

інфляції. При їх падінні нижче за темни інфляції люди віддають перевагу позичкам один одному, більше грошей витрачають на споживання чи вкладають у валюту.

На процес заощадження суттєво впливає і стабільність політичного клімату в державі. За нестабільної ситуації люди вкладають гроші в стабільні валюти, намагаються вивозити гроші нелегально в інші країни.

Найважливішими економічними чинниками, що впливають на ощадну ситуацію в державі, є безробіття, економічне зростання, рівень розвитку регіонів, звички населення, стан ринку товарів та послуг і доступність споживчого кредиту.

Заощадження, і в першу чергу зроблені населенням, живлять економіку країни. Вони використовуються як інвестиційні ресурси. Якби всі кошти, що знаходяться у населення, а це близько 18 млрд. дол. США, вдалося залучити у господарський обіг, Україна могла б так збільшити валютні резерви, що це дало б їй змогу не залежати від іноземних інвестицій [9]. Для цього перш за все потрібні надійні гарантії з боку держави, довіра клієнтів до кредитно-фінансових установ.

Ненадійність банківських інститутів стала однією з головних причин слабого розвитку депозитного ринку. Відсутність надійної та ефективної системи страхування вкладів громадян і підприємств в умовах нестабільності окремих банківських інститутів зробила депозитний ринок в Україні одним із найризикованіших і недостатньо контрольованих з боку НБУ та держави.

Література:

1. Калач Г. М. Заощадження населення як чинник формування інвестиційних ресурсів держави // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №6. – с.13-16.
2. Бакун О. Оподаткування доходів фізичних осіб від їх депозитних вкладів // Вісник НБУ. – 2003. – №5. – с.10-13.
3. Вожжов А., Бондар О., Наумова Н., Дослідження процесів формування поточних пасивів комерційного банку // Банківська справа. – 2002. – №5. – с.48-53. 4. Бюллетень НБУ. – 2003. – №6.
5. Васильченко З. М. Кошти населення у формуванні фінансових ресурсів банків // Фінанси України. – 2002. – № 11. – с.94-96.
6. Тігішко С. Сучасна Україна: шляхи, форми, проблеми реформування банківської системи // Вісник НБУ. – 2003. – №5. – с.2-6.
7. Кононатьська Л., Бондар П. Актуальні проблеми страхування депозитів комерційних банків // Вісник НБУ. – 2001. – № 11. – с.37-40.
8. Огієнко В. Раєвська Т. Фонд гарантування вкладів фізичних осіб - гарант захисту "малих" вкладників в Україні // Вісник НБУ. – 2001. – №6. – с.39-44.
9. Лютий І. О. Депозитний ринок в інвестиційній політиці економічного зростання // Фінанси України. – 2002. – №5. – с.3-5.

Невмержицький Я. І.

АНАЛІЗ ТА ПРОЕКТУВАННЯ ПРОГРАМ DRIP ДЛЯ ВІТЧИЗНЯНИХ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

У даній роботі піднімається проблема оптимізації дивідендної політики вітчизняних суб'єктів господарювання, заснована на впровадженні планів реінвестування дивідендів (DRIP). Метою дослідження являється визначення потенційного впливу на результативність фінансової діяльності підприємства окремих умов (положень) програми DRIP, зважена на реалії вітчизняного ринку капіталу. Результатом роботи має стати характеристика ключових моментів моделювання структури програми DRIP відповідно до структури акціонерної власності підприємства, вираженої в конкретних інвестиційних уподобаннях різних категорій акціонерів підприємства (включаючи дрібних та крупних акціонерів; інсайдерів та аутсайдерів).

Зважаючи на те, що дивідендна політика (далі — ДП) підприємства спрямована на формування доходу власників його корпоративних прав або у формі поточних грошових дивідендних виплат, або забезпечення позитивної курсової різниці, можна сформулювати об'єктивне протиріччя між реальними потребами ДП та можливостями її узгодження із фінансовою стратегією підприємства, зокрема, потребою у самофінансуванні. Зазначена проблема може мати різне практичне вирішення.

