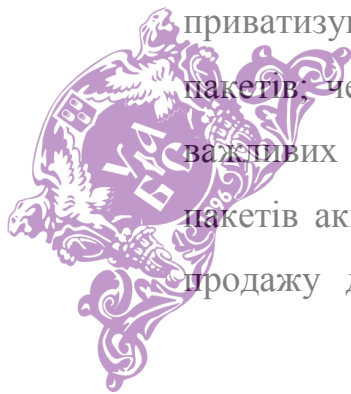
Назва підприємства	Статутний фонд, тис.грн.	Частка статутного фонду, що виставлена на продаж, %
1	2	3
Холдингові компанії		
Укррудпром	1087,66	50,00
Укрнафтопродукт	18,33	50,00
Укркомунмаш	0,67	50,00
Чорноморський суднобудівельний завод	129,20	75,00
Укрпапірпром	9,23	75,00
Луганськтепловоз	54796,17	76,00
Украгромашінвест	29,20	100,00
Краян	9,24	100,00
Відкриті акціонерні товариства		
Нікопільський південнотрубний завод	364751,04	96,67
Макіївський металургійний комбінат	354160,36	60,86
Краситель	304253,60	59,56
Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського	212337,61	17,26
Кримський соловий завод	181060,00	39,48
Запорізький виробничий алюмінієвий комбінат	155682,28	25,00
Луганськтепловоз	54796,17	76,00
Кварцсамоцвіти	45012,40	95,00
Дніпропетровський металургійний завод ім. Комінтерну	25925,51	35,00
Тернопільський завод "Оріон"	25888,00	96,12
НАСК "Оранта"	22323,60	28,85
Хартрон	21367,57	49,56
Луганськнафтопродукт	18179,44	36,54



Продовження табл. 2.2.1

1	2	3
ЛАЗ	14531,96	65,41
ХК “Автокраз”	13287,12	36,37
АвтоЗАЗ	9575,08	81,59
Об’єднання “Стеклопластик”	8497,03	76,18
Київгорнафтопродукт	5081,00	39,66
Харцизький трубний завод	1920,00	76,00
Дніпроазот	1583,75	25,17
Запорізький абразивний комбінат	1511,48	25,09
НВК “Курс”	1487,00	40,92
Завод “Ленінська кузня”	410,72	25,35
Прикарпаттяобленерго	25908,88	25,00
Львівобленерго	48493,08	26,98
Одесаобленерго	52123,89	25,01
Полтаваобленерго	52240,00	25,00
Лугансьkobленерго	52030,73	25,00
Чернігівобленерго	29829,51	25,00
Сумиобленерго	44281,37	25,00
Вінницяобленерго	30973,66	75,00
Тернопільобленерго	15272,04	51,00
Чернівціобленерго	14195,17	70,00
Запоріжжяобленерго	44840,00	60,00
Донецьkobленерго	81896,47	65,00
Криворіжжяобленерго	43241,88	70,00
Волиньобленерго	23863,80	75,00
Закарпаттяобленерго	31150,81	75,00
Харківобленерго	64135,19	65,00
Хмельницьkobленерго	33637,84	70,00
Черкасиобленерго	37098,33	46,00
Дніпрообленерго	59916,17	75,00

Зазначимо, що існує кілька способів продажу акцій підприємств, що приватизуються: за конкурсом – у разі продажу контрольних або блокуючих пакетів; через тендер – для продажу найбільш привабливих і стратегічно важливих підприємств; через фондову біржу – у разі продажу невеликих пакетів акцій. Але слід зазначити, що використовується ще один спосіб продажу державного майна за зниженими цінами у разі, коли майно



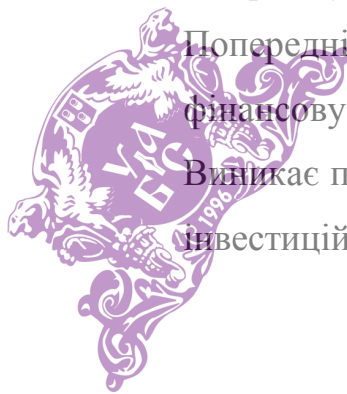
знаходиться у заставі або у разі визнання підприємства банкрутом. Останні способи досить вдало використовувалися для реалізації найбільш ліквідного майна державних підприємств у різноманітних схемах тіньової спрямованості. Досить пригадати, що загальна сума заставного державного майна перевищує 8 млрд.грн.

Крім того, більша частина статутних фондів підприємств, акції яких виставляються на продаж, не проіндексована і продаж держмайна протягом останніх років здійснювався за ціною, що складала 4-10% від номінальної вартості.

На наш погляд, управління державними корпоративними правами не повинно обмежуватись лише заходами, спрямованими на поповнення державного бюджету через продаж пакетів акцій підприємств. Становище основної частки підприємств, що є "штучно збанкрутілими" з різних обставин, в т.ч. і з причин неефективної податкової, інвестиційної політики і т.ін., необхідно виправити на основі вдосконалення фінансового механізму корпоративного управління: запровадження ефективного фінансового менеджменту, стратегічного планування і т.ін.

Досить ефективною, на наш погляд, є реалізація схеми випуску державних довгострокових інвестиційних облігацій для фінансового забезпечення стратегічного розвитку найбільш привабливих підприємств – виробників конкурентоспроможної продукції (рис. 2.2.1). Кошти, мобілізовані від емісії облігацій інвестиційного розвитку, основним гарантом забезпечення яких виступає держава, спрямовуються на підтримку діяльності тих підприємств, пакет акцій яких належить державі.

Попередній відбір підприємств, які можуть розраховувати на таку фінансову підтримку, повинен розглядатися і затверджуватися Урядом. Виникає питання, за рахунок яких коштів будуть здійснюватися виплати за інвестиційними облігаціями?



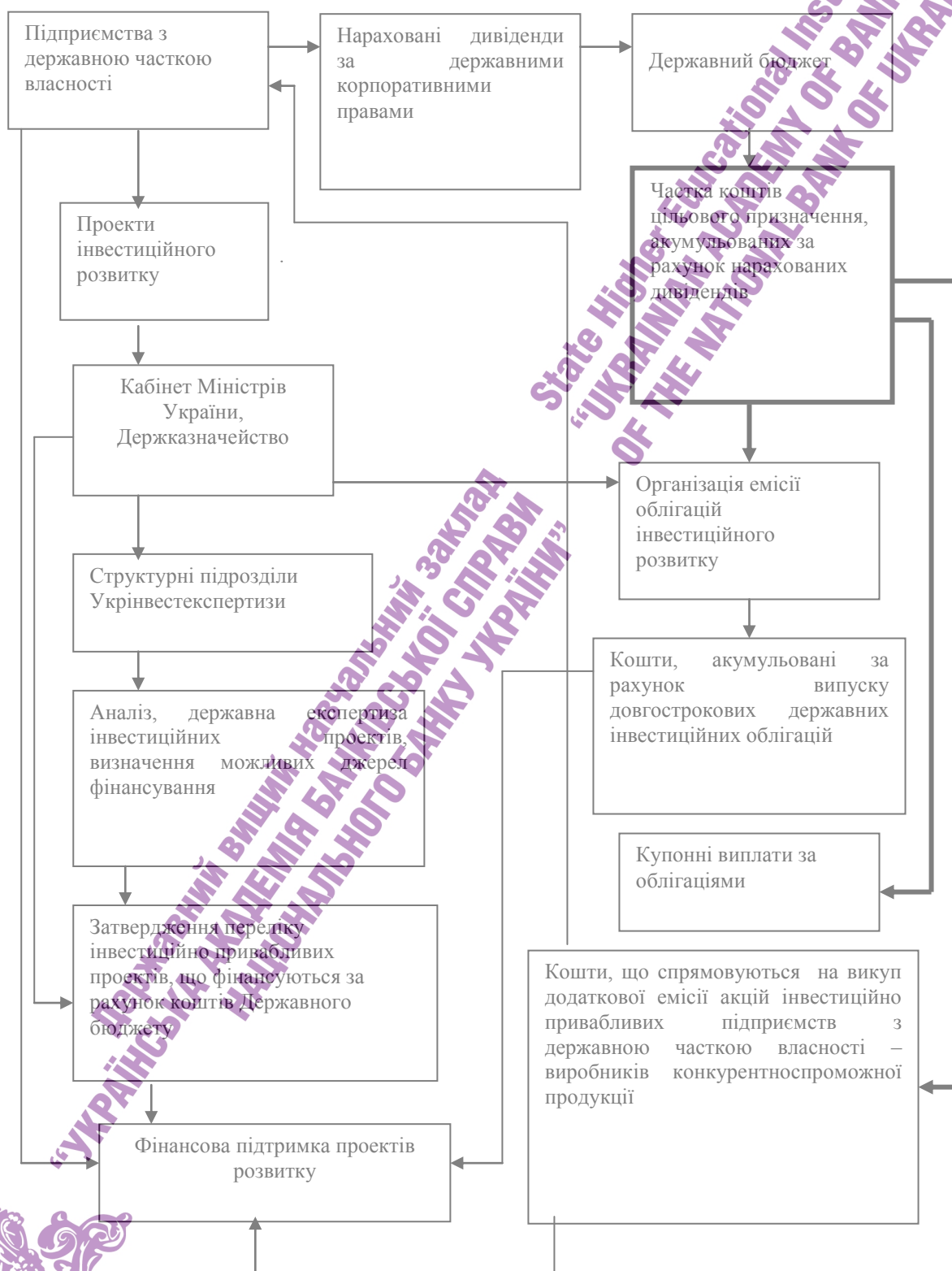
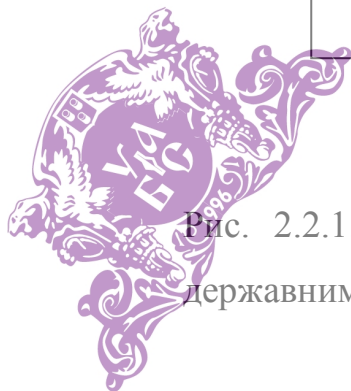


Рис. 2.2.1. Схема перерозподілу коштів, нарахованих на дивіденди за державними корпоративними правами



На нашу думку, основним джерелом цих виплат можуть виступати кошти, що спрямовуються на дивідендні виплати за державними корпоративними правами. Якщо доходність цих облігацій дорівнюватиме 5-10%, то за такою схемою можна акумулювати від 2,5 до 5 млрд. грн. для інвестиційної підтримки стратегічно важливих підприємств.

Одним із критеріїв оцінки ефективності управління державними корпоративними правами є обсяги надходжень дивідендів до державного бюджету. Так, у 2000 році було проведено загальні збори акціонерів у 1883 ВАТ з державною часткою акцій, у тому числі у 273 ВАТ – із державною часткою більше 50%. За підсумками загальних зборів було прийнято рішення про нарахування дивідендів на державні корпоративні права в сумі 356,2 млн.грн. при плановому завданні на 2000 рік - 275 млн.грн. Фактично ж було перераховано до державного бюджету лише 136,9 млн. грн. Крім того, ще 164,8 млн.грн. заборгованості по сплаті дивідендів не перераховано у зв'язку з низькою платоспроможністю акціонерних товариств [48, с.33].

Слід зазначити, що Фонд державного майна, залежно від стану виконання завдань, встановлених на поточний рік Законом України "Про Державний бюджет України" та фінансовими можливостями товариств, може здійснювати коригування частки прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів у відповідному році, але не більше ніж на 10% від встановленої.

Так, відповідно до ст. 3 "Концепції корпоративно-дивідендної політики держави" передбачено, що нормативи відрахувань від чистого прибутку до фонду дивідендів за результатами господарської діяльності за цей рік встановлюються органом управління державними корпоративними правами на загальних зборах акціонерів залежно від розміру прибутку до оподаткування, а саме [35]:



- фінансовий результат до оподаткування (за фінансовою звітністю) становить менше 0,5 прибутку до оподаткування (за податковою звітністю) - 50 відсотків чистого прибутку до фонду дивідендів;
- фінансовий результат до оподаткування (за фінансовою звітністю) становить від 0,5 до 0,75 прибутку до оподаткування (за податковою звітністю) - 35 відсотків чистого прибутку до фонду дивідендів;
- фінансовий результат до оподаткування (за фінансовою звітністю) становить від 0,75 до 1,0 прибутку до оподаткування (за податковою звітністю) - 20 відсотків чистого прибутку до фонду дивідендів.

Ці нормативи можуть коригуватися Фондом державного майна України залежно від наповнення Державного бюджету, згідно із Законом України "Про Державний бюджет України на 2001 рік" за результатами аналізу господарської діяльності акціонерного товариства у попередньому році.

Ситуація з виконанням плану із надходження дивідендів у 2001 році аналогічна тій, що спостерігалася у 2000 році. Так, за результатами загальних зборів ВАТ з державною часткою було нараховано дивіденди у розмірі 300 млн.грн. при річному плані надходження дивідендів у 200 млн.грн. Однак, реально у першому півріччі 2001р. було перераховано до бюджету лише 40 млн.грн. З метою вивчення ситуації, що склалася на підприємствах, де є заборгованість по дивідендах, у ФДМУ створено постійно діючу комісію з проведення фінансово-економічного аналізу їх господарської діяльності [142]. У 2000 році заслухано звіти 120 голів правлінь ВАТ і за результатами розгляду 25 керівників ВАТ зобов'язано перерахувати дивіденди на державну частку акцій до державного бюджету, а також прийнято рішення про звільнення 9 голів правлінь ВАТ. Аналіз кредиторської заборгованості до державного бюджету по сплаті дивідендів наведений в табл.2.2.2.



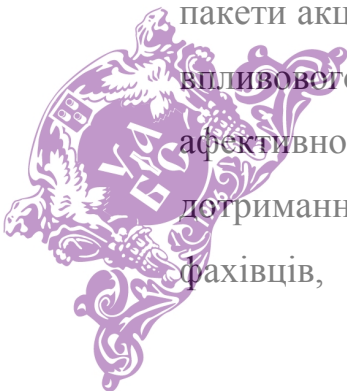
Таблиця 2.2:2

Кредиторська заборгованість до державного бюджету по сплаті дивідендів у 2000 році, млн.грн.

ВАТ за приналежністю до органів управління	Обсяги кредиторської заборгованості
Загальна сума кредиторської заборгованості ВАТ, в т.ч. за приналежністю до органів управління	240,3
- Міністерства палива та енергетики України	213,3
- НАК “Нафтогаз України”	22,2
- Державного комітету промислової політики України	0,5
- Національного космічного агентства України	0,8
- органів приватизації	3,5

На наш погляд, до основних причин, що впливають на ситуацію, що склалася, можна віднести наступні [48, с. 34].

По-перше, відсутність чіткого визначення місця і ролі держави в корпоративному управлінні, а також визначення методів державного втручання в управління АТ. Хоча слід зазначити, що політика управління державними корпоративними правами є однією з найважливіших складових державного управління. Так, у 390 АТ держава має контрольні пакети акцій і має можливість визначати стратегію розвитку підприємства, а отже і специфіку дивідендної політики. У 1019 АТ державі належать блокуючі пакети акцій (від 25 до 50%), тобто в цьому випадку, вона виступає в якості впливового акціонера, дії якого повинні бути спрямовані на формування афективного механізму корпоративного контролю та управління на основі дотримання розумного балансу інтересів всіх зацікавлених сторін. На думку фахівців, у власності держави протягом найближчих трьох-п’яти років

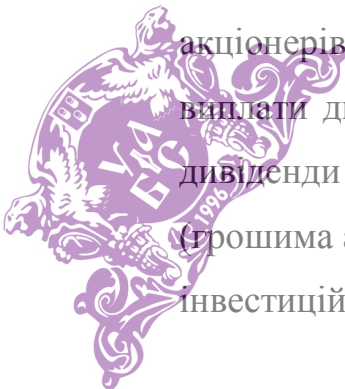


залишитися лише 164 пакети акцій, із яких контрольних – 60. Решта пакетів є проміжними, що і обумовлює відсутність комплексного підходу до вирішення проблем стратегічного розвитку цих підприємств, а отже і особливостей формування дивідендної політики. Тобто складності пошуку ефективного власника призводять до того, що 90% цих проміжних корпоративних прав можуть залишатися за державою на строк більше одного року, формуючі стратегію управління державними корпоративними правами як тимчасову, тобто вкрай неефективну.

По-друге, низький рівень ефективності функціонування підприємств з державною часткою власності в умовах тимчасової стратегії володіння. Так, серед акціонерних товариств пакети акцій яких знаходяться в державному управлінні, у 2000 році збиткових підприємств налічувалося на 20% більше, ніж у середньому по Україні. На цих підприємствах спостерігалось на 15-20% зростання податкової заборгованості, на 45% - кредиторської заборгованості, борги по оплаті праці також перевищували середній рівень по підприємствах країни. Причому у тих АТ, де держава має контрольний пакет акцій, збитки у 12 разів перевищують прибуток.

По-третє, недостатньо врегульованими залишаються і питання форми виплати акціонерними товариствами дивідендів своїм акціонерам. Також існує проблема наявності подвійного оподаткування дивідендів: перший раз як частини прибутку товариства і другий – як частини особистого доходу.

Слід підкреслити, що обмеженість норм чинного законодавства щодо виплати дивідендів обумовлює необхідність повнішого врегулювання цих питань в статуті, де з метою забезпечення рівного ставлення до всіх акціонерів та гарантування їх прав має передбачатися граничний строк виплати дивідендів (наприклад, не пізніше кінця року, наступного за тим, дивіденди за який виплачуються), а також форми виплати дивідендів (грошима або акціями товариства). До речі, за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, порушення питань отримання частки прибутку у



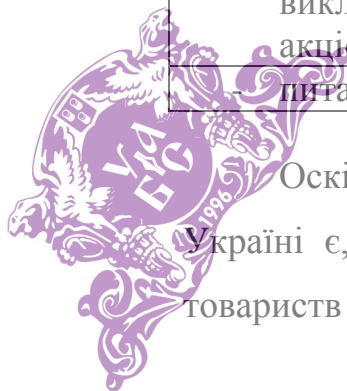
формі дивідендів відносяться до найтипівіших серед корпоративних конфліктів в Україні (табл. 2.2.3).

Таблиця 2.2.3

Перелік типових порушень, що призвели до виникнення корпоративних конфліктів

Перелік типових порушень в корпоративному управлінні	Частота їх виникнення за результатами опитування респондентів, %
- розкриття інформації про емітентів	55,6
- розкриття інформації про власників великих (контрольних) пакетів акцій	44,4
- участь у контролі над контрактами на значні суми	40,7
- використання механізму кумулятивного голосування	40,7
- удосконалення процедури прийняття рішень на загальних зборах	37,0
- представництво у спостережних радах акціонерних товариств	31,5
- ускладнена можливість дрібних акціонерів впливати на формування порядку денного загальних зборів акціонерів	31,5
- володіння великими (контрольними) пакетами акцій	29,6
- питання отримання частки прибутку акціонерного товариства у формі дивідендів	25,9
- неврегульованість процесу перереєстрації прав власності на іменні цінні папери	25,9
- розширення прав спостережної ради акціонерного товариства	22,2
- розширення кола питань, що належать до виключної компетенції загальних зборів акціонерів	11,1
- питання консолідації акцій (зворотній спліт)	9,3

Оскільки основною метою розвитку корпоративного управління в Україні є, насамперед, підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств і поживлення інвестиційних процесів [36], а також враховуючи



складне фінансово-економічне становище багатьох ВАТ, пакети яких перебувають у державній власності, вважаємо за можливе висловити пропозицію щодо доцільності спрямування дивідендів по акціям ВАТ, що перебувають у державній власності, не до державного бюджету, а на цілі інвестиційного розвитку підприємств.

Доречним є також питання про звільнення від оподаткування тієї частки прибутку, що спрямовується на дивідендні виплати, якщо вони використовуються для реалізації інвестиційних програм.

Оскільки управління корпоративними правами має свою специфіку, що обумовлена наявністю відповідних знань в галузі виробничо-господарської діяльності, менеджменту, права і т.ін., то все частіше висловлюється думка про доцільність створення професійного інституту керуючих корпоративними правами.

Таким чином, узагальнюючи все зазначене вище, слід відмітити, що до найважливіших питань вдосконалення управління державними корпоративними правами, що безпосередньо впливатимуть на формування відповідної моделі корпоративного управління, слід віднести наступні:

- визначення оптимальної структури державного сектору економіки;
- запровадження нової системи управління державним сектором економіки з урахуванням світового досвіду та загальноприйнятих принципів корпоративного управління;
- вдосконалення законодавчого забезпечення корпоративного управління, в т.ч. на основі прискорення прийняття законів України “Про акціонерні товариства”, “Про управління об’єктами державної власності”;
- створення додаткових умов для інвестування у об’єкти державної власності шляхом впорядкування фінансових потоків державних підприємств, в т.ч. на основі вдосконалення дивідендної політики;

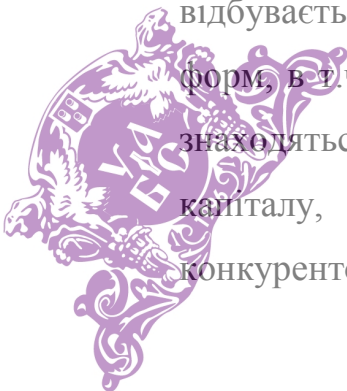


- впровадження системи моніторингу за фінансово-господарською діяльністю підприємств державного сектору в процесі розробки та реалізації на цих підприємствах ефективної системи перспективного, поточного та оперативного фінансово-економічного планування;
- забезпечення ефективного менеджменту в державному секторі економіки, в т.ч. на основі розробки ефективного механізму реалізації функцій представників ФДМУ з управління акціями (частками) господарських товариств, які перебувають у державній власності;
- підвищення кваліфікації державних службовців в галузі корпоративного управління.

2.3. Визначення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності

У попередніх розділах дослідження в процесі аналізу основних моделей дивідендної політики та специфіки її реалізації в сучасних умовах ми намагалися обґрунтувати положення відносно того, що оцінка і прогнозування можливості корпорації сплачувати дивіденди повинна бути складовою частиною детального і комплексного аналізу здатності підприємства отримувати прибуток відповідно до узгодженої загальної фінансової стратегії, яка передбачає можливість ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками згідно з часткою їх участі у власному капіталі підприємства.

Як ми вже переконалися, розвиток корпоративних відносин в Україні відбувається за умов існування підприємств різних організаційно-правових форм, в т.ч. підприємств з державною часткою власності; підприємств, які знаходяться на різних стадіях життєвого циклу, з різною структурою капіталу, з різними умовами функціонування, рівнем конкурентоспроможності і т.ін. Все це обумовлює необхідність подальшої



конкретизації підходів щодо розробки дивідендної політики, оптимізації форм і розміру дивідендних виплат з урахування цих специфічних особливостей, що характерні для умов української економіки.

В Рекомендаціях з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України зазначено за доцільність мати затверджену дивідендну політику, з якою потенційні інвестори могли б ознайомитися перед прийняттям інвестиційних рішень. Така дивідендна політика повинна визначати не тільки частку прибутку, яку підприємство в майбутньому планує спрямовувати на виплату дивідендів, але й обставини, які братимуться до уваги при визначенні певного розміру дивідендів, особливості розвитку підприємства і потреби в реінвестуванні частини прибутку, наявність випущених підприємством привілейованих акцій тощо. Але в будь-якому разі остаточне рішення про виплату або невиплату дивідендів навіть за наявності прибутку прийматиметься загальними зборами акціонерів.

Так, згідно з Положенням про порядок отримання інвесторами доходів від володіння корпоративними правами в акціонерних товариствах, Затвердженим Рішенням ДКЦПФР від 25.12.01 р., рішення про виплату дивідендів оформлюється протоколом, який може містити дані про [64]:

- розмір дивідендів, що припадає на одну акцію;
- дату початку та закінчення виплати дивідендів (у разі виплати дивідендів грошима) або термін початку та закінчення приймання заяв від акціонерів у разі їх згоди на направлення нарахованої кожному з них суми дивідендів на збільшення розміру статутного фонду (у разі виплати дивідендів акціями);
- спосіб виплати дивідендів;
- порядок виплати дивідендів.



