

Н. М. Исмаилов,
доктор философии по экономике, доцент кафедры “Экономический анализ и аудит”,
Азербайджанский государственный экономический университет, г. Баку

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ДИВИДЕНДНО-ОРИЕНТИРОВАННОЙ КОРПОРАТИВНОЙ ПОЛИТИКИ

ANALYTICAL TOOLS OF THE DIVIDEND-ORIENTED CORPORATE POLICY

В статье рассматривается аналитический инструментарий дивидендно-ориентированной корпоративной политики в акционерных обществах. Сформулированы подходы к решению проблемы выбора дивидендной политики с учетом налогообложения. Определены различные альтернативы выплаты дивидендов акционером.

The article deals with the analytical tools of dividend-oriented corporate policy in joint stock companies. The approaches to the problem of the choice of dividend policy, taking into account taxation. Identified various alternatives to the payment of dividends to shareholders.

Ключевые слова: бухгалтерский учет, финансовая отчетность, активы, обязательства, капитал, прибыль, дивидендная политика, рынок ценных бумаг, фондовый рынок, дивиденд на одну акцию, дивидендная ставка.

Key words: accounting, financial statements, assets, liabilities, equity, income, dividend policy, stock market, dividend per share, the dividend rate.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

Распределение прибыли является весьма распространенным, но не единственным способом обеспечения имущественных интересов акционеров и собственников. Дивидендная политика как инструмент финансовых взаимоотношений эффективно проявляет себя в акционерных обществах (компаниях) с высокой степенью однородности состава акционеров (экономическая равновеликость вкладов, одинаковая степень доступа и влияния на дела компании). Однако по мере усложнения структуры акционерного капитала и проблематичности его расширения, такой инструмент уравнивающего процесса распределительных отношений в более высоко развитых компаниях утрачивает свойства простоты, одинаковости и бесспорности. В современных экономических условиях, характеризующихся обострением конкурентной борьбы, ростом дефицита финансовых ресурсов и усилением дестабилизирующего влияния финансового кризиса, в качестве важного направления финансово-кредитного обеспечения отечественных компаний рассматривается оптимальная дивидендная политика.

АНАЛИЗ ПОСЛЕДНИХ ИССЛЕДОВАНИЙ И ПУБЛИКАЦИЙ

Детерминантам дивидендной политики компании посвящено немало научных разработок, но, несмотря на это, консенсус в этом вопросе до сих пор не достигнут. Этому вопросу много внимания уделялось в работах западных исследователей, таких как И. Ансофф, Р. Брейли, М. Бригхем, Д. Брикли, М. Гордон, Б. Грэхем, Д. Додд, А. Дьюинг, Д. Линтнер, С. Майерс, Д. Макконнелл, М. Миллер, Ф. Модильяни, Р. Холт, А. Шляйфер и др. Важные его теоретико-методические аспекты рассматривались в работах ведущих российских и украинских ученых-экономистов: И. Балабанова, Л. Басовской, И. Бланка, А. Володина, В. Евтушевского, Ф. Ефимовой, Д. Загирняк, Д. Задыхайло, В. Ковалева, М. Колесник, Н. Орлов, В. Палий, Ю. Петленко,

О. Саленко, М. Сокур, О. Терещенко, Н. Харченко, Т. Циба, В. Шелудько и др. Однако в экономической литературе до сих пор отсутствует единый подход к определению дивидендной политики компании. Недостаточно изучен вопрос относительно объемов выплаты дивидендов и их налогообложения в современных условиях. Еще не полностью решена проблема адекватного определения уровня эффективности системы корпоративного управления в целом и дивидендной политики, в частности. Весь спектр этих вопросов требует более совершенного обоснования и комплексного исследования.

ИЗЛОЖЕНИЕ ОСНОВНОГО МАТЕРИАЛА ИССЛЕДОВАНИЯ

Существует четыре основных канала, через которые компания может обеспечить получение выгод своим акционерам: 1) выплата дивидендов; 2) осуществление операций с собственными акциями компании (корпоративный выкуп акций); 3) повышение уровня рыночной капитализации акций в долгосрочной перспективе (перепродажа акций на фондовом рынке); 4) создание механизма и процедур участия в прибылях работающих акционеров через фонды потребления и социальной сферы, а также системы премирования персонала. В свою очередь, каждый из отмеченных каналов распределения прибыли компании может приобрести специфические формы. Например, выкуп акций может быть произведен путем проведения аукциона, в силу норм гражданского законодательства или организации покупки акций у крупного держателя по договорной цене. Принципиально важным здесь представляется не форма получения акционерного вознаграждения, а режим формирования выгод для первых лиц.