Так, зокрема, в країнах із американською моделлю корпоративного управління (США, Великобританія), при якій значну роль у фінансовій діяльності підприємств відіграє ринок капіталу, менеджери намагаються забезпечити стабільність дивідендів, принаймні, на мінімально прийнятному рівні. Такий варіант оптимізації дивідендної політики дозволяє менеджерам підприємства забезпечити досягнення наступних цілей:

- максимізувати частину чистого прибутку підприємства, який тезаврується;
- забезпечити позитивні сигнали на ринку капіталу (відповідно до сигнальної теорії фінансування) шляхом забезпечення стабільності абсолютної величини грошових дивідендів.

В умовах німецької моделі корпоративного управління згадана вище форма оптимізації ДП втрачає свою привабливість, оскільки підприємства значно менше залежать від ринку капіталу, забезпечуючи покриття потреби у капіталі за рахунок самофінансування, а також банківського кредитування. Маючи у структурі акціонерного капіталу домінуючого інвестора (яким часто являється банківська установа), менеджери підприємства вимушені більш уваги приділяти саме фінансовим інтересам даної категорії власників. За таких умов згадане вище протиріччя між ДП та фінансовою стратегією вирішується на основі максимальної пріоритетності самофінансування шляхом тезаврації чистого прибутку. Це здійснюється на основі політики залишкових дивідендних виплат (політика ЗДВ), яка передбачає:

- покриття потреби підприємства у капіталі для фінансування управління активами (операційна та інвестиційна діяльність) в рамках проектів, що характеризуються позитивним значенням NPV;

- цільовий рівень фінансового левериджу — забезпечення оптимальної з погляду менеджерів структури капіталу підприємства.

Абсолютна ж величина грошових дивідендних виплат визначатиметься наступним чином:

$$d = EAIT - \mu \times I, \text{ де} \quad [1]$$

d — величина грошових дивідендних виплат;

$EAIT$ — чистий прибуток підприємства;

μ — частка фінансування підприємства за рахунок позикового капіталу як функція від цільової структури капіталу (відношення власного капіталу до сукупного капіталу підприємства);

I — потреба в капіталі підприємства на плановий період.

Так, підприємства при фінансуванні потреби у капіталі в рамках операційної та інвестиційної діяльності надають перевагу тезаврації чистого прибутку — $\mu \cdot I$ — невикористану частину якого спрямовують на розподіл у вигляді грошових дивідендних виплат. — d . При цьому, рішення про виплату грошових дивідендів приймається незалежно від того, чи такий розподіл ефективний з точки зору власників та чи відповідає очікуванням інших учасників ринку капіталу. Такого пояснення факторів формування політики ЗДВ дотримується частина західних фінансистів, зокрема Ауербах, Хассет, Бретфорд, Кінг [1, 2].

Відхилення діяльності менеджментів підприємства від критеріїв ефективності пояснюється відсутністю доступу в останніх до інших, більш ефективних, форм перерозподілу на користь акціонерів наявного надлишку грошових коштів. Крім відносної неефективності (порушення принципів концепції максимізації достатку акціонерів), політика ЗДВ має додаткові обмеження. Необхідно звернути увагу на відсутність при реалізації політики ЗДВ механізмів узгодження управлінських рішень щодо інвестування (вибір проектів для реалізації) та фінансування (покриття потреби підприємства у капіталі), які дозволили б забезпечити не лише абсолютну результативність, але й порівняльну. Це формує передумови до реінвестування — створення активів підприємства в обсягах, що не можуть бути ефективно ним освоєні. Крім того, політика ЗДВ характеризується нестабільністю абсолютної величини грошових дивідендів, що обумовлює зростання ризиків по його корпоративних правах та відштовхує дрібних та портфельних інвесторів.

На противагу до обмежень політики стабільних дивідендів та політики ЗДВ, програма DRIP дозволяє об'єднати разом переваги обох згаданих варіантів ДП, створюючи передумови для ефективної реалізації фінансової стратегії, зокрема, у частині вирішення конфлікту інтересів учасників корпоративних відносин (стейкхолдерів):

- підвищення рівня самофінансування підприємства за рахунок спрямування частини фонду грошових дивідендних виплат на реінвестування (у нові акції підприємства чи викуплені раніше акції);

- підтримання ринкового курсу корпоративних прав підприємства та/або забезпечення прямої реалізації акцій нової емісії;
- забезпечення формування доходів власників корпоративних прав підприємства, зменшення величини накладних витрат акціонерів при купівлі акцій підприємства;
- сприяння зростанню ринкової вартості підприємства шляхом забезпечення його операційної, інвестиційної та фінансової конкурентоспроможності у короткостроковій та довгостроковій перспективах.