З метою визначення переліку інвесторів (акціонерів), які мають право на отримання дивідендів, акціонерне товариство на початок терміну виплати дивідендів повинно забезпечити складання:

- при документарній формі випуску іменних акцій – реєстру власників іменних акцій, складеному реєстроутримувачем на дату початку виплати дивідендів;
- при бездокументарній формі випуску акцій – зведеного облікового реєстру рахунків власників цінних паперів, складеного депозитарієм на дату початку виплати дивідендів.

Виплата дивідендів акціями на пред'явника здійснюється емітентом за умов пред'явлення акціонером акцій (сертифіката акцій).

На наш погляд, слід більш детально розглянути питання щодо особливостей дивідендної політики та її впливу на формування розмірів нерозподіленого прибутку в умовах існування на ринку підприємств з деформованою структурою власності, значним впливом інсайдерів на прийняття фінансових рішень та існуванням значних груп власників серед акціонерів з різними цільовими спрямуваннями:

- значної групи міноритарних акціонерів, орієнтованих на максимальне отримання доходів від володіння акціями в короткостроковому періоді, тобто орієнтованих на збільшення рівня дивідендних виплат;
- впливової групи інсайдерів в т.ч. з числа менеджерів зацікавлених в збільшенні доходів не стільки за рахунок виплачуваних дивідендів, скільки за рахунок розширення свого впливу на процес прийняття управлінських рішень, посилення контролю за фінансовими потоками корпорації, утримання стратегічного контролю над корпорацією за рахунок придбання додаткового пакету акцій.

Слід зазначити, що аналіз дивідендної політики з точки зору власників та інвесторів обумовлює необхідність з'ясування розподілу тієї частки прибутку, яка спрямовується на виплату дивідендів і на реалізацію



інвестиційних рішень, тобто особливостей поєднання цілей стратегічного і тактичного корпоративного розвитку в умовах, коли формування структури корпоративної власності не завершено.

Право акціонерів на участь у розподілі прибутку товариства та одержанні його частини (дивідендів) законодавче закріплено у Законі України “Про господарські товариства” (п. “б”» ст. 10) та Законі України “Про цінні папери і фондову біржу” (ч. 1 ст. 4, ч. 1 ст. 5).

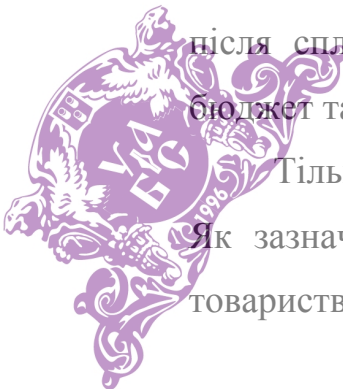
Питання участі в розподілі прибутку від господарсько-фінансової діяльності, яка здійснюється товариством, а також одержання його частини є важливим для акціонера. Адже саме цей прибуток є для нього винагородою за інвестиційні ризики щодо участі у діяльності товариства.

За своєю структурою та змістом, право акціонерів на участь у розподілі прибутку товариства та одержанні його частини, як і право на участь в управлінні, є складним, оскільки воно об'єднує декілька прав. На думку фахівців, до складових розглядуваного права можна віднести нижченаведені [131]:

- Право на участь в ухваленні рішення про виплату дивідендів.

Це право реалізується акціонерами через участь в ухваленні рішення про виплату дивідендів шляхом голосування на загальних зборах, з урахуванням досягнень в господарсько-фінансовій діяльності товариства. Відповідно до ст. 9 Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” дивіденди по акціях виплачуються один раз на рік за підсумками календарного року в порядку, передбаченому статутом акціонерного товариства, за рахунок прибутку, що залишається в його розпорядженні після сплати встановлених законодавством податків, інших платежів у бюджет та процентів за банківський кредит.

Тільки акціонери можуть ухвалити рішення про виплату дивідендів. Як зазначено у п. “д” ч. 5 ст. 41 Закону України “Про господарські товариства”, визначення порядку розподілу прибутку, строку та порядку



виплати дивідендів належить до виключної компетенції загальних зборів акціонерів. Захист права акціонерів на участь в ухваленні рішення про виплату дивідендів здійснюється у судовому порядку.

- Право на одержання дивідендів.

Таке право мають особи, які є акціонерами товариства на початок строку виплати дивідендів. Право акціонерів на одержання дивідендів регулюється п. "б" ст. 10 Закону України "Про господарські товариства" та ч. 3 п. 1 ст. 5 Закону України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні".

- Право бути внесеним до переліку осіб, які мають право на одержання дивідендів.

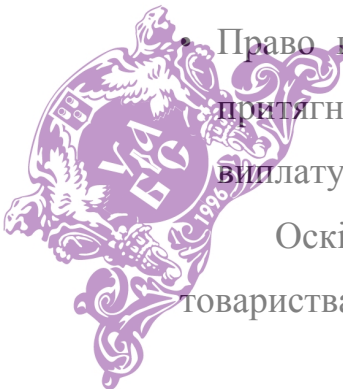
Товариство (за запитом товариства – реєстратор) готує перелік осіб, які мають право на одержання доходів по цінних паперах, до якого мають бути включені всі особи, що є учасниками товариства на початок строку виплати дивідендів. Правовий захист цього права забезпечує Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також судові органи.

- Право вимагати виплати оголошених дивідендів.

З моменту прийняття загальними зборами акціонерів рішення про спрямування частини прибутку на виплату дивідендів акціонерне товариство вважається таким, що оголосило про виплату та розмір дивідендів, а оголошені дивіденди стають боргом акціонерного товариства перед його акціонерами. Виплата оголошених дивідендів відповідно до прийнятого загальними зборами рішення є обов'язком виконавчого органу акціонерного товариства перед його акціонерами

- Право вимагати виплати дивідендів у встановлений строк і вимагати притягнення акціонерного товариства до відповідальності за несвоєчасну виплату оголошених дивідендів.

Оскільки оголошені до виплати дивіденди є боргом акціонерного товариства, то до правовідносин, які виникають з приводу виплати



дивідендів, застосовуються загальні вимоги щодо виконання зобов'язання належним чином і в установлений строк. Строк виплати дивідендів встановлюється у статуті акціонерного товариства і затверджується загальними зборами акціонерів. Крім встановлення в статуті строків виплати дивідендів, доцільним також є встановлення обсягів та визначення видів стягнень з товариства у зв'язку з несвоєчасною виплатою або невиплатою оголошених дивідендів. Захист цього права акціонерів забезпечують судові органи.

- Право вимагати виплати оголошених дивідендів, яке виникає в акціонера з першого дня затвердженого загальними зборами акціонерів строку виплати.

У разі невиплати або несвоєчасної виплати оголошених дивідендів акціонерне товариство може бути притягнуто до майнової відповідальності за несвоєчасне виконання грошових зобов'язань. Акціонерне товариство, яке не виплатило чи несвоєчасно виплатило оголошені дивіденди, слід вважати боржником, який прострочив виконання грошового зобов'язання. На вимогу акціонера, який у такому випадку є кредитором, товариство зобов'язане сплатити дивіденди з урахуванням встановленого індексу інфляції за весь час прострочення, а також 3% річних з простроченої суми, якщо законом чи договором не встановлено іншого.

Аналіз результатів фінансово-господарської діяльності значної кількості українських підприємств – емітентів акцій підтверджує висновок стосовно того, що збільшення кількості збиткових підприємств, питома вага ВАТ, що нараховують дивіденди на акції, постійно зменшується. Так, наприклад, в 2001 році у Сумській області прибуткових підприємств, що зробили інвестиції в економіку за допомогою додаткової емісії, налічувалося біля ста. Але дивіденди нараховували лише тільки 14 з них, на загальну суму більше 16 млн.грн.



Дані про обсяги прибутку та розміри дивідендів на акції окремих українських підприємств наведені в табл. 2.3.1. Слід зазначити, що виплату дивідендів, як правило, здійснюють такі підприємства:

- акціонерні товариства з державною часткою власності від 25% до 100% акцій: ВАТ “Центренерго” (78,29%), ВАТ “Хартрон” (75%), ВАТ “Кримський содовий завод” (89,4%);
- акціонерні товариства з високим рівнем інвестиційної привабливості, до яких відносяться так звані “блакитні фішки”: “Укрнафта”, “Дніпрошина”, “Київенерго”, “Стирол». Для даної групи підприємств виплата дивідендів є свого роду візитною карткою компанії;
- акціонерні товариства, власниками яких є трудовий колектив або утримувачами значного пакету акцій є фізичні особи. Так, наприклад, до складу таких підприємств можна віднести: ВАТ “Дніпропетровський лакофарбовий завод” (70% акцій належать трудовому колективу), АКБ “Ажіо” (99% акцій належать фізичним особам).

Повна відмова від дивідендних виплат більшою кількістю українських акціонерних товариств обумовлена такими чинниками:

- відсутністю прибутку в більшості вітчизняних акціонерних товариств;
- висока вартість фінансових ресурсів на ринку капіталів України;
- можливість отримання прибутку керівництвом фірми не стільки від володіння цінними паперами, скільки від здійснення контролю за активами та операціями підприємства;
- відсутність доступу до ринку капіталів;
- низька кваліфікація менеджерів;
- намагання через погіршення справ на підприємстві зменшити інтерес до нього сторонніх інвесторів з метою уникнення спроб встановлення контролю з їхнього боку;



Таблиця 2.3.1

Дані про обсяги прибутку та розміри дивідендів окремих українських підприємств у 2000-2001 рр.

Назва підприємства	Обсяги прибутку, тис.грн.		Розмір прибутку на акцію (EPS), грн.		Дивіденди на акцію (DPS), грн.		Показник дивідендного виходу (DPS/EPS), %		Тип дивідендної політики
	2000 р.	2001р.	2000 р.	2001р.	2000 р.	2001р.	2000 р.	2001р.	
ВАТ "Київський експериментальний завод нестандартного обладнання"	87,2	194,8	6,216	13,888	1,430	1,430	23,01	10,30	Політика стабільних дивідендів
ВАТ "Дністер"	702,9	763,2	0,140	0,160	0,010	0,010	7,14	62,50	
ВАТ Кременчуцький колісний завод"	2256,1	6814,8	0,258	0,780	0,230	0,230	89,15	29,49	
ВАТ "Інститут транспорту нафти"	635,5	484,8	25,475	19,434	-	5,000	-	25,73	Залишкова дивідендна політика
ВАТ "Персей"	717,8	428,9	0,147	0,087	0,050	0,040	34,01	45,98	
ВАТ "Московський універмаг" (м. Київ)	27,0	146,0	13,222	64,148	-	8,470	-	13,20	
ВАТ "Мотор-Січ"	62467,0	68486,0	33,561	46,765	1,000	-	2,98	-	
ВАТ "Продсервіс"	40,4	82,1	0,418	0,850	0,290	0,059	69,38	6,94	
ВАТ "ВІТ"	187,0	294,0	0,026	0,041	0,013	0,021	50,00	51,22	
ВАТ "Коростенський завод хімічного машинобудування"	1938,0	422,0	1,516	0,330	0,204	-	13,46	-	
АКБ "Причорномор'я"	2048,2	1569,0	0,341	0,050	0,050	0,045	14,66	90,00	
ВАТ "Реклама"	16,3	33,3	0,127	0,258	0,130	0,150	102,36	58,14	
ВАТ Бучачгаз"	710,7	247,3	-	28,634	-	1,270	-	4,44	
ВАТ "Текстемп"	-184,1	229,2	-	4,255	-	0,640	-	15,04	
ВАТ "Гостомельський склозавод"	19375,0	14139,0	39,067	28,509	-	3,020	-	10,59	
ВАТ "Отинійська ПМК-150"	397,8	491,5	5,730	7,079	0,800	-	13,96	-	
ВАТ "Полтавський алмазний завод"	24876,0	16791,5	0,148	0,101	0,065	0,024	43,92	23,76	
ВАТ "Готель Голосіївський"	86,7	108,9	0,016	0,020	0,010	0,011	62,50	55,00	
ВАТ "Завод Укркабель"	421,0	-164,0	9,571	-	0,950	-	9,93	-	
ВАТ "Чортківгаз"	-2591,9	283,0	-	46,046	-	1,410	-	3,06	
ВАТ КІ "Енергопроект"	2261,0	463,0	0,489	0,100	0,082	0,022	16,77	22,00	
ВАТ "Нікопольський завод феросплавів"	98742,0	76836,0	0,325	0,253	0,065	-	20,00	-	
ВАТ "Концерн-Електрон"	1079,6	2430,8	0,102	0,229	0,080	0,090	78,43	39,30	
ВАТ "Завод Екватор"	605,0	1865,0	0,076	0,234	-	1,000	-	427,35	
ВАТ "Тернопільгаз"	-569,7	74,8	-	0,051	0,100	0,150	-	294,12	Компромісна політика

- недосконалість податкового законодавства, в т.ч. існування подвійного оподаткування для фізичних осіб.

В процесі розширення обсягів діяльності, що супроводжується збільшенням обсягів продаж, постає питання про розрахунок обсягів необхідного фінансування за рахунок власних і зовнішніх джерел, якщо потреба в збільшенні активів корпорації зростає темпами, що перевищують темпи можливого зростання капіталізованого прибутку. Тому в сучасних умовах дивідендна політика полягає в прийнятті рішень – чи реінвестувати кошти, чи сплачувати дивіденди, а якщо сплачувати, – то в якому обсязі.

Проаналізуємо особливості планування прибутку акціонерного товариства в умовах оптимізації джерел фінансування і необхідного узгодження політики планування прибутку і дивідендної політики.

Обсяги необхідного зовнішнього фінансування будемо позначати, використовуючи відомий показник EFN – External Financing Needed. Використовуючи метод відсоткової залежності від обсягів продаж як основний метод фінансового планування в процесі визначення розмірів EFN можемо визначити необхідне зростання активів як пропорційне від очікуваного зростання обсягів продаж, тобто:

$$\Delta A = A g \quad , \quad (2.3.1)$$

де A – сумарні активи корпорації;

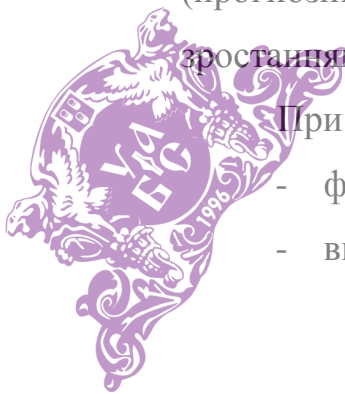
g – очікуване зростання обсягів продаж в прогнозованому періоді;

ΔA – збільшення активів в прогнозованому періоді.

Підкреслимо, що сутність даного методу полягає в тому, що планові (прогнозні) значення показників фінансової звітності пов'язується зі зростанням обсягів продаж.

При цьому слід звернути увагу на наявність наступних вимог:

- фірма працює стабільно;
- виробничі можливості використовуються повністю;



- для подальшого розвитку фірми необхідно залучення додаткових інвестицій, оскільки відсутні резерви збільшення активів.

Тобто,

Необхідний обсяг зовнішнього фінансування = необхідне збільшення активів - автоматичне збільшення зобов'язань - збільшення нерозподіленого прибутку

З погляду на введені позначення, наведене вище співвідношення матиме вигляд:

$$EFN = \frac{A}{S}g - \frac{D}{S}g - \frac{E}{S}(1 - k_d - k_e)g \quad (2.3.2)$$

де A – активи фірми в поточному році (частка основних засобів і оборотних активів);

E – прибуток поточного року;

D – зобов'язання, що автоматично збільшуються зі зміною обсягів продаж (короткострокові зобов'язання);

g – очікуване зростання обсягів продажів;

S – обсяги продажів в поточному році;

k_d – частка чистого прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів;

k_e – частка чистого прибутку, що була використана для викупу власних акцій компанії, що знаходяться в обігу.

Якщо $EFN=0$, то подальший аналіз можливо вести в площині визначення коефіцієнта зростання g , який характеризує максимальний темп зростання компанії (фірми) без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій.

$$EFN = \frac{A}{S}g - \frac{D}{S}g - \frac{E}{S}(1 - k_d - k_e)g; \quad (2.3.3)$$

$$\left(\frac{A-D}{S}\right)g = \frac{E}{S}(1 - k_d - k_e)g, \quad (2.3.4)$$

де E/S – маржа прибутку (рентабельність продаж).



$$g = \frac{\frac{E}{S}(1-k_d-k_e)}{\frac{A-D}{S}} = \frac{E(1-k_d-k_e)}{A-D} = \frac{E}{C}(1-k_d-k_e) \quad (2.3.5)$$

$$g = ROE(1-k_d-k_e) \quad (2.3.6)$$

$$g = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{сума акціонерного капіталу}} \cdot (\text{коефіцієнт утримання}) \quad (2.3.7)$$

де C – акціонерний капітал;

ROE – дохідність власного капіталу;

$k_y = (1-k_d-k_e)$ - коефіцієнт утримання.

На основі проведеного нами аналізу специфіки формування дивідендної політики на великій кількості українських підприємств, в умовах, коли перерозподіл власності ще остаточно не завершено, можна зробити висновок про те, що низька питома вага коефіцієнта реінвестування обумовлена не стільки скороченням тієї частки прибутку, яка реінвестується, внаслідок збільшення коефіцієнта дивідендного виходу, скільки тим, що в умовах функціонування підприємств з несталою структурою акціонерної власності, певна частка прибутку спрямовується для викупу власних акцій (Додаток Ж, 1-16).

Ось чому постала необхідність трансформувати коефіцієнт реінвестування, який розраховується як $(1-k_d)$ через застосування ще однієї складової – коефіцієнту викупу власних акцій – k_e . В остаточному вигляді розрахунок цього скоригованого показника, який позначається нами як коефіцієнт утримання – k_y , здійснюється таким чином:

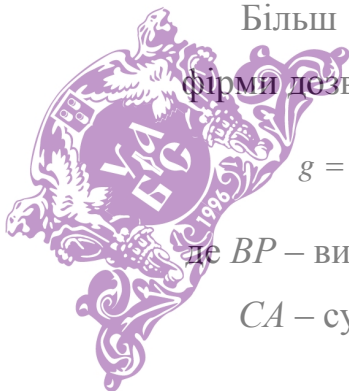
$$k_y = 1 - k_d - k_e \quad (2.3.8)$$

Більш детальний аналіз взаємозв'язку між активами та зобов'язаннями фірми дозволяє співвідношення (2.3.7) представити у вигляді:

$$g = \frac{BP}{CA} \cdot \frac{CA}{ЗСЗ} \cdot \frac{ЗСЗ}{САК} \cdot \frac{ЧП}{BP} \cdot (1-k_d-k_e), \quad (2.3.9)$$

де BP – виручка від реалізації;

CA – сума активів;



$ZCЗ$ – загальна сума зобов'язань;

CAK – сума акціонерного капіталу;

$ЧП$ – чистий прибуток.

$$g = Об_{акт} \cdot PM \cdot k_{нз} \cdot k_{нк} \cdot k_y, \quad (2.3.10)$$

де $Об_{акт}$ – оберненість активів;

PM – маржа прибутку;

$k_{нз}$ – коефіцієнт покриття зобов'язань;

$k_{нк}$ – частка позикових коштів;

k_y – коефіцієнт утримання.

Таким чином, ми маємо фінансове обґрунтування вже зробленого нами в п.1.3 висновку про те, що дивідендна політика корпорації є складовою загальної стратегії планування прибутку підприємства. Отже, оптимізувати розмір прибутку без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій для вирішення стратегічно важливих питань подальшого розвитку підприємства та зростання доходів його власників на основі перерозподілу частки прибутку на реінвестування і виплату дивідендів можна на основі впливу на такі показники, як оберненість активів, маржа прибутку, коефіцієнт покриття зобов'язань, частка позикових коштів, коефіцієнт утримання.

Якщо PM – маржа прибутку (E/S), а k_y – коефіцієнт утримання, то

$$EFN = Ag - PM \cdot S \cdot k_y (1 + g) \quad (2.3.11)$$

$$EFN = Ag - PM \cdot S \cdot k_y - PM \cdot S \cdot g \cdot k_y = -PM \cdot S \cdot k_y + (A - PM \cdot S \cdot k_y)g = 0 \quad (2.3.12)$$

$$g = \frac{PM \cdot S \cdot k_y}{A - PM \cdot S \cdot k_y} = \frac{S \cdot k_y \cdot \frac{E}{S}}{A - S \cdot k_y \cdot \frac{E}{S}} = \frac{E \cdot k_y}{A - E \cdot k_y} = \frac{k_y \cdot \frac{E}{A}}{\frac{A}{A} - \frac{E}{A} \cdot k_y} = \frac{ROE \cdot k_y}{1 - ROE \cdot k_y} \quad (2.3.13)$$

$$g = \frac{ROE \cdot (1 - k_d - k_s)}{1 - ROE(1 - k_d - k_s)} \quad (2.3.14)$$

Таким чином, запропонований метод розрахунку максимального обсягу зростання активів корпорації без додаткового зовнішнього

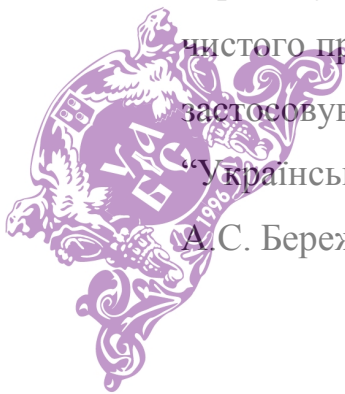


фінансування і емісії нових акцій базується на новому підході обчислення коефіцієнту утримання з використанням коефіцієнту викупу акцій.

Слід зазначити, що до основних факторів запровадження фінансової політики перерозподілу прибутку акціонерного товариства на основі викупу акцій слід віднести наступні:

- накопичення капіталу для поглинання інших підприємств;
- викуп акцій з метою їх погашення та зміни структури акціонерної власності;
- викуп акцій та емісія зобов'язань як найбільш швидкий засіб зміни структури капіталу;
- продаж власних акцій у разі нестачі грошових коштів;
- власні акції більш вигідні для заохочення працівників фірми, ніж використання для цих цілей емісій чи цінних паперів, що конвертуються;
- викуп акцій як альтернативний варіант інвестування фінансових ресурсів;
- викуп акцій з метою штучного уникнення від оподаткування.

В процесі проведеного дослідження ми переконалися в тому, що певна кількість підприємств з нестійкою структурою власності використовують викуп акцій як засіб зміни структури акціонерної власності з метою поглинання іншими підприємствами або з метою штучного уникнення від оподаткування. В окремих випадках, як наприклад у ВАТ “Лопушнянський кар’єр” (див. Додаток Ж, 2), сума коштів, що спрямовувалася на викуп акцій навіть перевищувала в два рази розмір чистого прибутку. В наведених в Додатку Ж прикладах аналогічну політику застосовували такі підприємства як “Івано-Франківськцемент”, “Металург”, “Український науково-дослідний інститут вогнетривів імені А.С. Бережного”, “Укргазбуд”, “Авторитет” та інші.



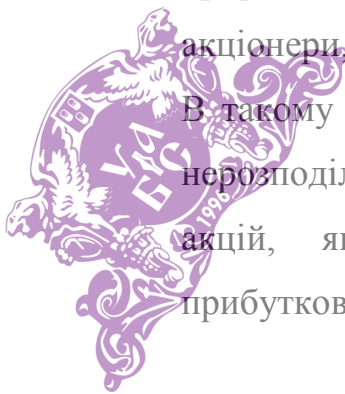
Для більшої кількості акціонерних товариств України найбільш поширеною є реалізація політики залишкового дивіденду, що обумовлено, насамперед, значними коливаннями рівня отриманого прибутку та нестійким рівнем фінансово-господарського стану. Так, наприклад, протягом 2000-2001 рр. така політика використовувалась в діяльності підприємств різної галузевої приналежності, таких як “Сумський м’ясокомбінат”, “Туристичний комплекс “Запоріжжя”, “Полтавський автоагрегатний завод”, “Агронафтогазтехсервіс”, “Нафтохімік Прикарпаття”, “Готель “Санкт-Петербург” (див. Додаток Ж, 17-22).

Слід зауважити, що на тих підприємствах, де спостерігається досить висока концентрація акціонерної власності, найбільш розповсюдженою є реалізація політики стабільного дивідендного виходу (див. Додаток Ж, 23-24).

Іншим досить важливим фактором впливу на формування та використання прибутку акціонерного товариства та вибір певного виду дивідендної політики є особливості оподаткування.

Як свідчить зарубіжний досвід, головна особливість оподаткування дивідендів корпорації полягає в існуванні подвійного оподаткування. Спочатку податок з прибутку сплачує корпорація, а потім акціонери сплачують особистий податок зі своїх доходів, а саме з дивідендів. Інвестор не в змозі вплинути на рівень податків, що збираються з корпорації, але інвестор може вплинути на рівень свого податку з доходу від дивідендів.

При сплаті особистого податку з доходу інвестор може обирати між приростом капіталу і отриманням дивідендів. У разі, коли податок на приріст капіталу істотно нижче, ніж на зростання грошових доходів, акціонери, як правило відають перевагу доходу у вигляді проросту капіталу. В такому разі основним джерелом фінансування капіталовкладень будуть нерозподілені доходи корпорацій, акціонери отримають дохід через продаж акцій, які будуть дорожчати. Розглядаючи формулу очікуваної прибутковості ($k = \text{Дивідендна прибутковість} + \text{Прибутковість приросту}$



капіталу) [139, с.246-247] видно, що при розбіжності в прибутковому оподаткуванні дивідендів і приросту капіталу очікувана доподаткова і післяподаткова прибутковості будуть розрізнятися для інвестора. Інвестор буде оцінювати акції в залежності від дивідендної політики (від вибору низькою або високої доподаткової дивідендної прибутковості). Чистий дохід акціонера після одержання дивідендів дорівнює:

$$C_d = (da)(n)(1 - Ts), \quad (2.3.15)$$

де C_d – чистий дохід акціонера;

n - число акцій у даного акціонера;

Ts - гранична ставка прибуткового податку, що при прогресивному оподаткуванні збільшується зі зростанням доходів.

При продажу акцій (при політиці викупу корпорацією своїх акцій або при недоліку поточних грошових коштів у акціонера) чистий дохід складе:

$$C_{d.e.} = (P_1 - P_0)(n)(1 - Tk), \quad (2.3.16)$$

де P_1 - ціна продажу акції,

P_0 - номінальна вартість акції,

n - число проданих акцій,

Tk - ставка податку з приросту капіталу.

Якщо приріст капіталу, що одержується інвестором, оподатковується податком більше, ніж дивідендні надходження, то інвестори з метою економії на податках віддадуть перевагу акціям корпорації, що мало зростають у ціні, але обіцяють високі дивіденди на акцію. І навпаки, якщо дивіденди оподатковується податком за більш високою ставкою, чим приріст капіталу, то інвестори віддадуть перевагу акціям з низькою доподатковою дивідендною прибутковістю. У цьому випадку акції корпорації, що характеризується низькою доподатковою дивідендною прибутковістю і високою прибутковістю приросту капіталу будуть цінуватися на ринку вище, тобто ціна цих акцій буде більше, ніж ціна акцій аналогічного ризику, але іншого підходу до розміру дивіденду. Якщо корпорація буде



збільшувати розмір дивіденду на акцію (тобто підвищувати дивідендну прибутковість), то для компенсації податкових платежів загальна доподаткова прибутковість зросте, а ціна акції упаде, тобто відбудеться зменшення ринкової ціни капіталу. Теорія, що пояснює вибір дивідендної політики ефектом на ціну акції розходжень в оподатковуванні поточного доходу акціонера і приросту його капіталу, була запропонована в 1979 році Літзенбергером і Рамасвами. Для того періоду в США податкові ставки по поточному доходу і приросту капіталу значно відрізнялися. З 1986 року податок на дивідендний дохід - 31%, на приріст капіталу - 28%.

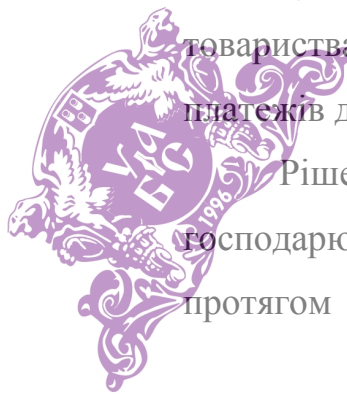
Податкові ставки на приріст капіталу більш низькі, чим на дивіденди в багатьох країнах (наприклад, у Великій Британії податок на приріст капіталу - 30%, а на дивіденди вище) [139, с.247].

Розглянемо процес оподаткування дивідендів в Україні більш детально оскільки відомо, що оподаткування дивідендів залежить від таких чинників: від форм виплати дивідендів, від юридичного статусу платника податку і т.п.

Для нарахування і виплати дивідендів необхідне рішення загальних зборів акціонерів – для акціонерних товариств, а для інших товариств – рішення зборів засновників, оскільки порядок розподілу прибутку, визначення терміну і порядку виплати дивідендів належить виключно до їх компетенції.

Право на отримання дивідендів мають особи, які є учасниками товариства на початок терміну виплати дивідендів. Дивіденди за акціями, виплачуються з прибутку, що залишається в розпорядженні акціонерного товариства після сплати встановлених законодавством податків, інших платежів до бюджету, а також відсотків за банківський кредит.

Рішення про виплату дивідендів може прийматися суб'єктом господарювання незалежно від того, чи була його діяльність прибутковою протягом звітного періоду, якщо у корпорації є інші власні джерела для



виплати дивідендів. Отже, джерелом виплати дивідендів можуть бути не тільки чистий прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства, але й інші джерела, а саме:

- нерозподілений прибуток минулих років;
- резервний фонд корпорації (див. рис. 1.4.1)

Слід відмітити, що джерелом виплати дивідендів нерезидентам України можуть бути виключно прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства – емітента корпоративних прав після оподаткування.

Порядок оподаткування дивідендів визначено у Законі України “Про оподаткування прибутку підприємства”. Платник податків, який виплачує дивіденди своїм акціонерам, нараховує і утримує податок на дивіденди в розмірі 30% нарахованої суми за рахунок таких виплат незалежно від того, чи є емітент платником податку на прибуток. Указаний податок вноситься до бюджету до або одночасно з виплатою дивідендів.

Необхідно відмітити, що податок на дивіденди не застосовується у разі [60, с. 26]:

- виплати дивідендів у вигляді акцій, емітованих суб’єктом господарювання, який нараховує дивіденди, - за умови, що така виплата ніяким чином не змінює пропорцій участі всіх акціонерів у статутному фонді корпорації-емітента;
- виплата дивідендів на користь нерезидентів.

Платник податків – емітент корпоративних прав має право зменшити суму нарахованого податку на прибуток на суму внесеного до бюджету податку на дивіденди. У випадку, якщо сума сплаченого податку на дивіденди перевищує суму податкових зобов’язань підприємства-емітента щодо податку на прибуток звітного періоду, різниця переноситься на зменшення зобов’язань щодо податку на прибуток такого підприємства в майбутніх звітних періодах у чинному порядку.

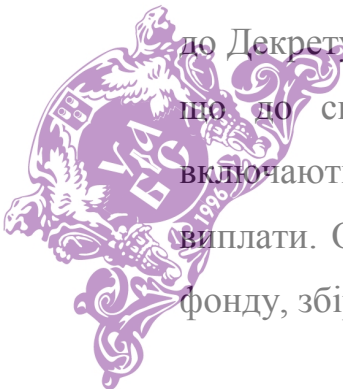
Слід зазначити, що операції з виплати дивідендів у грошовій формі



або у формі цінних паперів не є об'єктом обкладання податком на додану вартість. У випадку виплати дивідендів у натуральній формі для підприємства, котре здійснює таку виплату, ця операція для цілей податкового обліку розглядається як бартерна. Це спричинює виникнення валового доходу і податкових зобов'язань щодо ПДВ, базою нарахування яких є звичайна ціна, котра в свою чергу повинна відповідати сумі, що підлягає виплаті, тобто нарахованій сумі дивідендів за вирахуванням суми 30-відсоткового податку на дивіденди.

Законодавством не встановлені будь-які особливості оподаткування дивідендів, нарахованих на акції, які знаходяться у власності держави. Тому при виплаті дивідендів податок на них утримується в загальному порядку. Слід зазначити, що державні підприємства, установи й організації після сплати обов'язкових платежів здійснюють відрахування від прибутку, що залишається в розпорядженні, на технічне переоснащення виробництва, освоєння нових технологій і здійснення природоохоронних заходів, нового будівництва і на поповнення власних оборотних коштів за нормативами, установленими органами, які здійснюють функції з управління майном, що знаходиться в державній власності, але не менше 30% і не більше 80% такого прибутку. Тільки після спрямування прибутку на ці цілі сума, що залишилася, може використовуватися на розсуд підприємства, у тому числі для виплати дивідендів.

Акціонерами господарських товариств, крім юридичних осіб, можуть бути і фізичні особи. Оскільки одержувачами дивідендів є фізичні особи, то для вирішення питання оподаткування таких доходів необхідно звернутися до Декрету КМУ «Про прибутковий податок з громадян» яким встановлено, що до складу отриманого громадянами оподаткованого доходу не включаються суми дивідендів, з яких було утримано податок під час їх виплати. Отже, з таких доходів не утримуються також збір до Пенсійного фонду, збір до Державного фонду сприяння зайнятості населення.

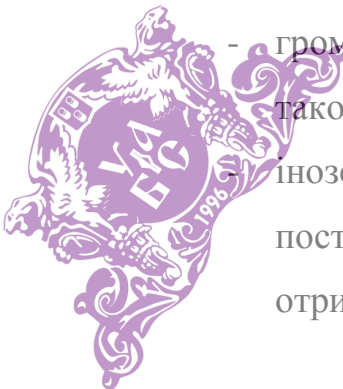


У свою чергу, підприємства на суму дивідендів, виплачуваних фізичним особам, не нараховують збір до Пенсійного фонду, збір до Державного фонду сприяння зайнятості населення, збір до Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування від тимчасової втрати працездатності та витрат обумовлених народженням та похованням, збір до Фонду соціального страхування від втрати працездатності у зв'язку з нещасними випадками на виробництві і професійним захворюванням, оскільки ця виплата не входить до об'єкта обкладання такими зборами – до фонду оплати праці. Не включаються до сукупного оподаткованого доходу громадян також і дивіденди, виплачені у вигляді акцій.

Дивіденди на привілейовані акції фізичних осіб підлягають обкладенню податком на дивіденди на загальних підставах – у розмірі 30%, але при цьому такі дивіденди прирівнюються до виплати додаткових благ, які обкладаються прибутковим податком. А це означає, що суми дивідендів включаються до сукупного оподаткованого доходу, який обкладається прибутковим податком за шкалою і з якого при виплаті працівникам підприємства утримуються збори до пенсійного фонду.

Сума дивідендів на привілейовані акції обкладаються прибутковим податком при їх отриманні [60, с. 28]:

- фізичними особами – громадянами України, які не є працівниками підприємства, - за ставкою 20%. Такі фізичні особи після закінчення календарного року повинні подати до податкового органу за місцем проживання декларацію про суму сукупного доходу, отриманого як за основним, так і не за основним місцем роботи;
- громадянами, які не мають постійного місця проживання в Україні, - також за ставкою 20%;
- іноземними громадянами та особами без громадянства, які мають постійне місце проживання в Україні, - у тому ж порядку, що й при отриманні дивідендів громадянами України.



Оподаткування дивідендів, належних нерезидентам, відрізняється від оподаткування дивідендів, належних резидентам. Нерезидентами є юридичні особи і суб'єкти господарської діяльності, котрі не мають статусу юридичної особи з місцезнаходженням за межами України, які створені та здійснюють свою діяльність згідно із законодавством іншої держави.

Емітент корпоративних прав здійснює виплату дивідендів нерезиденту пропорційно його частці у статутному фонді пропорційно прибутку, що залишається в розпорядженні такого емітента після оподаткування. Отже, як вже зазначалося вище, на відміну від випадку виплати дивідендів резидентам України джерелом виплати дивідендів нерезидентам може бути виключно прибуток, що залишається в розпорядженні емітента корпоративних прав після оподаткування.

Сума доходів нерезидентів, отриманих у вигляді дивідендів, обкладається податком за ставкою 15% від нарахованої суми виплати, якщо інше не передбачено нормами міжнародних угод, що набрали чинності.

Міжнародними угодами може бути визначені інші ставки податку на доходи, що одержуються нерезидентами. Так, відповідно до Конвенції між Україною і Канадою про уникнення подвійного оподаткування і попередження ухилень від сплати податків щодо доходів і майна податок, який справляється з доходів у вигляді дивідендів, не повинен перевищувати 5 відсотків загальної суми дивідендів, якщо право на ці дивіденди фактично має компанія, котра контролює прямо або непрямо принаймні 20 відсотків статутного фонду компанії, що виплачує дивіденди. В усіх інших випадках може застосовуватися ставка податку в розмірі 15 відсотків [24, сс. 14-15].

Сплата податку на дивіденди, виплачувані нерезидентам України, здійснюються до або в момент виплати дивідендів при їх репатріації за кордон, але не пізніше сплати податку за результатами податкового періоду, в якому відбулося нарахування таких дивідендів.

Слід звернути увагу на те, що на нерезидентів, які одержують доходи

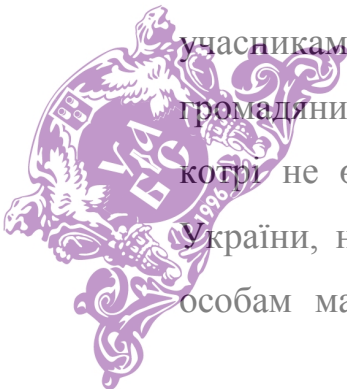


у вигляді дивідендів не поширюються наступні правила:

- платник податку на прибуток – емітент корпоративних прав має право на зменшення суми нарахованого податку на прибуток на суму внесеного до бюджету податку на дивіденди;
- платник податку на прибуток, що виплачує дивіденди своїм акціонерам, зобов'язаний нараховувати і утримувати податок на дивіденди в розмірі 30 відсотків нарахованої суми виплат за рахунок таких виплат;
- у випадку якщо сума сплаченого податку на дивіденди перевищує суму податкових зобов'язань підприємства-емітента щодо податку на прибуток звітного періоду, різниця переноситься на зменшення зобов'язань щодо податку на прибуток такого підприємства в майбутніх податкових періодах;
- юридичні особи, котрі одержують дивіденди, не включають їх до складу валового доходу за умови: якщо із сплачених дивідендів утримано 30-відсотковий податок на дивіденди або якщо дивіденди отримано нерезидентом у вигляді акцій за умови, що така виплата ніяк не змінила пропорцій участі всіх акціонерів у статутному фонді підприємства-емітента.

Головним висновком з вище викладеного для підприємства-емітента корпоративних прав є те, що при виплаті дивідендів на користь нерезидентів воно не має право на зменшення податкових зобов'язань на суму сплаченого податку на прибуток.

В Законі України “Про господарські товариства” передбачено, що учасниками і засновниками товариства можуть бути також і іноземні громадяни, тому можливі випадки виплати дивідендів фізичним особам, котрі не є громадянами України. Фізичні особи, які не є громадянами України, нерезидентами не є. У зв'язку з цим, виплата дивідендів таким особам має обкладатися податком за ставкою 30%, а не 15%, як для



нерезидентів – юридичних осіб. Тобто, при виплаті дивідендів фізичним особам, котрі не є громадянами України, підприємства емітенти корпоративних прав повинні оподатковувати дивіденди в тому ж порядку, як і при виплаті фізичним особам і юридичним особам – резидентам України.

Порядок оподаткування доходів, отриманих іноземними громадянами, залежить від того, мають такі громадяни постійне місце проживання в Україні чи ні.

Оподатковуваний дохід іноземних громадян, які мають постійне місце проживання в Україні, визначається в тому ж порядку, що і оподатковуваний дохід з громадян України. Доходи іноземних громадян, які мають постійне місце проживання в Україні, підлягають обкладенню прибутковим податком за шкалою ставок і на умовах для оподаткування аналогічних доходів громадян України.

Що стосується іноземних громадян, які не мають постійного місця проживання в Україні, то з доходів отриманих такими громадянами, утримується прибутковий податок у джерела виплати за ставкою 20% без виключення з доходу встановленого діючим законодавством неоподаткованого мінімуму доходів громадян. Ця ставка оподаткування застосовується тоді, коли інше не передбачено міжнародними договорами про уникнення подвійного оподаткування доходів громадян.

Отже, виявляється, що з дивідендів, виплачуваних іноземним громадянам, які не мають постійного місця проживання в Україні, підприємство має утримати спочатку 30-відсотковий податок на дивіденди, а із суми, що залишилася, - ще додатково прибутковий податок у розмірі 20%.

Таким чином, ми могли переконатися в тому, що одним із головних факторів впливу на регулювання процесів формування, розподілу та використання прибутку акціонерного товариства є податкова політика, яка



безпосередньо впливає на вибір і реалізацію певної моделі дивідендної політики щодо визначення форм та строків виплати дивідендів.

2.4. Проблеми захисту інтересів міноритарних акціонерів в процесі ефективного реалізації прав власності.

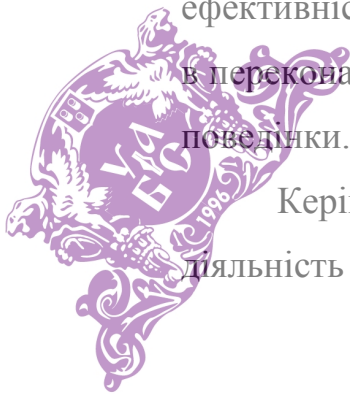
Реалізація системного підходу до аналізу сутності поняття “дивідендна політика” обумовлює необхідність її всебічного розгляду не лише як складової відповідної фінансової політики корпорації складової корпоративного управління, але і як елемента формування відповідного типу корпоративної культури, про що ми вже зазначали в пункті 1.1. Стан корпоративної культури є важливим елементом і показником зрілості суспільства в процесі переходу до ринкових, цивілізованих відносин.

Корпоративна культура – це комплексне поняття, яке охоплює сукупність відносин, переконань, норм поведінки та цінностей, спільних для персоналу організації. Ці компоненти культури визначають спосіб дій і взаємодій працівників, а відтак в значній мірі впливають на досягнення поставленої мети, рівень ефективності виробництва та менеджменту [129].

Значення корпоративної культури зростає по мірі розвитку суб’єкта господарювання, збільшення її розмірів, удосконалення її техніко-технологічного потенціалу. Винятково важлива роль відводиться їй у реалізації стратегій, спрямованих на зміцнення конкурентоспроможності фірми на ринку.

Однак корпоративна культура може по-різному впливати на ефективність виробництва та інвестицій, оскільки її коріння залягає глибоко в переконаннях людей, які закріплюють досвід колишніх рішень та моделей поведінки.

Керівництво підприємства повинно послідовно впроваджувати у свою діяльність апробовані світовим досвідом принципи, методи й засоби



ефективного корпоративного менеджменту. Ці новації вестимуть водночас і до позитивних змін у культурі, яка сприймається працівниками як мікроклімат організації. Коли ж організаційна культура залишається консервативною через збідненість методів керівництва, ігнорування людського чинника в управлінні, то вона буде протидіяти розробці корпоративної стратегії, проведенню організаційних змін.

Як відомо, акціонування державних підприємств в Україні є основною формою реформування економіки як з огляду перспектив залучення інвестицій, так і враховуючи надвисокий рівень концентрації та централізації виробництва.

Проте інвестиційні потенціали акціонерних підприємств, створених на базі державної власності, як ми переконалися в процесі висвітлення даного питання в пункті 2.2, поки що різко контрастують з реальною дійсністю. За формально правовими змінами не склалася корпоративна культура, адекватна ринковим умовам. Корпоративна культура у ринкових умовах передбачає наступне структурування учасників виробничого процесу (рис. 2.4.1) [129].

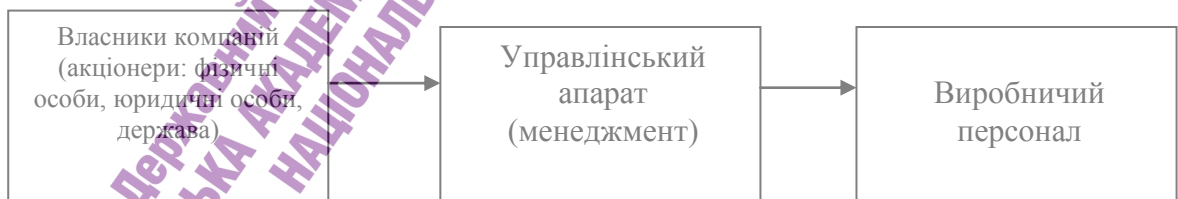
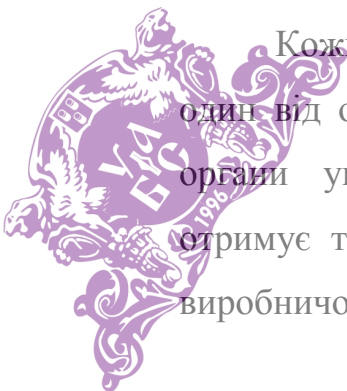


Рис. 2.4.1. Структурування учасників виробничого процесу

Кожний з цих трьох елементів корпорації має функціонувати окремо один від одного. Акціонери-співвласники на загальних зборах формують органи управління корпорацією. Генеральний виконавчий менеджер отримує та реалізує повноваження по набору управлінської команди та виробничого персоналу.



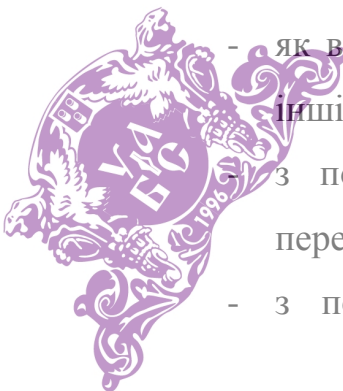
Жоден з цих елементів корпоративного управління не функціонує в Україні відповідно до класичної схеми. Першою задачею корпорації, створеної в процесі приватизації державного підприємства і працюючої в умовах економіки перехідного періоду, є реструктурування її діяльності, приведення її у відповідності з конкурентно-ринковим середовищем, що формується в сучасних умовах. Як правило, цей процес починається зі структурної перебудови виробництва. В той же час ця зміна потребує адекватного коригування структури апарату управління, тому що низька якість менеджменту може звести до мінімуму всі роботи по збільшенню ефективності виробництва і зростання його конкурентного статусу.

Структурно корпорацію за рівнями управління можна поділити на верхній і нижній. Верхній рівень включає в себе акціонерів – безпосередньо власників корпорації, їх представників – раду директорів. Нижній рівень – це лінійні керівники (менеджери) і власно трудовий колектив.

На верхньому рівні корпоративне управління уявляє собою організаційну модель, за допомогою якої підприємство захищає інтереси своїх інвесторів. Тип моделі, що застосовується залежить від структури підприємства, системи представництва інвесторів і відображає факт розділення функцій володіння і управління.

В загальному вигляді можливе застосування двох систем корпоративного управління верхнього рівня. Це так звані системи “інсайдерів” і “аутсайдерів”. Їх різниці визначаються в основному різницями у складі інвесторів і методах управління. У науковій літературі визначення термінів "інсайдер" і "аутсайдер" є різноманітним [116, с.159]:

- як внутрішні - працівники, менеджери і зовнішні - банки, фонди та інші корпорації;
- з погляду глибини корпоративних прав - у холдингах або в перехресній схемі володіння;
- з погляду ступеня концентрації власності: інсайдери - великі



("контролюючі") акціонери, аутсайдери - дрібні, портфельні акціонери;

- як внутрішні виконавці й незалежні керівники в складі унітарного або дворівневого органу керування.

Система "інсайдерів" передбачає жорстокий контроль за діяльністю підприємства з боку невеликої кількості власників акцій. В цьому випадку володіння і право власності практично співпадають.

Система "аутсайдерів" передбачає переважно використання непрямих методів контролю з боку багато чисельних власників невеликої кількості акцій підприємства.

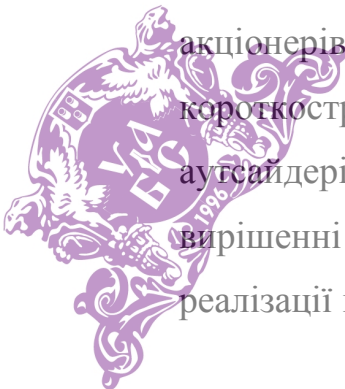
Варіанти методів непрямого корпоративного управління можуть бути наступні:

- отримання повноважень за довірою у акціонерів;
- вороже поглинання;
- механізм банкрутства.