Прикладання викладених вище теоретичного моделювання процесу оптимізації ДП підприємства для умов ринку капіталу України та практики фінансової діяльності вітчизняних підприємств повинно здійснюватися із врахуванням (1) особливостей фінансово-господарської діяльності вітчизняних суб'єктів господарювання та (2) умов реалізації їх фінансової діяльності.

Так, аналізуючи фінансово-господарську діяльність відкритих акціонерних товариств на прикладі вибірки із 198 підприємств, можна зробити наступні висновки:

- більшість підприємств мають незначний рівень резерву ліквідності, що пояснюється браком коштів для фінансування поточних потреб підприємства, а також обмеженим доступом до джерел залучення капіталу, перш за все, позикового;
- проблема більшості підприємств із самофінансуванням підтверджується і рівнем Free Cash Flow, значення якого є низьким і не відповідає рівню витрат підприємства; за таких умов значно зростає важливість наявності доступу до додаткових зовнішніх джерел капіталу;
- результативність діяльності підприємств характеризується низьким рівнем прибутковості операційної діяльності, значна частина підприємств працювала із збитками;
- підприємства не проводять корпоративних операцій з цінними паперами власної емісії, зокрема, операцій по викупу акцій.

Для подолання протиріччя та недопущення зниження ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства (рівень якої і так у більшості випадків незадовільний) доцільно використати інструменти, що дозволять певним чином перерозподілити повноваження з прийняття управлінських фінансових рішень стратегічного характеру на користь власників. Це стосується рішень щодо фінансування розширення діяльності підприємства (покриття потреби в інвестиційному капіталі), які можуть включати в себе наступні елементи.

По-перше, необхідно забезпечити умови для можливості здійснення акціонерами безпосереднього впливу „у робочому порядку” на зміну пропорцій між тезаврацією та розподілом чистого прибутку. Це дозволить останнім здійснювати своєчасне вилучення вартості, створеної в результаті діяльності підприємства, шляхом отримання грошових дивідендів та попередить фінансування менеджерами неефективних проєктів, спрямованих, перш за все, на створення корпоративного достатку. І, враховуючи особливості оподаткування прибутку підприємства та дивідендів, акціонери можуть вільно (без додаткового податкового навантаження) в окремих періодах здійснювати вилучення вартості у формі грошових дивідендів, в інших — їх вкладання в корпоративні права підприємства.

По-друге, примусове заниження рівня самофінансування підприємства з метою стимулювання тісної співпраці менеджерів підприємства із комерційними банками та іншими категоріями кредиторів. В результаті такої співпраці акціонери підприємства (перш за все дрібні) мають можливість зменшити транзакційні видатки, зменшити втрати від неефективності діяльності менеджерів, перекласти тягар моніторингу діяльності менеджерів на підприємства. Так, відповідно до теорії агентських витрат Free Cash Flow [2, с. 324] позикове фінансування для корпоративних структур є більш ефективним з позицій акціонерів, оскільки стимулює працювати менеджерів ефективно, принаймні, на рівні, який дозволяє забезпечити повернення основної суми позикового капіталу та здійснення його обслуговування, за умови чого менеджери можуть сподіватися зберегти своє місце. При цьому, вже такий рівень ефективності менеджерів забезпечує формування позитивного доходу власників корпоративних прав, величина якого визначатиметься як диференціал фінансового лівериджу.

Для досягнення визначених вище цілей може ефективно використовуватися програма DRIP, яка передбачає:

- автоматичність виплати грошових дивідендів, величина яких визначена програмою DRIP;
- прийняття рішення про реінвестування або вилучення прибутку кожним акціонером окремо;

- дозвільна здійснення часткового вилучення (реінвестування) дивідендів;
- добровільний характер участі акціонерів у програмі DRIP.

Однак, провадження програми DRIP має певні законодавчі особливості. По–перше, програма має проходити затвердження на загальних зборах акціонерів. По–друге, акціонер, який має право вносити питання у порядок денний загальних зборів акціонерів, може одноособо ініціювати розгляд такої програми. Однак необхідно визнати, що такі особливості носять процедурний характер і суттєво на фінансову ефективність програми DRIP не можуть вплинути. Більш важливим для підвищення ефективності фінансової діяльності підприємства є адекватне поточним умовам на ринку капіталу проектування параметрів самої програми DRIP. Серед таких ключових характеристик необхідно розглядати наступні.