Отримання повноважень за довірою у акціонерів означає, що управління підприємством здійснюється групою менеджерів, які отримали від найбільшої кількості акціонерів довіру на керівництво підприємством.

Механізм ворожого поглинання пов'язаний з наявністю розвинутого фондового ринку і означає заміну керівництва підприємства або реорганізацію управління у разі отримання контрольного пакету акцій зацікавленими фізичними або юридичними особами.

Проблеми корпоративного управління верхнього рівня обумовлені, перш за все різницею цілей акціонерів і менеджерів. Основна мета акціонерів – отримання прибутку на вкладений капітал. При чому короткострокові інтереси, особливо у дрібних інвесторів (система аутсайдерів), як правило, приваляють над перспективними. Тобто, при вирішенні питання про розподіл прибутку акціонери віддадуть перевагу реалізації короткострокових фінансових рішень, в тому числі щодо виплати



дивідендів, проти реалізації довгострокових цілей щодо фінансування інвестиційних розвитку виробництва. В той же час мета менеджерів спрямована на розвиток і стійке функціонування підприємства.

В загальному вигляді проблеми корпоративного управління верхнього рівня в українських умовах можна класифікувати як економічні, організаційні, правові і психологічні (табл.2.4.1).

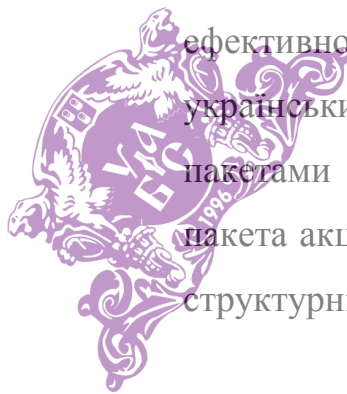
Таке виділення проблем достатньо умовно, оскільки вони взаємозв'язані та взаємообумовлені. Основною проблемою є несталість нормативної бази і економічної політики держави, що перешкоджає прийняттю господарських довгострокових рішень і викликає інші проблеми управління.

Таблиця 2.4.1

Класифікація проблем корпоративного управління [29, с . 24]

Економічні	Правові	Організаційні	Психологічні
Неможливість певної оцінки вартості майна	Законодавчі обмеження щодо складу учасників акціонерних товариств	Недосконала організаційна структура управління	Стійкість традицій у взаємовідносинах між членами правління, акціонерами, робітниками
Непередбаченість правової і економічної політики		Неврегульованість господарської інфраструктури	Антиринковий менталітет

Внаслідок розпорошення прав власності та через відсутність діючого фондового ринку не з'явилися організатори процесу консолідації пакетів акцій. У переважній більшості акціонованих підприємств бракує власника контрольного пакета акцій, найбільш заінтересованого у забезпеченні ефективного менеджменту. Особливістю корпоративної культури українських акціонованих підприємств є також володіння великими пакетами акцій їх керівниками. Такий керівник прагне до блокуючого пакета акцій, аби зашкодити акціонерам на зборах провести свої кадрові та структурні рішення.



Має місце роздвоєння керівника на фактичного власника та виконавчого керівника. При професійній некомпетентності чи інших особистих обмеженнях такого керівника підприємство приречене на загибель.

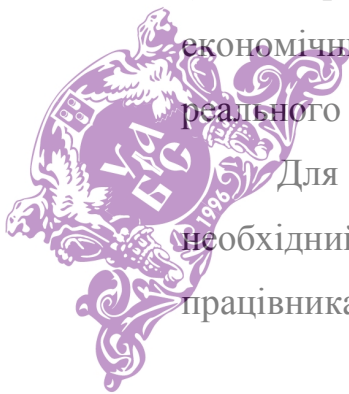
Вітчизняна специфіка корпоративної культури полягає і в правовому нігілізмі рядових акціонерів, не усвідомленні ними своїх прав, нездатності домовитися про взаємодії. Відторгненість акціонерів від участі у прийнятті рішень потурає тим керівникам, які навмисно своєю бездіяльністю доводять акціонерів до відчаю і скуповуванням повернутих акцій збільшують свою владу і незалежність від решти акціонерів.

Все це дає нам підстави стверджувати, що в сучасних умовах в Україні сформувався специфічний тип корпоративного управління, який можна охарактеризувати як тип "скритого інсайдерського впливу".

Найбільш важлива проблема – та, що стосується активності й узгодження інтересів різних груп учасників корпоративних відносин виникає у разі, якщо керівництво підприємств і частина зовнішніх інвесторів намагаються зайняти активну позицію в вирішенні стратегічних питань розвитку, а держава і працівники підприємств займають пасивну позицію.

Звідси виникає проблема концентрації корпоративної власності й економічної ефективності діяльності корпорації: якщо відбувається процес концентрації власності, то формується відносно прозора система корпоративного управління. Найчастіше саме концентрація власності (концентрований контроль) у різних формах виступає як основний економічний механізм корпоративного контролю, що формує базу для реального впливу інвесторів і підсилює правовий захист.

Для усунення цих вад корпоративної культури, на наш погляд, необхідний чіткий законодавчий розподіл функцій власника, менеджера та працівника, за яким виняткове право на прийняття рішень відводиться лише



власнику (зборам акціонерів), а менеджер бере на себе зобов'язання виконувати волю власника. Юридичне й організаційне унормування відносин між власниками, менеджерами та виробничими працівниками - необхідна умова розблокування та інтенсифікації інвестиційного процесу.

На сьогодні для України характерна розмитість системи корпоративного контролю, яка обумовлює втрату підприємством навіть середньострокових орієнтирів розвитку. При такій "аморфній" системі навіть з реальною концентрацією контролю в будь-якого суб'єкта зникає як відповідальність за стан справ корпорації, так і контроль з боку акціонерів за "відповідальними особами". Отже, важливе значення має конкретність питання про ефективного (відповідального) власника.

У США проведено дослідження ефективності правових систем 49 країн світу з погляду захисту інтересів. Автори прийшли до висновку, що концентрація власності є реакцією на слабкий правовий захист інвесторів у рамках національної моделі управління. Високий рівень концентрації капіталу є свідченням слабо розвинутого ринку капіталів. Як показали результати проведеного дослідження, це пов'язано з тим, що слабкий правовий захист дрібних інвесторів не дозволяє компаніям мобілізувати необхідні ресурси. При "розмитості" прав власності паралізується інвестиційна активність: чим краще визначені й захищені права власності, тим менший ризик на ринку капіталів [116, с. 159].

Дані висновки дуже актуальні для України. Можна припустити, що проблема притягнення інвестицій у корпоративний сектор не буде вирішена навіть після закінчення боротьби за контроль у нових корпораціях.

Концентрація володіння може розцінюватися як спосіб адаптації нового власника, але не дає гарантій новим потенційним інвесторам в умовах нестабільної системи права власності та слабого правового регулювання.

Це означає, що розвиток корпоративного сектора в Україні й інших країнах



із перехідною економікою буде пов'язаний з постійним удосконаленням механізму захисту інвесторів і системи виконавчого права.

Для акціонерних товариств з несталою структурою власності захист прав меншості акціонерів може здійснюватися шляхом викупу за ринковими принципами у акціонерів, що володіють невеликою кількістю акцій, належних їм цінних паперів. Фінансові складові цієї проблеми, що є специфічною для умов української економіки вже були детально висвітлені нами в п. 2.3. Щодо правового забезпечення цього питання, то викуп акцій з метою реалізації прав міноритарних акціонерів здійснюються у таких випадках [8]:

- при внесенні до статуту змін, що обмежують права акціонерів;
- при реорганізації, якщо акціонер не погоджується з її цілями чи не бажає бути акціонером новоствореного товариства;
- у разі укладення “значної угоди”, під якою розуміється таке відчуження чи набуття, що здійснює товариство, за яким може значно змінитися фінансовий стан акціонерного товариства чи порушитись права акціонерів;
- у разі забезпечення захисту прав акціонерів, кредиторів при реорганізації акціонерного товариства шляхом визначення правильної оцінки акцій товариств, що реорганізуються (у разі відмови акціонера від участі у новоствореному), та переході зобов'язань при реорганізації і задоволенні вимог кредиторів щодо дострокового виконання зобов'язання;
- для встановлення можливості участі власників привілейованих акцій у голосуванні в таких випадках:
 - а) коли акціонерне товариство не сплатило дивіденди за привілейованими акціями;
 - б) коли загальними зборами приймається рішення, що може вплинути на обмеження прав власників привілейованих акцій;



- в) коли привілейовані акції підлягають конвертації в прості;
- у разі передбачення можливості для акціонера (і порядок) внесення ним питань до порядку денного загальних зборів: акціонер, що має від 2% акцій, може внести питання на розгляд загальних зборів без розгляду правління щодо доцільності його внесення;
- щоб передбачити право акціонера, що має 10% акцій, скликати позачергові збори акціонерів у разі відмови правління їх проводити. Відсутність відповіді від правління з цього питання також вважати за відмову;
- для надання кредитору можливість вимагати достроково задоволення вимог у разі зменшення статутного фонду. Встановити критерії, за якими можливе задоволення таких вимог;
- для забезпечення прав кредиторів встановити заборону для акціонерного товариства сплачувати дивіденди у разі: перевищення активів над пасивами та неплатоспроможності акціонерного товариства платити за зобов'язаннями.

В будь-якій корпорації виникає конфлікт інтересів: з одного боку, власників, які прагнуть до максимізації доходу на вкладений капітал, з іншого боку, менеджерів, які переслідують локальні цілі, серед яких максимізація прибутку корпорації, якою вони управляють, знаходиться не на першому місці. До них можна віднести:

- отримання високих особистих доходів;
- забезпечення комфортного життя;
- виживання корпорації у довгостроковому плані, що забезпечує також збереження робочого місця менеджера і його стабільний дохід в майбутньому;

кар'єра або удержання власного положення у рамках даної корпорації.

Нерівномірний розподіл інформації між власниками і менеджерами поглиблює конфлікт інтересів.



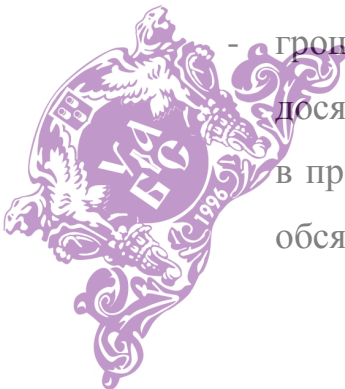
Таким чином, на нашу думку, адміністративно-правове врегулювання корпоративного конфлікту - це затвердження державою (уповноваженими державними органами) юридичних норм (правил) поведінки акціонерів та органів управління АТ, обов'язкових для виконання, які підтримуються громадською думкою і забезпечуються акціонерним товариством. Ці вимоги держави повинні бути соціально обумовленими, обґрунтованими і такими, що можуть практично реалізуватися.

Методом адміністративно-правового врегулювання конфлікту є сукупність юридичних прийомів, засобів та способів дії управлінських систем. Його характеризують два моменти: суб'єкт (джерело) правового врегулювання, тобто орган, уповноважений встановлювати відповідні правові норми та зміст самих правових норм.

В останній час в цілях мінімізації втрат акціонерів-власників від невідповідної інтересам акціонерів поведінки менеджерів зарубіжна теорія і практика виробили достатньо ефективну систему корпоративного управління, що складається з механізмів внутрішнього і зовнішнього контролю.

До внутрішніх механізмів за діями менеджерів за кордоном відносять [128, с. 36]:

- участь менеджерів в акціонером капіталі своїх корпорацій;
- ділова репутація менеджерів. У разі збиткової роботи підприємства, яким він керує, завжди існує ризик звільнення менеджера, що безпосереднім чином може відобразитися на його діловій репутації і знизити його конкурентні переваги на ринку праці;
- грошові заохочення менеджерів у формі: грошової премії за досягнення певної мети, що надається або в абсолютному розмірі, або в процентах від досягнутого результату (росту прибутку, збільшення обсягу продаж, економії витрат, збільшення частини на ринку і т.п.);



- надання менеджеру можливості придбання пакету акцій підприємства, яким він керує за пільговою ціною, тобто надання шансу стати співвласником;
- створення спеціального органу – наглядової ради (ради директорів) як посередньої ланки між менеджерами та акціонерами;
- з'явлення великих акціонерів, які є стратегічними інвесторами і мають можливість безпосередньо здійснювати контроль над менеджерами корпорацій.

Існування в країнах з розвинутою економікою ефективно діючого фондового ринку чітко виявляє некомпетентність керівництва і служить одним із основних зовнішніх механізмів контролю, що орієнтують менеджерів або на максимізацію прибутку, або на підтримку її на рівні, що задовольняє вимогам фондового ринку.

Таким чином, якщо менеджери і не прагнуть до максимізації прибутку корпорації, існування ефективного ринку цінних паперів змушує працювати їх з прибутковістю не меншою, ніж вимоги фондового ринку. Сукупний вплив зовнішніх і внутрішніх факторів дозволяє вищому керівництву в загалі діяти в інтересах корпорації і акціонерів.

В Україні на відміну від зарубіжних країн з розвинутою економікою відсутня зовнішні інституціональні обмеження у вигляді ліквідного фондового ринку, спеціального законодавства, що встановлює економічну відповідальність за якість дій менеджерів, залежності доходів директорату від фінансового результату підприємства, яким управляють. Так, в країнах з ринковою економікою основна частина доходів менеджера формується як відрахування від прибутку підприємства, яким вони управляють, а в Україні їх доходи практично не залежать від фінансових результатів діяльності підприємства (табл.2.4.2).



Якщо в нормальній ринковій економіці основну частину доходів отримують власники, то в Україні – особи, які здійснюють безконтрольне оперативне управління товарними і фінансовими потоками підприємства.

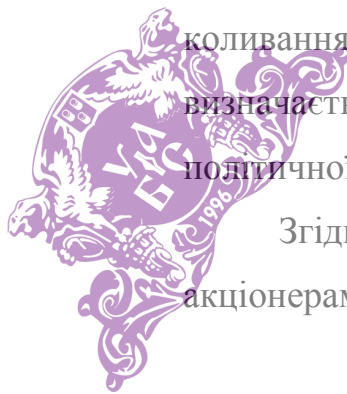
Таблиця 2.4.2

Співвідношення доходів керівників компанії і робочого персоналу [128, с.39]

Країна	Перевищення, кількість разів	Країна	Перевищення, кількість разів
Венесуела	84	Франція	15
Бразилія	48	Іспанія	15
Гонконг	43	Нідерланди	14
Мексика	43	Бельгія	13
Малайзія	42	Канада	13
Сінгапур	35	Німеччина	11
Аргентина	30	Швеція	11
США	24	Японія	10
Австралія	19	Швейцарія	10
Великобританія	18	Нова Зеландія	9
Італія	16	Південна Корея	8

В Україні також не діє зовнішній механізм корпоративного управління – ефективний фондовий ринок. В умовах відсутності “інформаційної прозорості”, обмеженого обігу акцій учасники фондового ринку в основному переслідують одну мету: заробити не на дивідендах, що сплачуються емітентом від частки чистого прибутку, а на різких коливаннях курсової вартості акцій. Причому ринковий курс акцій визначається не величиною дивідендів, що сплачуються, а змінами поточної політичної і економічної кон’юнктури.

Згідно з Законом України "Про господарські товариства" за акціонерами закріплено додаткові права: на вихід із товариства, а також на

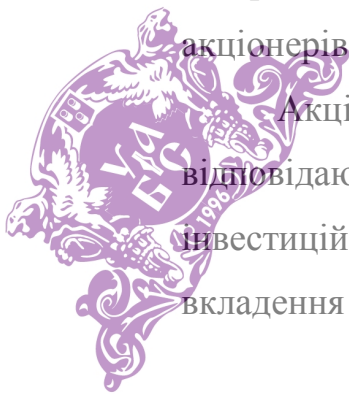


одержання інформації про його діяльність, внесення пропозицій щодо порядку денного загальних зборів акціонерів і знайомство з документами, пов'язаними з порядком денним загальних зборів в порядку, передбаченому ст. 43 Закону "Про господарські товариства" [79].

За меншістю, тобто за акціонерами, що у сукупності володіють більше 10% голосів, додатково закріплюється право вимоги включення додаткових питань до порядку денного загальних зборів акціонерів не пізніше, ніж за 30 днів до дня їх скликання; право вимоги скликання позачергових зборів акціонерів, а якщо правління не виконує ці вимоги протягом 20 днів, самим скликати такі збори, призначити своїх представників для контролю за реєстрацією акціонерів-учасників загальних зборів; вимоги проведення позачергових ревізій.

Акціонери, таким чином, наділяються рівними правами, що гарантують захист їхніх інтересів щодо участі в акціонерному товаристві, у тому числі в керуванні його справами, у розподілі прибутків товариства й одержанні його частини у вигляді дивідендів, що дорівнює участі в розподілі майна товариства у випадку його ліквідації. Однак названі гарантії не для всіх акціонерів діють в однаковій мірі. Відомо, що ступінь участі в акціонерному товаристві залежить від його частки в статутному фонді акціонерного товариства: чим більша частка в акціонера, тим більше перепаде йому прибутку, що розподіляється між акціонерами у вигляді дивідендів, тим більше йому належить голосів у загальних зборах акціонерів; остання ж обставина дає реальний шанс керувати справами товариства, а не просто формально брати участь у загальних зборах акціонерів без надії хоч яким-небудь способом вплинути на їх рішення.

Акціонерів прийнято ще іменувати інвесторами, оскільки вони відповідають вимогам, запропонованим Законом України "Про інвестиційну діяльність": акціонери є особами, що приймають рішення про вкладення власних, позикових чи залучених майнових або інтелектуальних



цінностей в об'єкти інвестування. До останніх відноситься будь-яке майно (у тому числі статутний фонд акціонерного товариства), цінні папери, інші об'єкти власності, майнові права.

В залежності від розміру участі та цілей, що переслідують інвестори при акціонерній формі інвестування, розрізняють: дрібних, портфельних, фінансових та стратегічних інвесторів.

Інтереси різних груп акціонерів-інвесторів можуть збігатися, а часом можуть бути діаметрально протилежними, тобто іншими словами, вони можуть конкурувати між собою. Можливості, які мають акціонери, також різні.

Акціонери - стратегічні інвестори, володіючи контрольним пакетом акцій, здатні контролювати діяльність акціонерного товариства, проводити через своїх представників в органах товариства вигідні для себе рішення, що у той же час можуть торкатися інтересів і самого товариства і інших груп акціонерів, і кредиторів акціонерного товариства.

Настільки ж широкі можливості для стратегічних інвесторів дає закріплений у законі принцип голосування на загальних зборах акціонерів: одна акція - один голос і принцип прийняття рішень на таких зборах: більшістю (простим, а по деяких питаннях - кваліфікованим) голосів, поданих на загальних зборах акціонерів; останнє ж визнається правомірним, якщо на ньому присутні акціонери, що володіють відповідно до статуту товариства більше 60% голосів.

Стратегічний інвестор може використовувати свої можливості щодо контролю за товариством на шкоду іншим учасникам корпоративних відносин, якщо це відповідає його інтересам (у законодавстві Німеччини такий інвестор-акціонер одержав назву "контролюючого підприємства"). Тому виникає проблема захисту зазначених осіб від зловживання стратегічним інвестором своїми можливостями впливу на акціонерне товариство [116, с.160].



Фінансовий інвестор менш могутній, чим стратегічний, але завдяки володінню значним пакетом акцій може сам або через своїх представників здійснювати деякий (а в ряді випадків - значний) вплив на прийняття органами АТ рішень.

Портфельний інвестор частіше за все не володіє цими можливостями, а дрібний інвестор позбавлений будь-якої реальної можливості впливати на прийняття органами акціонерного товариства рішень, що торкаються його інтересів. Консолідація ж дрібних акціонерів з метою придбання прав меншості дуже незначна через їхню роз'єднаність [116, с. 160].

У зв'язку з цим виникає проблема правового забезпечення реалізації інтересів різних груп акціонерів-інвесторів, самого товариства, його кредиторів, найманих робітників, споживачів, а також недопущення зловживання акціонерами, що здійснюють контроль над акціонерним товариством, своїми можливостями на шкоду згаданим особам. Рішення більшості можуть носити дискримінаційний характер стосовно акціонерної меншості. Основні форми дискримінаційних прав узагальнено в табл. 2.4.3.

Реорганізація акціонерного товариства, створення ним інших підприємств можуть заподіяти істотний збиток економічним інтересам акціонерної меншості. Так, в Україні все більше поширюється практика створення приватизованими акціонерними товариствами дочірніх підприємств: наділені визначеним капіталом вони відкривають власні рахунки, тобто одержують статус самостійних суб'єктів, що господарюють.

Створення таких підприємств викликають декілька причин: а) блокування вільного використання рахунків акціонерного товариства з боку державних органів; б) неефективність системи управління підприємством; в) зацікавленість власників контрольного пакета в створенні місць акумуляції й одержання прибутків, фактично недоступних для інших акціонерів. Реалізація останнього мотиву означає, по суті, позбавлення акціонерної меншості права одержувати ті прибутки, що реально приносить



акціонерний капітал. При цьому дочірні підприємства можуть створюватися під дуже привабливими приводами (зміцнення самостійності, підвищення економічної відповідальності структурних підрозділів та ін.)

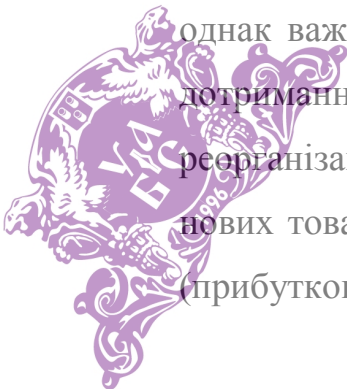
Таблиця 2.4.3

Основні форми дискримінації корпоративних прав

Форма	Наслідки
1. Реорганізація акціонерних товариств	- блокування вільного використання рахунків
	- запровадження неефективної системи управління підприємством
	- створення місць акумуляції одержаних прибутків, фактично недоступних для інших акціонерів
	- заподіяння істотних збитків економічним інтересам акціонерної меншості
2. Дискримінація дивідендних виплат	- капіталізація прибутків
	- виплата дивідендів з порушенням строків, черговості отримання
	- виплата дивідендів в обмежених обсягах, незважаючи на відповідні фінансові можливості
	- відмова власників контрольного пакету акцій формувати дивідендний фонд
3. Недотримання загальноприйнятих норм корпоративної поведінки та корпоративної культури	- некоректне погодження соціальної більшості стосовно меншості
	- порушення організації проведення зборів акціонерного товариства
	- одержання додаткових соціальних пільг та послуг представниками акціонерної більшості
	- нерівноправне ставлення до акціонерів
	- несвоєчасне і неточне розкриття інформації про діяльність АТ

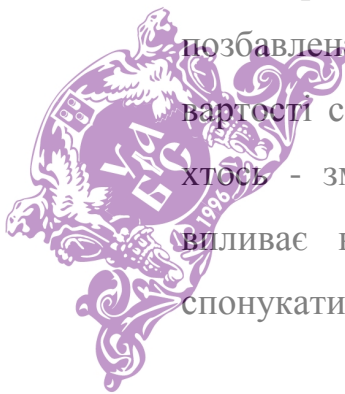
Реорганізація товариства, життєво необхідна для підприємства, сама по собі в принципі не повинна суперечити інтересам будь-яких акціонерів:

однак важливе значення мають не тільки мета, але і спосіб реорганізації, дотримання інтересів усіх без винятку власників акцій. А якщо реорганізація здійснюється шляхом поділу підприємства, наприклад, на два нових товариства, причому одне з них формується на базі перспективного (прибуткового) структурного підрозділу АТ, а друге, навпаки, на базі



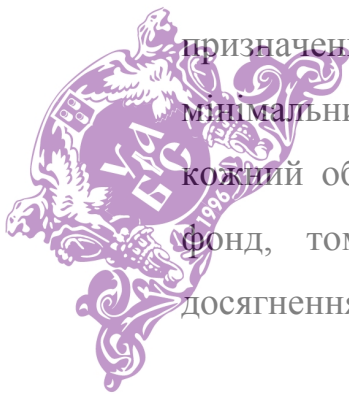
безперспективного підрозділу, то фактично відбувається "вилучення мертвих клітин" підприємницького капіталу. Особи, що контролюють товариство, прагнуть залишити собі "живі клітини" підприємницького капіталу а іншим акціонерам віддати те, що, цілком ймовірно, не принесе реальної користі найближчим часом, ні в перспективі. При цьому на нове, безперспективне підприємство можуть повісити усі борги, що були в АТ. Акціонери колишнього підприємства одержують паї вже в капіталі новоствореного підприємства, але вони явно нерівноцінні за своєю вартістю. Відповідно до чинного законодавства, вирішення питань, пов'язаних із реорганізацією АТ створенням дочірніх підприємств, філій та ін. є винятковою компетенцією загальних зборів акціонерів. Причому для позитивного вирішення питання потрібно набрати 3/4 голосів "за". Зовні ці норми виглядають як серйозний елемент врахування інтересів абсолютної більшості акціонерів, але фактично вони не забезпечують достатній захист інтересів інвесторів, що представляють акціонерну меншість. Тому необхідні додаткові заходи з боку держави, щоб підсилити захист інтересів акціонерної меншості. Мова йде, зокрема, про те, що акціонери, які не згодні з рішенням загальних зборів з реорганізації й іншими зазначеними процедурами повинні мати право вимагати від АТ викупу їхніх акцій. Таку норму, на нашу думку, варто обов'язково включити в законодавство, що регулює акціонерні відносини.

Іншою можливою формою дискримінації акціонерної меншості є не виплата дивідендів незважаючи на відповідні фінансові можливості. У акціонерної більшості формується дуже складна система інтересів, не позбавлена внутрішніх протиріч. Акціонери зацікавлені в рості ринкової вартості своїх акцій, але в той же час хтось не бажає втрачати прибуток, хтось - зменшувати капітал внаслідок виплат дивідендів, що негативно впливає на поточну ринкову вартість акцій. Таке протиріччя може спонукатися і шляхом переваги політики капіталізації прибутку.



Розподіл прибутку - це особиста справа власників підприємства. Але тривалу повну капіталізацію прибутку акціонерного товариства, небажання власників контрольного пакету акцій формувати дивідендний фонд, коли для цього є фінансові можливості, слід розглядати як некоректне поведження акціонерної більшості стосовно меншості. Адже багато індивідуальних інвесторів віддають свої засоби (шляхом придбання акцій), сподіваючись на одержання дивідендів. Необхідно взяти до уваги, що дрібні непрофесійні інвестори не почувають себе підприємцями, навіть маючи статус співвласників акціонерного товариства, вони просто довірилися іншим людям - засновникам товариства, його ключовим учасникам. Держава повинна впливати на поведження акціонерної більшості в даному питанні.

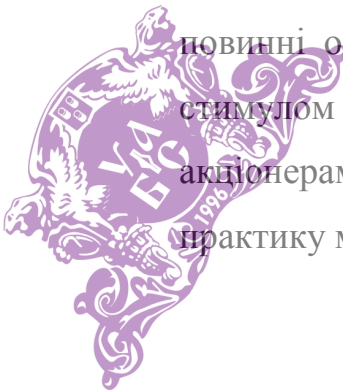
На думку фахівців, найбільш прийнятною мірою захисту акціонерної меншості від дискримінаційної політики акціонерної більшості у використанні прибутків акціонерного товариства було б встановлення обов'язкової квоти випуску оборотних акцій або норми обов'язкового викупу акціонерним товариством акцій власного випуску в індивідуальних акціонерів, якщо товариство протягом 3 років, при наявності прибутку, не виплачує дивіденди [116, с. 160]. Наявність оборотних акцій у структурі випуску дозволяє, зокрема домашнім господарствам, вибрати таке інвестиційне рішення, при якому у випадку невдоволення діями акціонерної більшості був би реальний вихід: акціонерне товариство зобов'язане викупити ці акції, повернути інвесторам кошти з врахуванням рівня інфляції і, можливо, ще якогось відсотка за користування засобами. Аналогічне призначення має і друга норма. Тут необхідно тільки зафіксувати мінімальний рівень рентабельності та дивідендного виходу, тому що не кожний обсяг прибутку достатній для того, щоб формувати дивідендний фонд, тому потрібно установити визначений "поріг" прибутковості, досягнення якого протягом 3 років і не виплата при цьому дивідендів буде



означати автоматичне вмикання норми обов'язкового викупу акцій при бажанні індивідуального акціонера. Щоб виключити можливість якихось маніпуляцій, варто зафіксувати норму мінімального дивідендного виходу (наприклад, 10% річних від номінальної вартості акцій). Із запропонованих двох варіантів захисту інтересів непрофесійних інвесторів перший виглядає більш простим для практичного використання і, можливо, більш надійним.

Ще один дискримінаційний момент, що може виникнути по відношенню до дрібних акціонерів у процесі функціонування акціонерного товариства, - маніпуляція з черговістю виплати дивідендів. Ця проблема залишається поза увагою фахівців, незважаючи на свою гостроту. Справа в тому, що процедура виплати дивідендів українськими акціонерними товариствами нерідко розтягується на тривалий, але не з вини акціонерів, час, а іноді - на роки. Саме собою зрозуміло, що дивіденди, отримані з різницею, наприклад, у рік, є неоднаковими мова йде про реальну вартість грошей і втрачену можливість заробити на них додаткові засоби. Емітент виплачує дивіденди інсайдерам за 1997, 1998 і 1999 роки, не розраховувшись при цьому з деякими або всіма аутсайдерами за попередні роки. Збиток від маніпуляцій емітента тільки у формі втраченої вигоди (тобто без обліку інфляційних втрат) дуже значний. Таким чином, керівники акціонерного товариства, безумовно, не зашкоджуючи інтересам власників контрольного пакета, визначивши на свій розсуд почерговість виплат дивідендів, "витяг з кишені" у визначених акціонерів істотні суми.

Вирішити дану проблему можна, тільки встановлюючи таку норму, відповідно до якої керівники-акціонери і власники найбільших пакетів акцій повинні одержувати дивіденді в останню чергу. Це послужить реальним стимулом здійснення процедури якнайшвидшої виплати дивідендів дрібним акціонерам, забезпечить дотримання їх інтересів, припинить ганебну практику маніпулювання в дивідендній політиці.



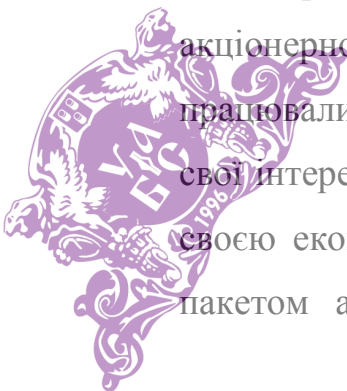
Також необхідне введення доповнень в Закон України “Про акціонерні товариства”, а саме:

по-перше, передбачити обов’язок стратегічного інвестора (контролюючого підприємства) компенсувати акціонерним товариствам збитки, заподіяні прийняттям рішення, нав’язаного стратегічним інвестором, а також фінансову відповідальність останнього по зобов’язаннях АТ, якщо воно буде визнано банкрутом з вини стратегічного інвестора;

по-друге, дати акціонеру право на незгоду з рішенням органів акціонерного товариства, що торкаються інтересів акціонера. Це право стосується надання акціонеру права вимагати в товариства викупу належних йому (акціонеру) акцій за справедливою ціною у випадку, якщо товариством буде прийняте рішення, що суперечить інтересам акціонера, з питань, що визначені законом і статутом товариства і дають право на незгоду (наприклад, реорганізація акціонерного товариства, позбавлення акціонера переваг, що дає йому членство в товаристві й ін.);

по-третє, закріпити за акціонером право подачі не тільки прямих (тобто в інтересах самого акціонера) позовів до товариства, його посадових осіб, але і непрямих позовів, що пред’являються акціонером в інтересах товариства до будь-якої особи, з вини якої товариству заподіяні збитки (якщо остання ухиляється від такого позову), у тому числі до посадових осіб органів акціонерного товариства, а також право колективних позовів групи акціонерів до акціонерного товариства або до посадової особи, до органів товариства.

Правове забезпечення реалізації інтересів різних груп акціонерів в акціонерному законодавстві необхідне для того, щоб акціонерні товариства працювали стабільно, з одного боку, мали б реальні можливості захистити свої інтереси, а, з іншого боку - були б обмежені в можливості зловживати своєю економічною владою в товаристві, яку дає володіння контрольним пакетом акцій і/або відповідним числом голосів на загальних зборах



акціонерів. Подібні доповнення забезпечили б додаткове залучення в акціонерні товариства дрібних інвесторів, що бажають з вигодою і без значного ризику втрати розмістити свої засоби. А це, у свою чергу, сприяло б інвестуванню вітчизняної економіки за рахунок внутрішніх резервів.

Висновки до розділу 2

Корпоративний сектор в Україні формує основу сучасної ринкової економіки та визначає її конкурентоспроможність. Ефективність функціонування цього сектору є однією із найвищих складових сучасного стану розвитку економіки.

Формування корпоративного сектору в Україні не супроводжувалося відповідним припливом інвестицій, незважаючи на значні обсяги емісії акцій, та було ускладнено величезною розпорошеністю акціонерного капіталу, що обумовило відповідну структуру власності. За своєю структурою корпоративна власність характеризується інсайдерською спрямованістю, що, на наш погляд, дещо ускладнює контроль за її використанням та обумовлює запровадження старої ідеології внутрігосподарського управління керівниками підприємств.

Модель корпоративного управління безпосередньо пов'язана зі специфікою відносин власності, що обумовлює напрямки формування стратегії ефективного розвитку підприємства, створює необхідні умови для подальшої концентрації капіталу. Формування в Україні основ корпоративних відносин відбувалося за умов появи підприємств із деформованою й нестійкою структурою власності, більша частина яких створена на базі дезінтегрованих державних підприємств.

До негативних чинників, які ускладнюють розвиток корпоративних відносин в Україні, можна віднести такі:

перерозподіл прав власності на основі посилення конкурентної боротьби за контроль над фінансовими потоками;



відсутність економічних умов для концентрації власності та формування національних ФПГ;

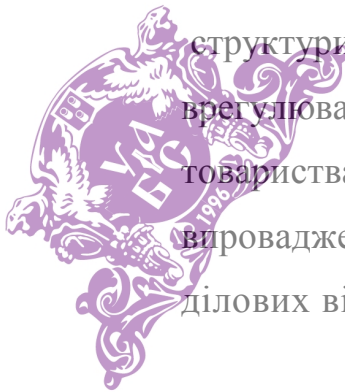
неможливість сприйняття більшої кількості приватизованих державних підприємств як ринкових за відсутністю їх реформування та реструктуризації;

висока питома вага інсайдерів у структурі власності, відсутність відповідних умов для соціалізації прав власності, формальне закріплення прав власності за основною часткою міноритарних акціонерів;

відсутність ефективного контролю за діями менеджерів та важелів впливу їх рішення з боку акціонерів.

Оптимізацію розміру прибутку без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій для вирішення стратегічно важливих питань подальшого розвитку підприємства та зростання доходів його власників на основі перерозподілу частки прибутку на реінвестування і виплату дивідендів можна на основі впливу на такі показники, як оборненість активів, маржа прибутку, коефіцієнт покриття зобов'язань, частка позикових коштів, коефіцієнт утримання. Застосування коефіцієнту утримання обумовлено існуванням значної кількості підприємств з несталою структурою акціонерної власності за умов, коли певна частка прибутку спрямовується для викупу власних акцій.

Подальше вдосконалення правових засад корпоративного управління в Україні спрямоване на забезпечення: ефективного захисту прав та законних інтересів акціонерів; удосконалення системи надання, змісту та структури інформації про діяльність акціонерного товариства; врегулювання відносин між органами управління акціонерного товариства з чітким визначенням компетенції кожного з них; впровадження загально визнаних цивілізованих, добросовісних норм ділових відносин у процесі здійснення корпоративного управління.



Управління державними корпоративними правами не повинно обмежуватись лише заходами, спрямованими на поповнення державного бюджету через продаж пакетів акцій підприємств. Становище основної частки підприємств, що є “штучно збанкрутілими” з різних обставин, в т.ч. і з причин неефективної податкової, інвестиційної політики і т.ін., необхідно виправити на основі вдосконалення фінансового механізму корпоративного управління: запровадження ефективного фінансового менеджменту, стратегічного планування і т.ін. В роботі обґрунтована схема випуску державних довгострокових інвестиційних облігацій для фінансового забезпечення стратегічного розвитку найбільш привабливих підприємств – виробників конкурентоспроможної продукції.

До найважливіших питань вдосконалення управління державними корпоративними правами, що безпосередньо впливатимуть на формування відповідної моделі корпоративного управління, слід віднести наступні:

визначення оптимальної структури державного сектору економіки; запровадження нової системи управління державним сектором економіки з урахуванням світового досвіду та загальноприйнятих принципів корпоративного управління;

вдосконалення законодавчого забезпечення корпоративного управління, в т.ч. на основі прискорення прийняття законів України “Про акціонерні товариства”, “Про управління об’єктами державної власності”; створення додаткових умов для інвестування у об’єкти державної власності шляхом впорядкування фінансових потоків державних підприємств, в т.ч. на основі вдосконалення дивідендної політики;

впровадження системи моніторингу за фінансово-господарською діяльністю підприємств державного сектору в процесі розробки та реалізації на цих підприємствах ефективною системою перспективного, поточного та оперативного фінансово-економічного планування;



забезпечення ефективного менеджменту в державному секторі економіки, в т.ч. на основі розробки ефективного механізму реалізації функцій представників ФДМУ з управління акціями (частками) господарських товариств, які перебувають у державній власності;

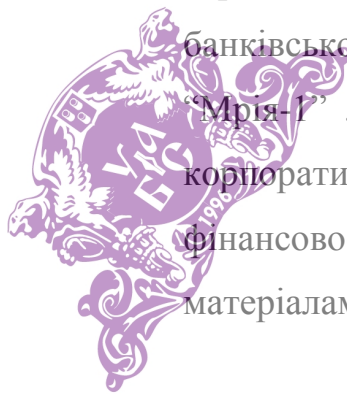
підвищення кваліфікації державних службовців в галузі корпоративного управління.

Оцінка і прогнозування можливості корпорації сплачувати дивіденди повинна бути складовою частиною детального і комплексного аналізу здатності підприємства отримувати прибуток відповідно до узгодженої загальної фінансової стратегії.

В процесі дослідження нами обґрунтовано висновок про те, що в сучасних умовах в Україні сформувався специфічний тип корпоративного управління, який можна охарактеризувати як тип “скритого інсайдерського впливу”.

Розгляд основних форм дискримінації корпоративних прав, причин їх виникнення та наслідків обумовлює розробку низки пропозицій щодо вдосконалення правового забезпечення реалізації та захисту прав різних груп акціонерів-інвесторів.

Основні положення, висновки та рекомендації, що містяться в розділі 2 знайшли своє відображення в наступних публікаціях: Пігуль Н.Г. Порівняльна характеристика функціонування суб'єктів господарювання різних форм власності // Вісник УАБС. – 2001. – №2. – С. 16-20; Науменкова С.В., Пігуль Н.Г. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.5. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, 2002.- С. 55-61; Пігуль Н.Г. Основні напрямки розвитку корпоративного управління в Україні // Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України: Збірник наукових статей за матеріалами II міжвузівської науково-практичної конференції студентів та



молодих вчених. – Харків: Штрих, 2002. – С. 241-242; Пігуль Н.Г. Основні засади формування дивідендної політики акціонерних товариств в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.6. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, 2002.– С. 179-186.

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING”
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”



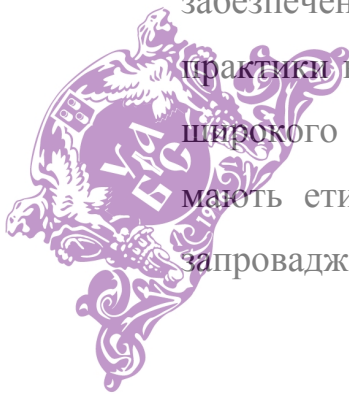
ВИСНОВКИ

У дисертації міститься теоретичне обґрунтування та запропоновані нові підходи до розв'язання наукової проблеми, пов'язаної з формуванням дивідендної політики як складової сучасної моделі корпоративного розвитку та обґрунтуванням основних напрямків удосконалення видів, форм та розміру дивідендних виплат в умовах функціонування підприємств з несталою структурою власності.

Основні висновки дисертаційного дослідження полягають у наступному:

В сучасних умовах корпорації є найбільш розповсюдженою та життєздатною формою серед господарюючих суб'єктів, оскільки це обумовлено численними перевагами цієї форми порівняно з іншими. Тому, однією з найбільш актуальних проблем є проблема подальшого розвитку корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління. На наш погляд, найбільш повним є визначення корпоративного управління як системи управлінських відносин між взаємодіючими господарюючими суб'єктами з приводу гармонізації та субординації їхніх інтересів як в процесі спільної діяльності, так і взаємовідносин з зовнішніми контрагентами з приводу досягнення поставлених цілей.

З урахуванням світового досвіду в галузі корпоративного управління, нами були узагальнені основні передумови створення ефективної моделі корпоративного управління, а саме: необхідність законодавчого забезпечення належного корпоративного управління; наявність відповідної практики корпоративного управління, яка потребує розповсюдження серед широкого кола компаній; необхідність дотримання корпоративних стосунків, що мають етичний характер і перебувають за межами законодавчої сфери; запровадження міжнародних стандартів корпоративного управління для



залучення зовнішніх інвестицій; формування певних традицій корпоративного управління з урахуванням національних особливостей.

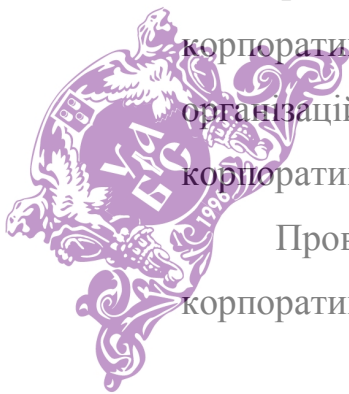
Таким чином, пошук та запровадження ефективної моделі корпоративного управління з урахуванням особливостей національної економіки безпосередньо впливатиме на ефективність функціонування економічної системи в цілому. Від ефективності системи корпоративного управління залежить ефективність діяльності компаній багатьох галузей, в т.ч. визначення найважливіших напрямків інвестування, формування дивідендної політики та системи перерозподілу ризиків, вирішення проблем захисту прав акціонерів і т. ін.

Аналізуючи особливості розвитку корпоративних відносин, ми зазначили, що модель корпоративного управління безпосередньо пов'язана зі специфікою відносин власності, що обумовлює напрямки формування стратегії ефективного розвитку підприємства, створює необхідні умови для подальшої концентрації капіталу.

У світі немає єдиної універсальної моделі корпоративного управління. Існують три базових моделі корпоративного управління: англо-американська; німецька; японська. Існування різних моделей обумовлено особливостями історичного розвитку фінансових систем різних країн. Кожна з цих моделей має свої особливості формування складу акціонерів, ради директорів та розкриття інформації про діяльність корпорації.

Виходячи із характеристик розглянутих моделей корпоративного управління, ми зробили висновок, що в основу їх полярності покладені специфічні ознаки корпоративних відносин, відмінності у структурі корпоративної власності, що обумовлює домінування відповідних організаційно-правових форм корпорацій, визначає особливості корпоративного права і корпоративної етики.

Проведений автором аналіз особливостей сучасних моделей корпоративного управління дозволяє зробити висновок, що основні



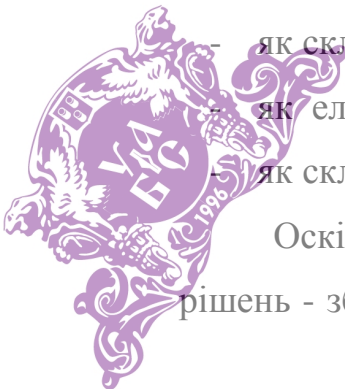
напрямки вдосконалення механізму корпоративного управління в Україні, повинні базуватися на використанні існуючого зарубіжного досвіду, що знаходить своє відображення в особливостях розглянутих моделях корпоративного управління, а також з урахуванням національних особливостей формування корпоративного сектору економіки та розвитку корпоративних відносин. Все це обумовлює виключну актуальність питань розробки ефективної фінансової стратегії національних корпорацій, спрямовану на реалізацію головної мети - максимізації ринкової вартості підприємства та зростання доходів його власників.

Аналіз сутності дивідендної політики дав нам можливість зробити висновок, що вона насамперед обумовлена можливістю забезпечення ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками згідно з їх часткою у власному капіталі підприємства. Необхідність ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками підприємства, в т.ч. міноритарними акціонерами, обумовлює специфіку підходу до аналізу формування дивідендної політики в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень.

На основі застосування комплексного підходу проаналізовано особливості формування дивідендної політики в короткостроковому та довгостроковому періоді як складової загальної стратегії економічного розвитку корпорації, насамперед, її фінансової стратегії, в процесі прийняття як стратегічних, так і тактичних фінансових рішень. Ми дійшли висновку, що дивідендну політику слід розглядати як складову формування відповідної корпоративної моделі, а саме:

- як складову реалізації певної фінансової стратегії;
- як елемент корпоративного управління;
- як складову корпоративної культури.

Оскільки основний критерій оцінки стратегічних фінансових рішень - збільшення ринкової ціни підприємства, то особливу актуальність



набуває визначення впливу факторів, що формують дивідендну політику на оцінку вартості фірми.

У ході дослідження проведено багатофакторний ступеневий регресійний аналіз на основі використання методів виключення, регресії на головні компоненти для перевірки впливу дивідендної політики на ринкову вартість фірми. Регресійний аналіз проводиться за наступними показниками: прибуток на акцію (EPS), дивіденд на акцію (DPS), дивідендний вихід (Div/E, %), дивідендна доходність (Div/P,%), співвідношення між ціною акції та прибутком на акцію (P/E), ринкова вартість активів на акцію (APS). На основі застосування вищезазначених методів та аналізу показників регресійної статистики був підтверджений висновок про високий рівень обумовленості варіації результату варіацією вибраних факторів, що свідчать про стійкість регресійних зв'язків та інформаційну значущість обраних параметрів.

Дослідження особливостей основних типів дивідендної політики, в тому числі визначення специфіки організації виплати дивідендів, переваг та недоліків даного типу дивідендної політики дозволило нам в узагальнюючому вигляді навести порівняльну характеристику основних типів дивідендної політики, а також визначити сферу застосування її для відповідного типу корпорацій.

З урахуванням специфіки реалізації корпоративних прав всіма власниками підприємства, існуючих видів дивідендних виплат, автором, в узагальнюючому вигляді, запропоновано класифікацію дивідендів за наступними основними ознаками: за періодичністю отримання дивідендів (регулярні, проміжні, додаткові, спеціальні, ліквідаційні), за розміром виплати (фіксований, змінний), за способом формування доходу (звичайні акції, привілейовані акції), за правом вимог виплати дивідендів (оголошені до виплати, неоголошені до виплати, оголошені відповідно до умов придбання), за джерелом виплати (чистий прибуток, резервний фонд), за



формою виплати дивідендів (виплата готівкою, виплата облигаціями, виплата акціями), за строками виплати (в установленний строк, виплата з відстрочкою).

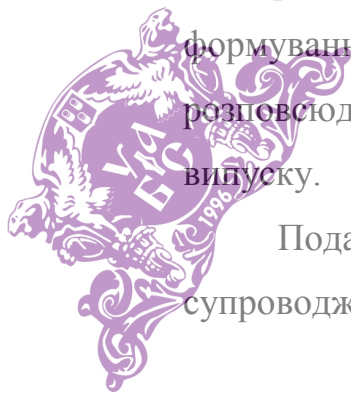
В процесі дослідження було проведено аналіз основних форм дивідендних виплат (виплата дивідендів готівкою, виплата дивідендів акціями; автоматичне реінвестування; викуп акцій компанією), визначено специфіку і особливості їх застосування. Доведено, що реалізація основних типів дивідендної політики безпосередньо залежить від стадії життєвого циклу корпорації, рівня її конкурентоспроможності та особливостей фінансово-економічного розвитку.

Основною передумовою процесу ефективної реалізації ринкових перетворень в Україні є трансформації власності, але сприйняття цієї проблеми тривалий час обмежувалося розглядом питань щодо необхідності зміни лише її форми. На сучасному етапі більш актуальним є питання ефективної реалізації прав власності, що насамперед пов'язано з вдосконаленням взаємодії між всіма суб'єктами економічних відносин в процесі подальшого перерозподілу прав власності.