Величини оголошених грошових дивідендів мають бути чітко визначеними в абсолютному вираженні або ж у формі алгоритму її визначення (відносному вираженні). При цьому пропонується, зважаючи на згадані вище особливості діяльності вітчизняних підприємств, формалізувати відносно величину грошових дивідендів, яка повинна співвідноситися із величиною чистого прибутку або Free Cash Flow.

Чітка формалізація порядку подання заявки на участь акціонера у програмі DRIP або виходу із неї дозволить попередити конфліктні ситуації та зловживання.

Визначення переліку альтернативних рішень, доступних до вибору акціонером має на меті оптимізацію грошових потоків між підприємством та власниками. Так, акціонерам можуть бути запропоновані наступні варіанти.

1. Отримання грошових дивідендів. Дана альтернатива є обов'язковою для включення до програми DRIP.

2. Реінвестування дивідендів у акції попередніх випусків спрямоване на надання акціонерам можливості змінити частку свого представництва в акціонерному капіталі та визначити форму вилучення прибутків за попередні роки. Дана альтернатива може приймати такі форми.

- Реінвестування дивідендів на відкритому ринку передбачає викуп підприємством через фінансового посередника акцій власної емісії від імені акціонера та за рахунок дивідендів, що припадають на його користь, по поточному ринковому курсу. При цьому, як правило, підприємства беруть на себе оплату послуг брокера. Слід зазначити, що включення до програми DRIP даного пункту є недоцільним, з причин відсутності активного вторинного ринку акцій та адекватного механізму визначення ринкової вартості акцій для переважної більшості підприємств.

- Реінвестування дивідендів у викуплені підприємством акції власної емісії дозволяє підприємству, яке має вторинний ринок власних акцій, зменшити дивідендне навантаження при викупі акцій, оскільки на викуплені акції дивіденди не нараховуються, підвищити ліквідність власних цінних паперів, легально сприяти формуванню адекватної структури акціонерної власності шляхом перерозподілу акцій на користь більш лояльних акціонерів. Даний пункт може стати досить ефективним інструментом вирішення конфліктних ситуацій в рамках товариства, однак пов'язаний із проблемою визначення ціни реалізації викуплених акцій в рамках програми.

3. Реінвестування дивідендів у акції нової емісії дозволяє підприємству забезпечити капіталізацію нерозподіленого прибутку (збільшення величини статутного капіталу) і пов'язане із формування лояльної підприємству та його інтересам структури акціонерної власності (частка акціонерів, які ідентифікують власні інтереси із довгостроковими стратегічними цілями підприємств, зростає). Акціонер, у свою чергу, забезпечує непропорційно більше зростання власного впливу на загальних зборах акціонерів. Крім того, розміщення акцій нової емісії по даному варіанту дозволяє уникнути процедури переважного права (яка замінюється заявкою на участь у програмі DRIP) та проведення відкритої підписки на акції.

4. Порядок припинення програми DRIP повинен чітко та однозначно формалізувати умови завершення програми або процедури прийняття відповідного рішення.

Загалом, розробка та імплементація програм DRIP для вітчизняних підприємств дозволить досягти наступних цілей:

- підвищення рівня захисту дрібних акціонерів і, відповідно, підвищення довіри до корпоративної форми господарювання;

- підвищення активності вторинного ринку корпоративних цінних паперів, а також зниження транзакційних витрат при фінансуванні підприємства (перш за все, за рахунок формування ефективних інформаційних каналів між підприємством з одного боку та власниками і кредиторами з іншого);

- оптимізацію фінансової діяльності підприємства як співвідношення між самофінансуванням та зовнішнім фінансуванням;
- розширення практики виплати грошових дивідендів (інших форм перерозподілу прибутку на користь дрібних акціонерів) та підвищення привабливості цінних паперів для населення як форми їх заощадження;
- формування класу середніх власників, суттєву частину достатку яких можуть складати доходи від операцій з корпоративними цінними паперами (у тому числі, як форма накопичення та створення заощаджень).

Література:

1. Auerbach, A., J., Hassett, K., A., 2000, "On the Marginal Source of Investment Funds," National Bureau of Economic Research, working paper nom. 7821
2. Jensen Michael C., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," American Economic Review, Vol. 76, No. 2 (May), p.323 -329