Корпоративний сектор в Україні формує основу сучасної ринкової економіки та визначає її конкурентоспроможність.

Формування акціонерного капіталу в Україні відбувалося не за класичною схемою на основі об'єднання капіталів, а шляхом розподілу статутних фондів акціонерних товариств під час сертифікатної приватизації, умовами якої було переважне право працівників підприємства на придбання часток в акціонерному товаристві. Іншим способом формування акціонерного капіталу був викуп товариством власних акцій та розповсюдження їх серед працівників або купівля ними акцій нового випуску.

Подальший розвиток корпоративного сектору в Україні не супроводжувався відповідним припливом інвестицій, незважаючи на значні



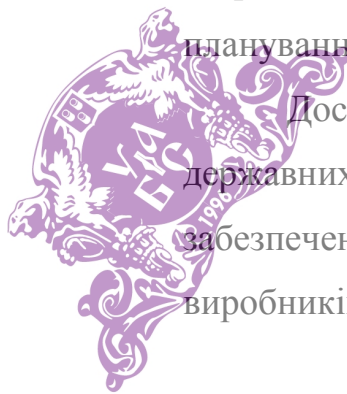
обсяги емісії акцій, та був ускладнений величезною розпорошеністю акціонерного капіталу, що обумовило відповідну структуру власності. За своєю структурою корпоративна власність характеризується інсайдерською спрямованістю, що, на наш погляд, дещо обумовлює посилення контролю за її використанням та обумовлює старої ідеології внутрігосподарського управління керівниками підприємств.

Модель корпоративного управління безпосередньо пов'язана зі специфікою відносин власності, що обумовлює напрямки формування стратегії ефективного розвитку підприємства, створює необхідні умови для подальшої концентрації капіталу.

Формування в Україні основ корпоративних відносин відбувалося за умов появи підприємств із деформованою й нестійкою структурою власності, більша частина яких створена на базі дезінтегрованих державних підприємств.

Запровадження ефективного фінансового механізму управління державними корпоративними правами відноситься до найбільш складних питань державної економічної політики. На наш погляд, управління державними корпоративними правами не повинно обмежуватись лише заходами, спрямованими на поповнення державного бюджету через продаж пакетів акцій підприємств. Становище основної частки підприємств, що є "штучно збанкрутшими" з різних обставин, в т.ч. і з причин неефективної податкової, інвестиційної політики і т.ін., необхідно виправити на основі вдосконалення фінансового механізму корпоративного управління: запровадження ефективного фінансового менеджменту, стратегічного планування і т.ін.

Досить ефективною, на наш погляд, є реалізація схеми випуску державних довгострокових інвестиційних облігацій для фінансового забезпечення стратегічного розвитку найбільш привабливих підприємств – виробників конкурентоспроможної продукції підприємств, пакет акцій яких



належить державі. Попередній відбір підприємств, які можуть розраховувати на таку фінансову підтримку, повинен розглядатися і затверджуватися Урядом. Основним джерелом цих виплат можуть виступати кошти, що спрямовуються на дивідендні виплати за державними корпоративними правами.

Оскільки основною метою розвитку корпоративного управління в Україні є, насамперед, підвищення ефективності діяльності акціонерних товариств і поживлення інвестиційних процесів, а також враховуючи складне фінансово-економічне становище багатьох ВАТ, пакети яких перебувають у державній власності, ми висловили пропозицію щодо доцільності спрямування дивідендів по акціям ВАТ, що перебувають у державній власності, не до державного бюджету, а на цілі інвестиційного розвитку підприємств.

На підставі проведеного аналізу, можна стверджувати, що до найважливіших питань вдосконалення управління державними корпоративними правами, що безпосередньо впливатимуть на формування відповідної моделі корпоративного управління, слід віднести наступні:

- визначення оптимальної структури державного сектору економіки;
- запровадження нової системи управління державним сектором економіки з урахуванням світового досвіду та загальноприйнятих принципів корпоративного управління;
- вдосконалення законодавчого забезпечення корпоративного управління, в т.ч. на основі прискорення прийняття законів України “Про акціонерні товариства”, “Про управління об’єктами державної власності”;
- створення додаткових умов для інвестування у об’єкти державної власності шляхом впорядкування фінансових потоків державних підприємств, в т.ч. на основі вдосконалення дивідендної політики;



- впровадження системи моніторингу за фінансово-господарською діяльністю підприємств державного сектору в процесі розробки та реалізації на цих підприємствах ефективної системи перспективного, поточного та оперативного фінансово-економічного планування;
- забезпечення ефективного менеджменту в державному секторі економіки, в т.ч. на основі розробки ефективного механізму реалізації функцій представників ФДМУ з управління акціями (частками) господарських товариств, які перебувають у державній власності;
- підвищення кваліфікації державних службовців в галузі корпоративного управління.

Оцінка і прогнозування можливості корпорації сплачувати дивіденди повинна бути складовою частиною детального і комплексного аналізу здатності підприємства отримувати прибуток відповідно до узгодженої загальної фінансової стратегії, яка передбачає можливість ефективної реалізації корпоративних прав всіма власниками згідно з часткою їх участі у власному капіталі підприємства.

В сучасних умовах дивідендна політика полягає в прийнятті рішень – чи зберігати кошти у вигляді нерозподіленого прибутку, чи сплачувати дивіденди, а якщо сплачувати, - то в якому обсязі.

На основі проведеного нами аналізу специфіки формування дивідендної політики на великій кількості українських підприємств, в умовах, коли перерозподіл власності ще остаточно не завершено, зроблено висновок про те, що низька питома вага коефіцієнта реінвестування обумовлена не стільки скороченням тієї частки прибутку, яка реінвестується, внаслідок збільшення коефіцієнта дивідендного виходу, скільки тим, що в умовах функціонування підприємств з несталою структурою акціонерної власності, певна частка прибутку спрямовується для викупу власних акцій.



Оптимізацію розміру прибутку без додаткового зовнішнього фінансування і емісії нових акцій для вирішення стратегічно важливих питань подальшого розвитку підприємства та зростання доходів його власників на основі перерозподілу частки прибутку на реінвестування і виплату дивідендів можна на основі впливу на такі показники, як оберненість активів, маржа прибутку, коефіцієнт покриття зобов'язань, частка позикових коштів, коефіцієнт утримання. Застосування коефіцієнту утримання обумовлено існуванням значної кількості підприємств з несталою структурою акціонерної власності за умов, коли певна частка прибутку спрямовується для викупу власних акцій.

Головна особливість оподаткування дивідендів корпорації полягає в існуванні подвійного оподаткування. Спочатку податок з прибутку сплачує корпорація, а потім акціонери сплачують особистий податок зі своїх доходів, а саме з дивідендів. Таким чином, однією з головних форм економічного регулювання господарської діяльності корпорації є розроблена державою система оподаткування.

В процесі дослідження нами обґрунтовано висновок про те, що в сучасних умовах в Україні сформувався специфічний тип корпоративного управління, який можна охарактеризувати як тип “скритого інсайдерського впливу”.

Розгляд основних форм дискримінації корпоративних прав, причин їх виникнення та наслідків обумовлює розробку низки пропозицій щодо вдосконалення правового забезпечення реалізації та захисту прав різних груп акціонерів-інвесторів.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? – М.: Финансы и статистика, 1995. – 384 с.
2. Баюра Д. Длинная дорога к корпоративной культуре // Украинская инвестиционная газета. – 2000. - №46. – С.12.
3. Баюра Д. Корпоративное управление // Украинская инвестиционная газета. – 2000. - №43. – С.13.
4. Беляева И.Ю. Современные корпоративные стратегии и технологии в экономике России // Финансы и кредит. – 2001. - №1. – С.24-34.
5. Білик М.Д. Управління фінансами державних підприємств. – К.: Т-во “Знання” КОО, 1999. – 312 с.
6. Бланк И.А. Стратегия и тактика управления финансами. – К.: ИТЕМЛтд, АДФ-Украина, 1996. – 534 с.
7. Бланк И.А. Управление прибылью. – К.: «Ника-Центр», 1998. – 544 с.
8. Бойко О. Корпоративне управління: нормативи та практика // Цінні папери України. – 1999. - №48. – С. 3.
9. Брели Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1020 с.
10. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. / Пер. с англ.: Под ред. Я.В. Соколова – М.: Финансы и статистика, 1996. – 799 с.
11. Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС, 2000. – 416 с.
12. Васильев Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения? // Инвестиционный климат и экономическая стратегия России. – М.: ГУ – ВШЭ, 2000. – С. 169.
13. Вішник О., Щербина В. Акціонерне право. – Київ: Атіка, 2000. - 544с.
14. Винслав Ю. Становление отечественного корпоративного управления: теория, практика, подходы к решению ключевых проблем // Российский экономический журнал. – 2001. - № 2. – С.15-29.



15. Волик І.М. Дивідендна політика та її вплив на інвестиційну привабливість акціонерних товариств // Вісник Української академії банківської справи. – 2000. №2. – С. 85-87.
16. Волик І.М. Дивідендна політика як складова фінансової мотивації акціонування // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.4. – Суми, 2000. – С.238-241.
17. Гафтанюк А. Адміністративно-правові аспекти врегулювання конфліктів у сфері корпоративного управління // Цінні папери України. – 2002. – №17. – С. 8-9.
18. Глухов В.В., Бахрамов Ю.М. Финансовый менеджмент (учасники рынка, инструменты, решения): Учеб. пособие. – СПб: Спец. литература, 1995. – 429 с.
19. Горелик М. Якщо ВАТ проти тебе – пиши пропало // Бізнес. - №4. – С.37.
20. Государство пытается навести порядок в госуправлении // Украинская инвестиционная газета. - 2001. - №24. – С. 15.
21. Гуляницький Л. Кодекс корпоративного управління: яким йому бути? // Цінні папери України – 2001. - №28. – С. 13.
22. Гуляницький Л. Корпоративна поведінка: результати дослідження // Цінні папери України. – 2002. - №17. – С. 10-11.
23. Дамари Р. Финансы и предпринимательство. – Ярославль: Периодика, 1993. – 223 с.
24. Дивіденди: облік і оподаткування. Спецвипуск // Податки та бухгалтерський облік. – 2000. - № 17. – С. 3-25.
25. Достанко П. Корпоратизм, рыночная активность и культура управления // Проблемы теории и практики управления. – 2001. - №4. – С. 87-92.
26. Драган Т., Макагон О. Ринок цінних паперів у 2001 році // Цінні папери України. – 2001. - №19. – С. 10.



27. Єпіфанов А.О., Міщенко В.І., Савченко А.С. Управління ризиками в платіжних системах. – Суми: Ініціатива, 2001. – 168 с.
28. Захаров А. Корпоративное управление в России // Бюллетень финансовой информации. – 2001. - №6. – С. 11-16.
29. Захарченко В.И., Рibaков И.В. Отечественные проблемы корпоративного управления // Регіональні перспективи. – 2000. - №4. – С.23-24.
30. Інструкції про порядок заповнення форм річного бухгалтерського звіту підприємства. Затверджена наказом Мініфіну від 18 серпня 1995 р. №139.
31. Калинин А.А. Реалии и перспективы формирования российской модели корпоративного управления // Финансы и кредит. – 2001. - №3.- С.28-39.
32. Калинин А.А., Нарожных Н.В. Модели привлечения капитала крупными российскими корпорациями // Финансы и кредит. – 2001.-№4. – С.38-43.
33. Клоченок Л.В. Методичні підходи до обґрунтування рівня дивідендних виплат // Регіональні перспективи. – 2000. - №2-3. – С. 243-245.
34. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 432 с.
35. Концепція корпоративно-дивідендної політики держави. Затверджена рішенням ФДМУ від 5 квітня 2001 р. №9.
36. Концепція розвитку корпоративного управління в Україні (проект) // Цінні папери України. – 2001. - №34. – С.10.
37. Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Затверджено постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. №324/95.



38. Коренев Є.Н. Розвиток принципів корпоративного управління на українських підприємствах // Регіональні перспективи. - №2-3. - С.163-164.
39. Короленко М.В. Дивідендна політика акціонерного товариства // Фінанси України. - 2000. - №2. - С.58-64.
40. Крейнина М.А. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. - М.: ДИС, МВ-Центр, 1994. - 256 с.
41. Кузнєцов Н. Проблеми корпоративного управління // Ринок цінних паперів України. - 1998. - №3. - С.27-29.
42. Левченко З. Корпоративне управління – вимога часу // Цінні папери України. - 2001. - №28. - С. 12.
43. Лимонова Л.О. Державні корпоративні права – основа управління економікою // Фінанси України. - 2001. - №8. - С. 84-88.
44. Липилина С. Дивидендна політика підприємства // Бизнес информ. - 1997. - №23. - С.59-61.
45. Лямин В.А., Воробьев П.В. Финансовый менеджмент. - С.-Петербург: Юность, Петрополь, 1994.- 108 с.
46. Майборода Т. Актуальні питання корпоративного управління // Цінні папери України. - 2001. - №28. - С. 8-10.
47. Майборода Т. ВАТ “Укрнафта”: тактика і стратегія розвитку // Цінні папери України. - 2001. - №10. - С. 22-23.
48. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Проблеми вдосконалення управління державними корпоративними правами // Економіка України. - 2002. - №5. - С.29-36.
49. Міщенко В.І., Шаповалов А.В., Салтинський В.В., Вядрова І.М. Реорганізація та реструктуризація комерційних банків. - К.: Т-во “Знання”, КОО, 2002. - 216 с.



50. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 272.
51. Національні стандарти в бухгалтерському обліку. / За ред. М.Г. Михайлова. – Суми, 2000.
52. Науменкова С.В. Финансовое обеспечение воспроизводственных процессов в ресурсодобывающих отраслях. – К.: Наукова думка, 1997. – 182 с.
53. Науменкова С.В. Особенности мобилизации инвестиционных ресурсов для структурных преобразований в экономике. – Сумы: Слобожанщина, 1997. – 38 с.
54. Науменкова С.В., Пігуль Н.Г. Дивідендна політика в системі управління державними корпоративними правами // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.5. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, 2002.- С. 55-61.
55. Оленьков Д. Горизонт для дивидендов. // Рынок ценных бумаг. – 2001. - №15. – С. 28-33.
56. Пархомчук Д. Вітер свище у кишенях вітчизняного акціонера // Українська інвестиційна газета. – 1998. - №3. – С.5.
57. Пігуль Н.Г. Основні засади формування дивідендної політики акціонерних товариств в Україні // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.6. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, 2002.- С. 179-186.
58. Пігуль Н.Г. Запровадження ефективної моделі корпоративного управління у фінансово-банківському секторі // Механізм регулювання економіки, економіка природопользования, економіка підприємства и организации производства: Збірник наукових праць Сумського державного університету. – 2001. - № 3-4. – С. 104-109.



59. Пишек С.І. Корпоративні відношення в економіці України: концентрація власності й ефективне керування // Державний інформаційний бюлетень по приватизації. – 1999. – листопад – С.65.
60. Плешонкова Л. Дивіденди: погляд зі всіх боків // Баланс-комплект. – 2001. - №12. – С.25-34.
61. Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Затверджено Указом Президента України від 19 лютого 1994 р. №55/94.
62. Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів. Затверджено наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 1 квітня 1996 р. №58.
63. Положення про порядок нарахування і виплати дивідендів у відкритому акціонерному товаристві. Рекомендовано розпорядженням ФДМУ від 5 травня 1996 р. № 71-р.
64. Положення про порядок отримання інвесторами доходів від володіння корпоративними правами в акціонерних товариствах. Затверджено рішенням ДКЦПФР від 25 грудня 2001 р. № 386.
65. Положення про порядок продажу на фондових біржах пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що належать державі. Затверджено наказом ФДМУ, ДКЦПФР, АМК від 16 листопада 1998 р. №2141/297/9.
66. Положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію. Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12 лютого 1998 р. №36.
67. Положення про порядок роботи постійної конкурсної комісії з проведення конкурсів на зміщення вакантних посад голів правлінь ВАТ. Затверджено наказом НАУУДКП від 8 квітня 1999 р. №51.



68. Положення про розподіл та використання прибутку відкритого акціонерного товариства. Рекомендовано розпорядженням ФДМУ від 5 травня 1996 р. № 71-р.
69. Положення про порядок проведення конкурсів з продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації та корпоратизації. Затверджено наказом ФДМУ від 9 жовтня 2000 р. № 2094.
70. Положення про надання згоди, в межах державних корпоративних прав, Національним агентством України з управління державними корпоративними правами щодо питань розпорядження майном господарськими товариствами. Затверджено наказом НАУУДКП від 16 вересня 1999 р. №250.
71. Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах. Указ Президента України від 21 березня 2002 р. № 280/2002.
72. Пономарев Ю.В. Международные тенденции развития систем корпоративного управления и России // Деньги и кредит. – 2001. - №6. – С. 11-16.
73. Порядок зарахування до Державного бюджету дивідендів, що належать державі в акціонерних товариствах, створених в процесі приватизації та корпоратизації підприємств загальнодержавної власності. Затверджено наказом Мінфіну від 21 серпня 1996 р. №172.
74. Порядок розрахунку ціни пакетів акцій ВАТ, що підлягають продажу за грошові кошти на конкурсах. Наказ Фонду державного майна 29 жовтня 1997 р. №1151 (із змінами, внесеними згідно з наказом Фонду державного майна від 17.12.1997р. №1453).
75. Правила Української фондової біржі. Затверджені рішенням Біржової Ради АТ "Українська фондова біржа" від 21 квітня 1994 р.



76. Про внесення змін до Положення про надання регуляторної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами – емітентами облігацій. Затверджено рішенням ДКЦПФР від 9 червня 1998 р. №72.
77. Про внесення змін до Положення про порядок укладення або переукладення контракту з головою правління відкритого акціонерного товариства, холдингової компанії та державної акціонерної компанії і до Типової форми контракту з головою правління ВАТ, затверджених наказом Фонду державного майна України від 6 квітня 2000 р. № 695. Затверджено наказом ФДМУ від 15 червня 2001 р. №1129/134.
78. Про внесення зміни до Методики оцінки вартості майна під час приватизації. Постанова Кабінету Міністрів України від 30 червня 1999 р. № 1347.
79. Про господарські товариства. Закон України від 19 вересня 1991р. №1576-ХІІ.
80. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Закон України від 30 жовтня 1996 р. №448/96-ВР.
81. Про застосування контрактної форми трудового договору з керівником підприємства, що є у державній власності. Постанова Кабінету Міністрів України від 19 березня 1993 р. №203.
82. Про затвердження Інструкції про порядок заповнення звіту представника органу, уповноваженого управляти відповідними державними корпоративними правами в органах управління господарських товариств. Наказ ФДМУ від 29 травня 2000 р. № 1014.
83. Про затвердження Методики оцінки вартості майна під час приватизації. Постанова Кабінету Міністрів України від 12 жовтня 2000 р. №1554.
84. Про затвердження Переліку документів, які подаються до Фонду державного майна України ініціаторами створення господарських



товариств, у тому числі підприємств з іноземними інвестиціями, до статутних фондів яких передається майно, майнові права та інші активи, що є державною власністю. Наказ ФДМУ від 3 березня 2000 р. № 433.

85. Про затвердження Положення про конкурсну комісію з відбору уповноважених осіб на виконання функцій управління державними корпоративними правами. Наказ ФДМУ від 18 травня 2000 р. № 1014.
86. Про затвердження Положення про конкурсну комісію. Наказ ФДМУ від 4 жовтня 2000 р. № 2074.
87. Про затвердження Положення про позабюджетний фонд Національного агентства України з управління державними корпоративними правами. Постанова Кабінету Міністрів України від 30 січня 1999 р. № 120.
88. Про затвердження Положення про порядок проведення конкурсів з продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації та корпоратизації. Наказ ФДМУ, АМК, ДКЦПФР від 13 вересня 2000 р. № 1908/11/271.
89. Про затвердження Положення про порядок продажу на аукціоні, за конкурсом основних засобів, що є державною власністю. Наказ ФДМУ від 22 вересня 2000 р. № 1976.
90. Про затвердження Положення про порядок продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств за кошти на відкритих грошових регіональних аукціонах через Державну акціонерну компанію "Національна мережа аукціонних центрів". Наказ ФДМУ від 8 вересня 2000 р. №1871.
91. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій акціонерного товариства при зміні номінальної вартості та кількості акцій без зміни розміру статутного фонду. Затверджено рішенням ДКЦПФР від 14 вересня 2000 р. № 125.



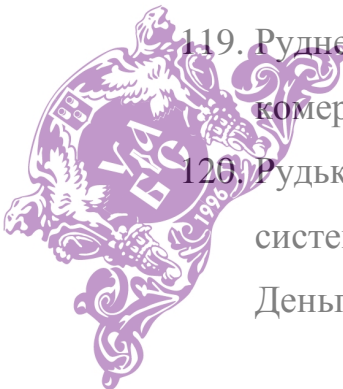
92. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій закритими акціонерними товариствами. Затверджено рішенням ДКЦПФР від 12 лютого 1998 р. № 41.
93. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію. Затверджено рішенням ДКЦПФР від 9 лютого 2001 р. № 18.
94. Про затвердження Положення про порядок роботи постійної конкурсної комісії з проведення конкурсів на зміщення вакантних посад. Наказ ФДМУ від 6 квітня 2000 р. № 741. Наказ ФДМУ від 24 травня 2000 р. № 1065.
95. Про затвердження Положення про порядок укладення або переукладення контракту з головою правління відкритого акціонерного товариства, холдінгової компанії та державної акціонерної компанії і Типової форми контракту з головою правління ВАТ. Наказ ФДМУ від 6 квітня 2000 р. № 695.
96. Про затвердження порядку зарахування до Державного бюджету України дивідендів, одержаних від акцій, що належать державі в акціонерних товариствах. Наказ Міністерства фінансів України від 21 серпня 1996 р. № 172.
97. Про затвердження Порядку надання державними органами приватизації згоди на подальше відчуження об'єктів, придбаних покушнями державного майна за договорами купівлі-продажу. Наказ ФДМУ від 30 березня 2001р. №500.
98. Про затвердження Порядку повернення у державну власність об'єктів приватизації у разі розірвання або визнання недійсними договорів купівлі-продажу таких об'єктів. Постанова Кабінету Міністрів України від 18 січня 2001 р. № 32.



99. Про затвердження Типового договору доручення на здійснення уповноваженою особою функцій управління державними корпоративними правами. Наказ ФДМУ від 7 серпня 2000 р. №1647.
100. Про затвердження Типового статуту відкритого акціонерного товариства, створеного шляхом корпоратизації державного підприємства, яке не підлягає приватизації. Наказ ФДМУ, Мінекономіки України від 25 червня 2001 р. № 1129/134.
101. Про затвердження Типової Генеральної угоди про передачу повноважень на здійснення функцій управління державними корпоративними правами органам виконавчої влади. Наказ ФДМУ від 25 травня 2000 р. № 1067.
102. Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах. Указ Президента України від 21 березня 2002 р. №280/2002.
103. Про інвестиційну діяльність. Закон України від 18 вересня 1991 р. №561-XII.
104. Про концепцію розподілу між центральними і місцевими органами виконавчої влади повноважень з управління об'єктами державної власності та заходи щодо її реалізації. Постанова Кабінету Міністрів України від 4 листопада 1998 р. № 1741.
105. Про Національне агентство України з управління державними корпоративними правами. Указ Президента України від 7 липня 1998 р. №752/98.
106. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні. Закон України від 10 грудня 1997 р. №710/97-ВР.
107. Про оподаткування прибутку підприємств. Закон України від 22 травня 1997 р. №283/97-ВР.
108. Про підприємництво. Закон України від 7 лютого 1991 р. № 698-XII.



109. Про підприємства в Україні. Закон України від 27 березня 1991р. № 887-XII.
110. Про Національне агентство України з управління державними корпоративними правами. Указ Президента України від 2 вересня 1998 р. №969/98.
111. Про режим іноземного інвестування. Закон України від 19 березня 1996 р. №93/96-ВР.
112. Про Типову форму контракту з керівником підприємства, що є у державній власності. Постанова Кабінету Міністрів України від 2 серпня 1995 р. №597.
113. Про управління державними корпоративними правами. Постанова Кабінету Міністрів України від 15 травня 2000 р. №791.
114. Про цінні папери та фондову біржу. Закон України від 18 червня 1991 р. №1201-XII.
115. Проект Закону України “Про акціонерні товариства” // Українська інвестиційна газета. – 1999. - № 24.
116. Прямокова Я.О. Проблеми дотримання і співвідношення корпоративних прав та інтересів різних груп акціонерів-інвесторів // Регіональні перспективи. - №2-3. – С.158-161.
117. Рекомендації з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України // Цінні папери України. – 2001. - №32. – С.11.
118. Рибалкин В., Мамічева Л. Механізм і форми реалізації акціонерної власності // Економіка України. – 1999. - №4. – С. 67-74.
119. Рудненко Т. Проблеми корпоративного управління в діяльності комерційних банків // Цінні папери України. – 2002. - №2. - С. 8.
120. Рудько-Силиванов В.В. Эффективность корпоративного управления в системе оценок финансового состояния кредитных организаций // Деньги и кредит. – 2001. - №6. – С. 17-19.



121. Румянцев С. Законодавче врегулювання корпоративних відносин // Цінні папери України. - 1999р. - №26. – С.3.
122. Румянцев С. Міжнародний досвід корпоративного управління // Цінні папери України. – 2002. - №16. – С. 6.
123. Румянцев С. Проблемні питання діяльності емітентів на прикладі ВАТ “Укрнафта” // Цінні папери України. – 2001. - №42. – С. 18.
124. Румянцев С. Розвиток корпоративного управління в Україні // Цінні папери України. – 2001. - №28. – С. 11.
125. Румянцев С. Розробка вітчизняного кодексу корпоративного управління // Цінні папери України. – 2002. - №22. – С. 6.
126. Румянцев С. Українська приватизація: результати пройденого, шлях у майбутнє // Цінні папери України. - 2000. - №14.
127. Саліхова О. Рейтинг корпоративного управління: користь компаніям та інвесторам // Цінні папери України. – 2002. - №20. – С. 16-17.
128. Сафронов Н.А., Волков Л.В. Несовершенство системы корпоративного управления – основная причина несостоятельности российских предприятий // Финансы и кредит. – 2001. - №1. – С.35-42.
129. Сірко А.В., Найдя Н.М. Проблеми корпоративної культури в період трансформування економіки. // Регіональні перспективи. – 2000.- №2-3.- С. 123-124.
130. Стахорская С. Украинские АО: дивидендная политика в период становления. // Бизнесинформ. – 1997. - №21. – С. 56-59.
131. Степаненко А. Участь у розподілі прибутку АТ // Цінні папери України. – 2002. - №15. – С. 24-25.
132. Стеценко Б. Стабілізація дивідендних виплат як фактор оптимізації дивідендної політики АТ //Цінні папери України. – 2002. –№18. – С. 11.



133. Стеценко Б. Дивідендна політика акціонерного товариства: українські реалії в контексті світового досвіду. // Цінні папери України. – 2000. – № 11. – С. 6-7.
134. Стеценко Б. Розмір дивіденду як фактор оптимізації дивідендної політики корпорації // Цінні папери України. – 2001. – №9. – С. 10-11.
135. Стеценко Б. Політика залишкового дивіденду: можливості використання в Україні // Цінні папери України. – 2002. – №12. – С. 20-21.
136. Стецько М.В., Юрій І.С. Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи. // Фінанси України. – 2000.- С. 54-58.
137. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент. Российская практика. – М.: Перспектива, 1994. – 208 с.
138. Суторміна В.М., Федоров В.М., Резанова Н.С. Фінанси зарубіжних корпорацій. – К.: Либідь, 1993. – 247 с.
139. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика: Учеб.пособие. – М.: Магистр, 1988. – 264 с.
140. Тимчасове положення Про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України. Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 жовтня 1997 р. №36.
141. Типова форма контракту з Головою правління відкритого акціонерного товариства. Затверджено наказом НАУУДКП від 8 квітня 1999 р. №51.
142. Управління державними корпоративними правами // Цінні папери України. – 2001. - №38. – С.7.
143. Финансовый менеджмент. / Под ред. Е.С. Стояновой. - М.: Перспектива, 1998. – 655 с.
144. Фінансова звітність за національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку. Практичний посібник. – К.: Лібра, 1999. – 336 с.



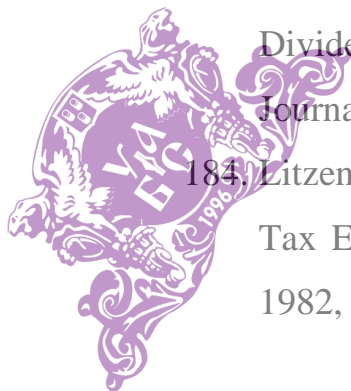
145. Холт Р. Основы финансового менеджмента. – М.: Дело, 1993. – 128 с.
146. Ченг Ф. Ли, Дж. И. Финерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. С англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 686 с.
147. Чечетов М., Мендрул О. Г. Корпоративне управління в умовах економічної трансформації // Економіка України. – 2001. – №4. – С. 10-19.
148. Шафран В. Захист прав інвесторів: боротьба між банками, інсайдерами та органами регулювання ринку цінних паперів на світових фінансових ринках триває // Цінні папери України. – 2002. – №12. – С. 10-11.
149. Шим Дж.К., Сигел Дж. Г. Финансовый менеджмент. – М.: Филинь, 1996. – 395 с.
150. Шульга Л.А., Герасименко В.П. Дивиденды: трудно заработать, еще труднее выплатить // Фондовый рынок. - 1999. - №33.- С.20-21.
151. Щербина В. Господарське право України. - Київ: Атіка, 1999. – 336 с.
152. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками. – К.: Знання, 1998. – 442 с.
153. Bhattachary S. Imperfect Information, Dividend Policy and Bird in the Hand Fallacy // Bell Journal of Economics and Management Science, Spring, 1961, P. 259-270.
154. Black F. and Scholes M. The Effects of Dividend Yield and Policy on Common Stock Prices and Returns // Journal of Financial Economics, May, 1974, P. 1-22.
155. Brealy R.A., Myers St.C., Marcus A.,J. Fundamentals of Corporat Finance. – N.Y.: McGRAW-HILL, INC, 1995/ - 655 p.
156. Bodenhorn. D. On the Problem of Capital Budgeting // Journal of Finance, December, 1959, P. 473-492.
157. Brennan M. A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valution Model // Journal of Finance, December, 1971, P. 1115-1122.



158. Brigyan Eugene F. Fundamentals of Financial Management. Sixth Edition. – N.- Y.: The Dryden Press, 1992. – 950 p.
159. Buckle M., Thompson J. The UK financial system. – Manchester: Manchester University press, 1998.
160. Bodenhorn. D. On the Problem of Capital Budgeting // Journal of Finance, December, 1959, P. 473-492.
161. Chandra Prasanna. Financial Management. Theory and Practice. – New Delhi: Tata McGraw-Jill Publishing Company Limited, 1993. – 936 p.
162. Clendenin J. What Do Stockholders Like? // California Management Review, I (Fall, 1958), P. 47-55.
163. Clendenin J. and M. Van Cleave. Growth and Common Stock Values // Journal of Finance, September, 1954, P. 365-376.
164. Douglas R. Emery, John D. Finnerty. Corporate financial management. – New Jersey: Prentice Hall, 1997.
165. Durand. D. Bank Stock Prices and the Bank Capital Problem. (Occasional Paper, No. 54.). – New York: National Bureau of Economic Research, 1957.
166. Durand. D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement // Nat. Bur. Econ. Research. Conference on research in Business Finance, New York, 1952, pp. 215-247.
167. Durand. D. Bank Stocks and the Analysis of Covariance // Econometrica, January, 1955, pp. 30-45.
168. Durand. D. The Cost of Capital and Theory of Investment: Comment // American Economic Review, September 1959, P. 639-654.
169. Durand. D. Growth Stocks and the Petersburg Paradox // Journal of Finance, September, 1957, P. 348-363.
170. Fama E.F., Babiak H. Dividend Policy: An Empirical Analysis // Journal of the American Statistical Association, December, 1968, P. 1132-1161.
171. Fisher G.R. Some Factors Influencing Share Prices // Economic Journal, March, 1961, P. 121-141.



172. Glen Arnold. Corporate financial management. – London: Financial Times, 1998.
173. Gordon M. Dividends, Earnings and Stock Prices // Review of Economics and Statistics, May, 1959, P. 99-105.
174. Gordon M. and Shapiro E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit // Management Science, III, 1956, P 102-110.
175. Graham M. and Dodd. D. Security Analysis. – New York: Mc-Graw-Hill Book Co., 1951.
176. Harkavy O. The Relation between Retained Earnings and Common Stock Prices for Large Listed Corporations // Journal of Finance, September, 1953, P. 283-297.
177. Hill A. Corporate Finance. – London: Financial Times, 1998.
178. Hunt P., C. Williams and Donaldson G. Basic Business Finance. – Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1958.
179. Johnson L.R., Shapiro E. and O'Meara J. Valuation of Closely Held Stock for Federal Tax Purposes: Approach to an Objective Method. – University of Pennsylvania Law Review, P. 166-195.
180. Jones Charles P. Financial Management. – Boston: IRWIN, 1992. – 704 p.
181. Khan M.Y., Jain P.K. Financial Management. Text and Problems. - New Delhi: Tata McGraw-Jill Publishing Company Limited. 1992. – 787 p.
182. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // American Economic Review, May, 1956, P. 97-113. May, 1956.
183. Litzenbrrger R. and Ramaswamy K. The Effects of Personal Taxes Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence // Journal of Financial Economics, June, 1979, P. 163-195.
184. Litzenbrrger R. and Ramaswamy K. The Effects of Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects//Journal of Financial Economics, May, 1982, P. 429-443.



185. Marsh T.A., Merton R.C. Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market//Journal of Business, January, 1987, P. 1-40.
186. Miller M. and Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Reply // American Economic Review, September, 1959, P. 655-669.
187. Miller M. and Modigliani F. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares//Journal of Business, October, 1961, P. 411-433.
188. Miller M. and Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information//Journal of Finance, September, 1985, P. 1031-1052.
189. Miller M. and Scholes M. Dividend and Taxes//Journal of Financial Economics, December, 1978, P. 333-364.
190. Miller M. Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends//Journal of Business, October, 1986, P. 451-486.
191. Morgan I. Dividends and Capital Asset Prices//Journal of Finance, September, 1982, P. 1071-1086.
192. Petty J.W., Keown A.J., Scott D.F., Martin J.D. Basic Financial Management. – N.Y.: Prentice Hall. – 956 p.
193. Pike R., Neale B. Corporate finance and investment. – Prentice Hall Europe, 1999.
194. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. Principles of corporate finance. - USA: The McGraw – Hill, 1996.
195. Rutterford J. Introduction to stock exchange investment. – London: Macmillan press, 1993.
196. Samuels J. M., F. M. Wilkes, R. E. Brayshaw. Management of company finance. – Boston: International Thomson business press, 1997.
197. Saunders Anthony. Financial institutions management: a modern perspective. – USA: The McGraw – Hill, 2000.
198. Stephen Valdez. An introduction to Western financial markets. – London: The Macmillan press, 1993.



199. Stiglitz J.E. A Re-Examination of the Modigliani – Miller Theorem // The American Economic Review, 1959, № 5, pp. 784-793.
200. The Business Week Global 1000 // Business Week, July, 1999, P. 43-50.
201. The Top 200 Emerging-Market Companies // Business Week, July, 1999, P. 73-76.
202. Van Horne J.C., J.D. McDonald. Dividend Policy and New Equity Financing // Journal of Finance, 26, 1971, P. 507-519.
203. Walter J.E. A Discriminant Function for Earnings-Price of Large Industrial Corporations // Review of Economics and Statistics, February, 1959, P. 44-52.
204. Walter J.E. Dividend Policies and Common Stock Prices // Journal of Finance, March, 1956, P. 29-41.
205. William F. Frunah, W. Carl Kester, Thomas R. Pirer, Richard S. Ruback. Case problems in finance. – Boston: Irwin / McGraw-Hill, 1997.



ДОДАТКИ

Додаток А

Хроніка еволюції структур і технологій корпоративного управління [31]

№	Назва	Час	Лідер
1	2	3	4
1	Діяльність давньогрецьких і давньоримських господарств	VIII-VI ст.	Древня Греція
2	Формування корпоративних відносин на базі права (римська колегія)	I ст.	Древній Рим
3	Створення і розвиток торгових гільдій і ремісних корпорацій (цехів)	Середні віка	Європа
4	Уособлення сімейного і ділового бюджетів власників	Середні віка	Європа
5	Створення і розвиток мануфактур	XVI-XVIII ст.	Європа
6	Появлення прообразів акціонерних компаній (релігійні цті, благодійність, послуги, торгівля, колонізація)	Від епохи хрестових походів до XVI-XVII ст.	Європа
7	Появлення фабрик	XVIII ст.	Європа
8	Появлення акціонерних промислових компаній	1808 рік	Європа, Франція
9	Появлення холдингів	1820 рік	Європа, Бельгія
10	Створення і розвиток лінійно-штабних структур управління компаній	Середина XIX ст.	США
11	Появлення промислових ТНК	Середина XIX ст.	Європа, США
12	Появлення публічних компаній	1860 рік	Європа
13	Початок масового перетворення акціонерних компаній в публічні корпорації	Приблизно 1880 рік	США, Європа
14	Організація біржової торгівлі акціями промислових компаній	1890-ті роки	Європа, США
15	Початок розвитку дистанційних меж корпоративних трансакцій у реальному масштабі часу (телеграфія)	Після 50-х років XIX ст.	Європа, США



Продовження додатку А

1	2	3	4
16	Монополістичний ріст і поліморфізм об'єднань (трести, картелі, концерни) і корпорацій на національних ринках	Кінець XIX – початок XXст.	Європа, США
17	Виникнення мультидивізіональних структур в великих корпораціях	20-ті роки XXст.	США
18	Розподіл власності і контролю (революція менеджерів) в компаніях	Після 1929 р.	США
19	Масштабний розвиток ТНК	Після 1945р.	США, Європа
20	Початок торгів цінними паперами в автоматизованій системі NASDAQ	1971 рік	США
21	Розвиток інституціональних фондів, уособлення корпоративного правління	70-80-ті роки XXст.	США
22	Розвиток мережних корпоративних структур	80-ті роки XXст.	
23	Об'єднання ТНК і становлення глобальних компаній	90-ті роки XXст.	Країни ОЕСР
24	Початок використання Інтернет для між корпоративних трансакцій в інтерактивному режимі	1995 рік	Країни ОЕСР
25	Розвиток віртуальних корпоративних структур	90-ті роки XXст.	
26	Створення міжнародних стандартів фінансової звітності	1973-1995 роки	Європа
27	Появлення міжнародних принципів корпоративного правління	1999 рік	ОЕСР



Додаток Б

Динаміка фінансових показників для 500 акцій, які входять в індекс S&P 500 [146, с. 356]

Рік	Доход на акцію	Дивіденд		Курс		Курс акцій до доходу на акцію		Дивіденд на акцію до доходу на акцію		Балансова вартість активів		Акціонерний капітал на акцію	Доходність
		на акцію	у % до прибутку	високий	низький	високий	низький	високий	низький	на акцію	доходність (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1957	3,37	1,79	53,12	49,13	38,98	14,58	11,57	4,59	3,64	-	-	-	-
1958	2,89	1,75	60,55	55,21	40,33	19,10	13,96	4,33	3,17	-	-	-	-
1959	3,39	1,83	53,98	60,71	53,58	17,91	15,81	3,42	3,01	-	-	-	-
1960	3,27	1,95	59,63	60,39	52,30	18,47	15,99	3,73	3,23	-	-	-	-
1961	3,19	2,02	63,32	72,64	57,57	22,77	18,05	3,51	2,78	-	-	-	-
1962	3,67	2,13	58,04	71,13	52,53	19,38	14,26	4,07	2,99	-	-	-	-
1963	4,02	2,28	56,72	75,02	62,69	18,66	15,59	3,64	3,04	-	-	-	-
1964	4,55	2,50	54,95	86,28	75,43	18,96	16,58	3,31	2,90	-	-	-	-
1965	5,19	2,72	52,41	92,63	81,60	17,85	15,72	3,33	2,94	-	-	-	-
1966	5,55	2,87	51,71	94,06	73,20	16,95	13,19	3,92	3,05	-	-	-	-
1967	5,33	2,92	54,78	97,59	80,38	18,31	15,08	3,63	2,99	-	-	-	-
1968	5,76	3,07	53,30	108,37	87,72	18,81	15,23	3,50	2,83	-	-	-	-
1969	5,78	3,16	54,67	106,16	89,20	18,37	15,43	3,54	2,98	-	-	-	-
1970	5,13	3,14	61,21	93,46	69,29	18,22	13,51	4,53	3,36	-	-	-	-
1971	5,70	3,07	53,86	104,77	90,16	18,38	15,82	3,41	2,93	-	-	-	-
1972	6,42	3,15	49,07	119,12	101,67	18,55	15,84	3,10	2,64	-	-	-	-
1973	8,16	3,38	41,42	120,24	92,16	14,74	11,29	3,67	2,81	-	-	-	-
1974	8,89	3,60	40,49	99,80	62,28	11,23	7,01	5,78	3,61	-	-	-	-
1975	7,96	3,68	46,23	95,61	70,04	12,01	8,80	5,25	3,85	-	-	-	-

Продовження додатку Б

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1976	9,91	4,05	40,87	107,83	90,90	10,88	9,17	4,46	3,76	-	-	-	-
1977	10,89	4,67	42,88	107,00	90,71	9,83	8,33	5,15	4,36	79,07	13,77	81,23	13,41
1978	12,33	5,07	41,12	106,99	86,90	8,68	7,05	5,83	4,74	85,35	14,45	87,84	14,04
1979	14,86	5,65	38,02	111,27	96,13	7,49	6,47	5,88	5,08	94,27	15,76	97,00	15,32
1980	14,82	6,16	41,57	140,52	98,22	9,48	6,63	6,27	4,38	102,48	14,46	150,08	14,10
1981	15,36	6,63	43,16	138,12	112,77	8,99	7,34	5,88	4,80	109,43	14,04	112,44	13,66
1982	12,64	6,87	54,35	143,02	102,42	11,31	8,10	6,71	4,80	112,46	11,24	115,74	10,92
1983	14,03	7,09	50,54	172,65	138,34	12,31	9,86	5,13	4,11	116,93	12,00	120,24	11,67
1984	16,64	7,5	45,25	170,41	147,82	10,24	8,88	5,09	4,42	122,47	13,59	127,19	13,08
1985	14,61	7,90	54,07	212,02	163,68	14,51	11,20	4,83	3,73	125,20	11,67	133,40	10,95
1986	14,48	8,28	57,18	254,00	203,49	17,54	14,05	4,07	3,26	126,40	11,46	138,12	10,48



Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
 State Higher Educational Institution
 "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

Додаток В

Приклади застосування політики стабільних дивідендів корпораціями з високим, середнім та низьким рівнями дивідендних виплат

Рік	Прибуток на акцію (\$)	Дивіденд на акцію (\$)	Виплата (%)	Доходність (%)	Прибуток на акцію (\$)	Дивіденд на акцію (\$)	Виплата (%)	Доходність (%)
Компанії з високим рівнем виплати дивідендів								
Duke Power				Philadelphia Electric				
1983	1,89	1,16	61	9,8	2,40	2,12	88	12,6
1984	1,99	1,21	61	9,4	2,70	2,20	81	16,3
1985	1,86	1,27	68	7,8	2,56	2,20	86	14,3
1986	2,02	1,32	65	6,0	2,60	2,20	85	10,6
1987	2,20	1,37	62	6,0	2,33	2,20	94	10,3
1988	2,18	1,44	66	6,4	2,33	2,20	94	11,7
1989	2,57	1,52	59	6,2	2,49	2,20	88	10,2
1990	2,40	1,60	67	5,7	2,16	1,45	67	8,4
1991	(8,85)	1,60	-	4,4	3,69	4,84	131	4,6
1992	2,21	1,76	80	5,1	2,17	1,33	61	5,2
Компанії зі середнім рівнем виплати дивідендів								
General Motors				IBM				
1983	11,84	2,80	24	4,1	9,04	3,71	41	3,2
1984	14,22	4,75	33	6,7	10,77	4,10	38	3,5
1985	12,28	5,00	41	6,9	10,67	4,40	41	3,4
1986	8,21	5,00	61	6,6	7,81	4,40	56	3,1
1987	5,03	2,50	50	6,5	8,72	4,40	50	3,0
1988	6,82	2,50	37	6,6	9,83	4,40	45	3,8
1989	6,33	3,00	47	6,9	9,05	4,73	52	4,2
1990	(4,09)	3,00	-	7,0	10,51	4,84	46	4,4
1991	(8,85)	1,60	-	4,4	3,69	4,84	131	4,6
1992	(4,85)	1,40	-	3,9	2,48	4,84	195	5,8
Компанії з низьким рівнем виплати дивідендів								
Capital Cities/ABC				Delta Air Lines				
1983	8,53	0,20	2	0,1	(2,18)	1,00	-	2,5
1984	10,40	0,20	2	0,1	4,42	0,60	14	1,7
1985	10,87	0,20	2	0,1	6,50	0,70	11	1,7
1986	11,20	0,20	2	0,1	1,18	1,00	85	2,3
1987	16,46	0,20	1	0,1	5,90	1,00	17	2,0
1988	22,31	0,20	1	0,1	6,30	1,20	19	2,5
1989	27,25	0,20	1	0,1	9,37	1,20	13	2,2
1990	27,71	0,20	1	0,1	5,28	1,20	23	1,7
1991	22,33	0,20	1	<0,1	(7,73)	1,20	-	1,7
1992	23,45	0,20	1	<0,1	(10,60)	1,20	-	1,9



Додаток Д

Ринкова активність корпорацій з найбільшими обсягами капіталізації, що входять до переліку компаній “The Business Week Global 1000” в порядку зростання коефіцієнту дивідендної доходності [200]

Назва корпорації	Країна	Ринкова капіталізація, млн. дол.	Ціна акції, дол.	P/E коефіцієнт “кратне прибутку”	Дивідендна доходність – Div/P, %
Sony	Японія	37844	92	26	0,5
McDonalds	США	52281	39	33	0,5
Nokia	Фінляндія	87202	72	44	0,7
Toyota Motor	Японія	99826	27	34	0,7
Porsche	Німеччина	4143	2367	24	0,8
Groupe UCB	Бельгія	6407	44	39	0,9
Sharp	Японія	12625	11	332	0,9
Coca-Cola	США	168990	69	50	0,9
CRH	Ірландія	6608	17	21	1,1
Barrick Gold	Канада	6674	17	21	1,2
Adidas-Salomon	Німеччина	4369	96	8	1,3
Nestle	Швейцарія	71577	1824	25	1,4
Telekom Italia	Італія	66446	10	37	1,5
Groupe Danone	Франція	21503	278	33	1,7
Telstra	Австралія	63890	5	31	1,8
WMC	Австралія	4077	4	38	1,8
France Telecom	Франція	79925	78	33	2,0
Fiat Group	Італія	14901	3	28	2,0
Bank Austria	Австрія	5751	51	20	2,1
Thomson	Канада	18433	30	37	2,2
Michelin	Франція	5946	43	11	2,3
Halifax	Британія	31453	13	17	2,5
BG	Британія	21743	6	17	2,5
Woolwich	Британія	10496	7	20	2,5
Imperial Oil	Канада	8152	19	22	2,7
Pirelli	Італія	5548	3	20	2,7
Ford Motor	США	69165	57	11	3,2
BASS	Британія	11754	15	16	3,3
AGF	Франція	9067	49	17	3,6
UPM-Kymmene	Фінляндія	7680	29	8	3,9
Elekabel	Бельгія	16923	311	20	4,2
Basf	Німеччина	24327	39	15	4,3
British Still	Британія	4209	2	12	7,6



Додаток Е

Ринкова активність окремих корпорацій в порядку зменшення коефіцієнту дивідендної доходності згідно з рейтингом “The Top 200 Emerging-Market Companies” [201]

Корпорація	Країна	Ринкова капіталізація, млн. дол.	Ціна акції, дол.	Р/Е коефіцієнт “кратне прибутку”	Дивідендна Доходність- Div/P, %
Souza Cruz	Бразилія	1927	6	6	14,6
Cemig	Бразилія	3420	22	12	12,0
China Steel	Тайвань	5630	1	11	11,7
Pakistan Telecommunication		2469	0	8	7,2
Itausa	Бразилія	1765	1	6	6,6
Chilestra	Чилі	2073	6	11	5,8
Akbank	Турція	3996	0	8	5,2
Telecom Argentina	Аргентина	5602	6	15,0	5,0
Telefonica De Argentina	Аргентина	6959	3	14	4,3
Alfa	Мексика	2095	4	9	3,0
Cemex	Мексика	5748	4	6	3,0
Enersis	Чилі	2647	0	22	2,9
Petrobras	Бразилія	13317	146	20	2,4
Ergo Bank	Греція	3646	90	20	2,2
YPF	Аргентина	15146	43	28	2,1
Sk Corp.	Корея	1862	21	17	2,0
Telmex	Мексика	33305	4	18	1,8
Bangkok Bank	Таїланд	4545	3	-3	1,7
Kerco	Корея	19752	31	21	1,6
Indosat	Індонезія	2122	2	13	1,5
National Bank of Greece	Греція	10879	70	102	1,5
Samsung Corp.	Корея	2156	15	53	1,4
Tatung	Тайвань	3884	1	-69	1,3
Genting	Малайзія	2143	3	23	1,1
Hindustan Lever	Індія	11764	54	52	1,0
Sime Darby	Малайзія	2602	1	30	0,8
Matav	Угорщина	5981	6	24	0,6
Videsh Sanchar Nigam	Індія	1927	20	6	0,5
Dacom	Корея	1750	73	111	0,4
Koc Holding	Турція	2404	0	30	0,3
Surgutneftegaz	Росія	3958	0	58	0,2
Gazprom	Росія	24502	10	61	0,1
Lukoil Holding	Росія	6378	9	230	0,1
China Telecom	Китай	25294	2	30	0,0



Додаток Ж

Дані про емітентів та основні показники фінансово-господарської діяльності відкритих акціонерних товариств України

1. ВАТ “Івано-Франківськцемент”

Код за ЄДРПОУ	00292988
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	77422, Івано-Франківська обл., Тисменський р-н., с. Ямниця
Основні види діяльності (код)	(найменування)
16120	промисловість азбощементних виробів
16112	виробництво цементу
Кількість акціонерів	5171
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	2518
Статутний капітал (тис.грн.)	133131,5
Номінальна вартість простої акції (грн.)	100,00
Кількість простих акцій (шт.)	1331315
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	29 березня 2001 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	1 червня 2001 р.
Дата закінчення виплати дивідендів	31 грудня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	175197,8	146027,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	125958,7	107689,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	15357,8	13149,0
Необоротні активи (тис.грн.)	180062,0	153486,0
Оборотні активи (тис.грн.)	54876,9	39573,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	14313,4	
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	36498,9	24233,0
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	1158273,0	1169102,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	12,89000	10,98000
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)		
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	225,0	1527,1
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	14508	143400



2. ВАТ “Лопушнянський кар’єр”

Код за ЄДРПОУ	00373729
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	77044, Івано-Франківська обл., с. Лопушня
Основні види діяльності (код)	(найменування)
16231	видобуток вапняного і гіпсового каменю
Кількість акціонерів	203
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	119
Статутний капітал (тис.грн.)	643,5
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	2574000
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	20 жовтня 2000 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	1130,0	1416,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	1072,0	1418,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	30,0	-118,0
Необоротні активи (тис.грн.)	2633,0	2704,0
Оборотні активи (тис.грн.)	623,0	735,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)		39,0
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	754,0	866,0
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	-	-
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,01166	-
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	-	-
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	66,0	-
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	618377	-



3. ВАТ “Авторитет” за 2001 р.

Код за ЄДРПОУ	05415668
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	01004, м. Київ, вул. Тимошенка, б. 2-Є
Основні види діяльності (код)	(найменування)
71250	Роздрібна торгівля недержавних організацій
71130	Оптова торгівля недержавних організацій
18113	Хлібопекарна промисловість
Кількість акціонерів	2684
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	597
Статутний капітал (тис.грн.)	1209,8
Номінальна вартість простої акції (грн.)	2,50
Кількість простих акцій (шт.)	483910
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	11 квітня 2002 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	21 травня 2002 р.
Дата закінчення виплати дивідендів	31 грудня 2002 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	24761,4	23829,8
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	19784,0	19173,4
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	335,9	546,2
Необоротні активи (тис.грн.)	5187,0	4859,8
Оборотні активи (тис.грн.)	2165,4	2149,3
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)		
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	2081,0	2243,6
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	429530,0	483910,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,78202	1,12872
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,04000	0,03000
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	-	64,4
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	-	64441



4. ВАТ “Укргазбуд” за 2001 р.

Код за ЄДРПОУ	14277604
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	03110, м. Київ, О.Пироговського, б. 19, кор.. 2
Основні види діяльності (код)	(найменування)
61129	Лінійне будівництво
61124	Монтажні роботи
51121	Автомобільне господарство
71130	Оптова торгівля
71250	Роздрібна торгівля
72200	Зовнішня торгівля
Кількість акціонерів	10110
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	2778
Статутний капітал (тис.грн.)	4254,4
Номінальна вартість простої акції (грн.)	35,00
Кількість простих акцій (шт.)	121555
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	27 квітня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	103958,0	247692,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	112388,0	222034,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	-31614,0	278,0
Необоротні активи (тис.грн.)	55770,0	58320,0
Оборотні активи (тис.грн.)	107118,0	208909,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	623,0	155,0
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	101385,0	177676,0
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	121555,0	121555,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	-	-
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	-	-
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	5,1	18,7
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	146	536



5. ВАТ “Металург”

Код за ЄДРПОУ	00192850
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	83062, Донецька обл., м. Донецьк, вул. Івана Ткаченка, б. 125
Основні види діяльності (код)	(найменування)
84100	Посередницькі послуги купівлі-продажу товарів, ЦП
Кількість акціонерів	399
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	8
Статутний капітал (тис.грн.)	64,5
Номінальна вартість простої акції (грн.)	1,05
Кількість простих акцій (шт.)	61440
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	6 квітня 1997 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	32,3	34,5
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	-	2,6
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	-1,3	26,0
Необоротні активи (тис.грн.)	129,9	142,2
Оборотні активи (тис.грн.)	9,2	117,4
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)		
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	71,3	183,7
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	58297,0	59874,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн...)	-	-
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	-	-
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	0,3	3,3
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	307	3151

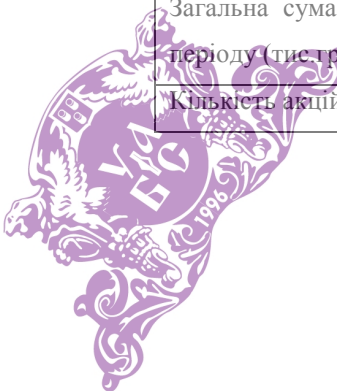


6. ВАТ “Український науково-дослідний Інститут вогнетривів імені А.С. Бережного”

Код за ЄДРПОУ	00190503
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	61024, Харківська обл., м. Харків, вул. Гуданова, б. 18
Основні види діяльності (код)	(найменування)
95120	Наукові установи галузевого профілю
Кількість акціонерів	337
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	333
Статутний капітал (тис.грн.)	165,6
Номінальна вартість простої акції (грн.)	2,50
Кількість простих акцій (шт.)	66240
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	16 квітня 2002 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	17 квітня 2002 р.
Дата закінчення виплати дивідендів	16 травня 2002 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	8731,8	9401,7
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	7398,8	7989,9
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	108,5	-231,4
Необоротні активи (тис.грн.)	3837,9	3898,5
Оборотні активи (тис.грн.)	1430,5	1592,8
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)		
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	670,5	793,1
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	66240,0	66240,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	1,63798	-
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,81899	-
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	1,4	1,1
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	588	461



7. ВАТ “Електроприлад”

Код за ЄДРПОУ	00227554
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	04050, Київська обл., м. Київ, Глибочицька, б. 17, кв. офіс
Основні види діяльності (код)	(найменування)
14322	Виробництво електровимірювальних приладів
72200	Зовнішня торгівля
Кількість акціонерів	1960
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	445
Статутний капітал (тис.грн.)	12389,2
Номінальна вартість простої акції (грн.)	49,00
Кількість простих акцій (шт.)	252840
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	–
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Сумарна вартість непогашених облигацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	17 травня 2001

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	4173,0	4885,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	3264,0	3911,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	- 157,0	182,0
Необоротні активи (тис.грн.)	10381,0	10939,0
Оборотні активи (тис.грн.)	2009,2	1612,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	–	–
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	385,0	380,0
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	252840,0	252840,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	–	0,71982
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	–	–
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	8,9	–
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	4429	–



8. ВАТ “Ремторгустаткування”

Код за ЄДРПОУ	02132668
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	03680, м. Київ, Машинобудівна, б. 44
Основні види діяльності (код)	(найменування)
14630	Виробництво технологічного устаткування для підприємства
61124	Монтажні роботи
61134	Пусконаладжувальні роботи
Кількість акціонерів	1616
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	243
Статутний капітал (тис.грн.)	970,3
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	3881307
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	—
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	28 грудня 2001
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	23 березня 2001
Дата закінчення виплати дивідендів	1 січня 2002

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	1762,4	1771,4
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	1400,5	1317,3
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	- 127,5	155,0
Необоротні активи (тис.грн.)	4708,0	4868,5
Оборотні активи (тис.грн.)	1350,3	1363,9
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	—	—
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	361,5	159,5
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	3881307,0	3881307,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	—	0,03994
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	—	0,00390
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	264,3	31,0
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	529433	123518



10. ВАТ “Ніжинський міськмолзавод”

Код за ЄДРПОУ	00447988
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	16600, Чернігівська обл., Ніжинський р-н, м. Ніжин, Борзнянський шлях, б. 68
Основні види діяльності (код)	(найменування)
18221	Маслоробна молочна промисловість
71130	Оптова торгівля недержавних організацій
Кількість акціонерів	1239
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	395
Статутний капітал (тис.грн.)	2788,4
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	1153532
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	–
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	16 березня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	58862,0	36456,6
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	51165,7	27123,9
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	402,1	3411,6
Необоротні активи (тис.грн.)	17888,4	16063,2
Оборотні активи (тис.грн.)	18877,1	11029,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	3,1	–
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	23595,1	13771,3
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	–	–
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	10629722,0	10629722,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,03783	0,32041
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	–	–
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	22,5	43,0
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	187588	523810



11. ВАТ “Готель Славутич”

Код за ЄДРПОУ	22907628
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	02154, м. Київ, вул. Ентузіастів, б. 1
Основні види діяльності (код)	(найменування)
90220	Готельне господарство
Кількість акціонерів	9550
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	204
Статутний капітал (тис.грн.)	1633,0
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	6532000
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	0
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	20 квітня 2001 р..

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	4798,8	4107,5
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	2233,9	3062,7
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	675,5	78,5
Необоротні активи (тис.грн.)	6658,0	6502,0
Оборотні активи (тис.грн.)	794,6	658,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	1004,1	1433,0
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	503,5	389,5
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	0,0	0,0
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	6532000,0	6532000,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,10341	0,01202
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,00000	0,00000
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	12,5	0,0
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	139000	0
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп облігацій протягом періоду (тис.грн.)	0,0	0,0
Сума сплачених відсотків за облігаціями (тис.грн.)	0,0	0,0
Кількість облігацій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	0	0



12. ВАТ “Енергопроект”

Код за ЄДРПОУ	16392628
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	01135, м. Київ, пр-т Перемоги, б. 4
Основні види діяльності (код)	(найменування)
95120	Наукові установи галузевого профілю
95130	Конструкторські організації, віднесені до числа галузевих
72200	Зовнішня торгівля недержавних організацій
66000	Проектні, проектно-вишукувальні, вишукувальні роботи
Кількість акціонерів	1286
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	732
Статутний капітал (тис.грн.)	1157,0
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	4627996
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	–
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	28 лютого 2002

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	14039,0	18488,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	10797,0	14291,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	463,0	2261,0
Необоротні активи (тис.грн.)	7232,0	6365,0
Оборотні активи (тис.грн.)	2811,0	3456,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	–	–
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	1566,0	406,0
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	–	–
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	4627996,0	4627996,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,10004	0,48855
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,02200	0,08200
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	1319,0	474,3
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	656736	206403



13. ВАТ “Кременчуцький сталеливарний завод”

Код за ЄДРПОУ	05756783
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	39621, Полтавська обл., м. Кременчук, вул. І. Приходька, б. 141
Основні види діяльності (код)	(найменування)
14291	Виробництво заготовок
14293	Виробництво формувальних матеріалів для виготовлення фасонних відливок з чорних і кольорових металів
14812	Виробництво легких металевих конструкцій
12130	Виробництво чорних металів
14520	Виробництво устаткування для промисловості будівельних матеріалів
Кількість акціонерів	9560
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	2672
Статутний капітал (тис.грн.)	8874,3
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	35497230
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	–
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	29 березня 2000 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	111165,7	46818,2
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	96892,4	42108,5
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	17428,0	-789,0
Необоротні активи (тис.грн.)	66323,2	64890,2
Оборотні активи (тис.грн.)	31788,4	28449,4
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	4988,6	5035,0
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	32555,1	36408,2
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	–	–
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	35497230,0	35407667,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,49097	-0,02200
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	–	–
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	–	13,0
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	–	238193



14. ВАТ “Артемівський завод “Доріндустрія”

Код за ЄДРПОУ	03443703
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	84500, Донецька обл., м. Артемівськ, вул Сибірцева, б. 3
Основні види діяльності (код)	(найменування)
14941	Ремонт будівельних і дорожніх машин
14511	Виробництво дорожніх і землерийних машин
72200	Зовнішня торгівля недержавних організацій
71130	Оптова торгівля недержавних організацій
51510	Транспортно-експедиційні послуги без робіт та послуг
71250	Роздрібна торгівля недержавних організацій
Кількість акціонерів	719
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	301
Статутний капітал (тис.грн.)	6962,3
Номінальна вартість простої акції (грн.)	3,13
Кількість простих акцій (шт.)	2224380
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	–
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	17 грудня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	2619,5	6556,7
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	2571,2	5449,8
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	26,4	-357,4
Необоротні активи (тис.грн.)	5718,6	6541,0
Оборотні активи (тис.грн.)	3927,5	3328,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	76,9	114,5
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	-1878,9	2090,6
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	–	–
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	2166257,0	2122722,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,012119	–
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	–	–
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	–	266,5
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	–	187651



15. ВАТ “Концерн-Електрон”

Код за ЄДРПОУ	13801109
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	79000, Львівська обл., м. Львів, Стороженко, б. 32
Основні види діяльності (код)	(найменування)
97950	Міжгалузеві органи господарського управління
Кількість акціонерів	19829
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	67
Статутний капітал (тис.грн.)	37535,4
Номінальна вартість простої акції (грн.)	3,50
Кількість простих акцій (шт.)	10724388
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	–
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	–
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	20 квітня 2002 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	258,0	193,7
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	206,1	150,9
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	2430,8	1079,6
Необоротні активи (тис.грн.)	178868,8	204119,8
Оборотні активи (тис.грн.)	9318,2	4514,1
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	–	–
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	412,9	480,7
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	–	–
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	10633666,0	10628161,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,22859	0,10158
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,09000	0,08000
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	22,4	19,1
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	26345	22471



16. ВАТ по газопостачанню та газифікації “Макіївкагаз”

Код за ЄДРПОУ	20316900
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	86125, Донецька обл., д/в р-н, м. Макіївка, Артема, б. 1
Основні види діяльності (код)	(найменування)
90214	Газопостачання
51130	Трубопровідний транспорт загального користування
Кількість акціонерів	730
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	434
Статутний капітал (тис.грн.)	23,8
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,01
Кількість простих акцій (шт.)	2379091
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,0
Кількість привілейованих акцій (шт.)	0
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	0
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	–
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	11 травня 2001

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	24140,0	19821,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	20370,0	15896,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	-14,0	2349,0
Необоротні активи (тис.грн.)	14484,0	14735,0
Оборотні активи (тис.грн.)	88291,0	86668,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	10	–
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	83376	82071,0
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	–	–
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	2370653,0	2366671,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	–	0,99253
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	–	0,03900
Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду (тис.грн.)	12,0	26,1
Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду (шт.)	33642	101526



17. ВАТ “Нафтохімік Прикарпаття”

Код за ЄДРПОУ	00152230
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	78400, Івано-Франківська обл., Надвірнянський р-н., м. Надвірна, Майданська, б. 5
Основні види діяльності (код)	(найменування)
11220	Нафтопереробна промисловість
Кількість акціонерів	18679
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	1502
Статутний капітал (тис.грн.)	3280,3
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	13121008
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Дата проведення останніх зборів акціонерів (для ВАТ)	9 жовтня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	213398,6	168417,2
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	205647,7	145556,2
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	1031,2	11720,5
Необоротні активи (тис.грн.)	95801,6	95233,3
Оборотні активи (тис.грн.)	118153,7	121405,9
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	2160,7	2160,7
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	71075,1	81602,1
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	13121008,0	13121008,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,07859	0,89326
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	-	-



18. ВАТ “Готель “Санкт-Петербург””

Код за ЄДРПОУ	23733219
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	01004, м. Київ, бульвар Шевченка, б. 4
Основні види діяльності (код)	(найменування)
90220	Готельне господарство
71330	Громадське харчування недержавних організацій, крім сп.
71250	Роздрібна торгівля недержавних організацій, крім спож.
90310	Послуги підприємств і організацій, що займаються невир.
91620	Туризм
Кількість акціонерів	506
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	149
Статутний капітал (тис.грн.)	139,5
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	558000
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	25 травня 2001 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	20 червня 2002 р.
Дата закінчення виплати дивідендів	20 вересня 2002 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	2986,2	2644,2
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	1963,8	2024,8
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	307,4	159,0
Необоротні активи (тис.грн.)	2035,4	1806,5
Оборотні активи (тис.грн.)	182,3	179,5
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	15,0	15,0
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	372,5	361,8
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	558000,0	558000,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,55090	0,28495
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	-	-



19.В.АТ “Агронафтогазтехсервіс”

Код за ЄДРПОУ	00904285
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	77044, Івано-Франківська обл., Коломийський р-н., смт. Гвіздець, Івана-Франка
Основні види діяльності (код)	(найменування)
61124	Монтажні роботи
51510	Транспортно-експлуатаційні послуги
Кількість акціонерів	778
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	66
Статутний капітал (тис.грн.)	1427,9
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	5711772
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для В.АТ)	7 листопада 2001 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	14 листопада 2001 р.
Дата закінчення виплати дивідендів	31 грудня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	1325,0	1119,6
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	902,8	694,7
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	257,9	157,7
Необоротні активи (тис.грн.)	2076,7	2099,5
Оборотні активи (тис.грн.)	583,8	460,8
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	1,4	
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	169,4	254,5
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	5711772,0	5711772,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	1,83160	1,11998
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	-	-



20. АТ “Сумський м’ясокомбінат”

Код за ЄДРПОУ	05496017
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	40007, Сумська обл., м. Суми, вул. Харківська, б. 103
Основні види діяльності (код)	(найменування)
18211	М’ясна промисловість (крім класифікованої)
Кількість акціонерів	5630
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	683
Статутний капітал (тис.грн.)	1831,5
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	7325961
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	8 серпня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	47101,1	42475,9
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	41582,8	36754,6
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	820,5	31,8
Необоротні активи (тис.грн.)	10227,2	9749,4
Оборотні активи (тис.грн.)	7786,4	5776,3
Довгострокові зобов’язання (тис.грн.)		
Поточні зобов’язання (тис.грн.)	5327,9	3429,5
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	7325961,0	7325961,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,11200	0,00434
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,01865	-



21. ВАТ “Туристичний комплекс “Запоріжжя”

Код за ЄДРПОУ	02573817
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	69087, м. Запоріжжя, пр. Леніна, б. 135
Основні види діяльності (код)	(найменування)
91620	Туризм
71330	Громадське харчування
90310	Невиробничі види побутового обслуговування
51121	Автомобільне господарство
86190	Прання і обробка білизни
Кількість акціонерів	6794
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	296
Статутний капітал (тис.грн.)	40,0
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	160080
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	24 квітня 2001 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	1 серпня 2002 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	5200,9	4384,6
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	3551,9	2961,9
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	104,1	187,6
Необоротні активи (тис.грн.)	8412,0	8312,7
Оборотні активи (тис.грн.)	353,4	393,5
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)		
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	542,4	547,5
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	160080,0	160080,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,65030	1,17191
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,36000	0,35750



22. ВАТ “Полтавський автоагрегатний завод”

Код за ЄДРПОУ	00232124
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	36009, Полтавська обл., м. Полтава, вул. Зіньківська, б. 57
Основні види діяльності (код)	(найменування)
14341	Виробництво та реалізація гальмівної апаратури для вантажних автомашин
14210	Продукція верстатобудування
14839	Товари народного споживання
Кількість акціонерів	3358
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	1453
Статутний капітал (тис.грн.)	260,8
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	1043151
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	20 березня 2002 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	23 березня 2001 р.
Дата закінчення виплати дивідендів	23 грудня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	28635,1	30441,2
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	15816,4	23171,7
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	4725,7	2376,2
Необоротні активи (тис.грн.)	21348,2	29841,4
Оборотні активи (тис.грн.)	8042,7	5724,3
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	283,3	112,5
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	3270,1	5142,2
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	1043151,0	1043151,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	4,53022	2,27791
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	1,08000	1,03000



23. ВАТ “Дон-сервіс”

Код за ЄДРПОУ	00912445
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	61075, Харківська обл., м. Харків, вул. Механізаторів
Основні види діяльності (код)	(найменування)
21110	виращування зернових культур
14934	ремонт тракторів с/т машин
71130	оптова торгівля недержавних організацій
61134	пусконаладжувальні організації
72200	зовнішня торгівля недержавних організацій
Кількість акціонерів	87
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	46
Статутний капітал (тис.грн.)	48,9
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	195760
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	25 травня 2001 р.

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	473,8	657,8
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	485,3	568,8
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	110,2	43,3
Необоротні активи (тис.грн.)	177,3	193,8
Оборотні активи (тис.грн.)	749,9	554,6
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	43,9	
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	642,3	616,8
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	-	-
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	195760,0	195760,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,56293	0,22119
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,03941	0,01548



24. ВАТ “Свердловський машинобудівний завод”

Код за ЄДРПОУ	00177945
Місцезнаходження (поштова адреса) емітента	94800, Луганська обл., м. Свердловськ, вул. Заводська, 1
Основні види діяльності (код)	(найменування)
14140	Гірничошахтне і гірничорудне машинобудування
14811	Виробництво будівельних і сталевих конструкцій
11210	Ремонт іншого промислового устаткування і приладів
71250	Роздрібна торгівля недержавних організацій
71130	Оптова торгівля недержавних організацій
51121	Автомобільне господарство
Кількість акціонерів	5569
Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду	1242
Статутний капітал (тис.грн.)	6306,4
Номінальна вартість простої акції (грн.)	0,25
Кількість простих акцій (шт.)	25225448
Частка простих акцій у статутному капіталі (%)	100,00
Кількість привілейованих акцій (шт.)	-
Частка привілейованих акцій у статутному капіталі (%)	д/в
Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю (тис.грн.)	д/в
Дата проведення останній зборів акціонерів (для ВАТ)	30 березня 2001 р.
Дата початку виплати дивідендів (якщо вони будуть виплачуватись)	д/в
Дата закінчення виплати дивідендів	д/в

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Найменування показника	Період	
	Звітний	Попередній
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	38291,0	35020,0
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) (тис.грн.)	30755,0	26323,0
Чистий прибуток (збиток) (тис.грн.)	52,0	60,0
Необоротні активи (тис.грн.)	28824,0	29402,0
Оборотні активи (тис.грн.)	17889,0	16308,0
Довгострокові зобов'язання (тис.грн.)	416,0	
Поточні зобов'язання (тис.грн.)	9586,0	12797,0
Частка чистого прибутку, яка спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції (тис.грн.)	0,0	0,0
Середньорічна кількість простих акцій (шт.)	25225448,0	25225448,0
Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію (грн.)	0,00206	0,00238
Дивіденди, нараховані на одну просту акцію (грн.)	0,00103	0,00119