Д. Брикли и Д. Макконнелл [6] обращают внимание на то, что даже в странах с хорошо развитыми рыночными отношениями и фондовыми рынками так и не сложился однозначный подход к оценке дивидендной политики. До середины прошлого столетия практически абсолютно до-

минировал традиционный подход в описании дивидендной политики, основанный на максимизации остаточного дохода собственников (работы А. Дьюинга, 1953 г., Б. Грэхема и Д. Додда, 1951 г., М. Гордона, 1962 г.). Экономический эгоизм акционеров выражался в беспорядном приоритете дивидендов по отношению к курсовому доходу на перепродаже акций (работы Д. Линтнера, 1956 г.). Этим же положением дел определялось и отношение акционеров к информации о дивидендах. Требование раскрытия информации о дивидендах, формат приводимых отчетных показателей и возможности интерпретации данных рассматриваются в рамках такого подхода как финансово-значимая, существенная информация. Неочевидность удовлетворения информационных запросов о дивидендах обусловлена различием и динамикой финансового статуса собственника: от доминирующего управляющего собственника (мажоритарного акционера) до защиты интересов меньшинства (миноритариев) и обеспечение прозрачности результативности бизнеса для институциональных собственников (портфельных инвесторов, паевых инвестиционных фондов, взаимных фондов, уполномоченных банков, частных пенсионных фондов, хозяйственных обществ с участием субъектов муниципальной и государственной собственности). Логика дивидендной политики, способы ее формирования, объявления и раскрытия не столь просты, чтобы они определялись на уровне здравого смысла. Действительное положение дел таково, что в корпоративной практике одновременно сосуществуют условия для плюралистических взглядов на проблему дивидендов, и что особенно важно — различной дивидендной корпоративной практики.

Предпочтение акционерами текущих дивидендных выплат отражает экономические настроения фундаментальных инвесторов как эффективных собственников бизнеса, который одновременно демонстрирует способность генерирования средств, доступных акционерам; обеспечивает гарантированность, стабильность и монотонность роста эффективности присутствия собственника в делах предприятия. При этом сохраняется инвестиционная привлекательность бизнеса компаний и для сторонних деловых партнеров. Экономические выгоды акционеров в форме дивидендов здесь не подразумеваются, а предъявляются для оценки выгодополучателям в явном виде посредством отчетных показателей и их аналитической интерпретации.

Систему показателей дивидендной политики образуют следующие финансовые коэффициенты:

$$-Dps = \text{Див: Чоа} \quad (1),$$

где Dps — дивиденд на одну акцию; Див — сумма начисленных дивидендов по обыкновенным акциям; Чоа — число обыкновенных акций по состоянию на дату регистрации.

Вариантами исчисления дивиденда на акцию являются сравнения со среднегодовым числом обращающихся акций, а также по отношению к числу разводненных или консолидированных акций:

$$-Dr = \text{Див: } E_0 \quad (2),$$

где Dr — дивидендная ставка; E_0 — номинал обыкновенных акций в уставном капитале компании.

По привилегированным акциям дивидендная ставка рассчитывается аналогичным образом, что позволяет производить соответствующие сравнения:

$$-Div = \text{Див: } E \quad (3),$$

где Div — дивидендная отдача на капитал; E — собственный капитал компании по балансу.

Модификацией этого показателя является соотношение сумм дивидендов по отношению к капиталу, приходящему на голосующие акции компаний:

$$-Dyld = \text{Дпс: Пмпс} \quad (4),$$

где $Dyld$ — дивидендная доходность; Дпс — дивиденд на акцию; Пмпс — рыночная цена обыкновенной акции.

Показатель дивидендной доходности исчисляется вариативно (по отношению к рыночной цене акции на момент закрытия торговой сессии, к средней цене сделок, к максимальной или минимальной цене):

$$-YTM = (\text{Див} + \text{Пкс}) : \text{Кц} \quad (5),$$

где YTM — дивидендная доходность к дате оценки; Пкс — прирост курсовой стоимости акций;

Кц — курсовая цена обыкновенной акции на начало

отчетного периода;

$$-HPR = (\text{Ссд} + \text{Пкс}_0) : \text{Скс} \quad (6),$$

где HPR — дивидендная доходность за период держания акции; Ссд — среднегодовая сумма дивидендов; Пкс_0 — прирост курсовой стоимости акций за период; Скс — средняя стоимость акции за период держания;

$$-Por = \text{Див: Проа} \quad (7),$$

где Por — доля дивидендных выплат; Проа — прибыль к распределению между обыкновенными акционерами;

$$-Ret = \text{Срп: Чпоп} \quad (8),$$

где Ret — доля реинвестированной прибыли; Срп — сумма реинвестированной прибыли; Чпоп — чистая прибыль отчетного периода.

При наиболее благоприятных обстоятельствах выдерживается соотношение:

$$Ret = 1 - Por$$

(9).

Интерпретация сведений о дивидендной истории компании и ее прогнозной дивидендной политике основывается на соотношении приведенных выше финансовых коэффициентов (например, в виде монотонности экономических нормалей). Однако оценка фактически достигнутых результатов во многом обуславливается базисными теоретическими посылами — идеями об оперировании дивидендами как исторически апробированной и выверенной форме извлечения выгод собственниками. То есть осознать экономическую ценность дивидендов, как формы вознаграждения акционеров за предоставленный ими в оборот компании капитал, можно только исходя из некоторой теоретической конструкции.

Суть выдвигаемых научных гипотез, как правило, формируется в нормативном или позитивном методологическом ключе. В первом случае акценты расставляются на моментах рациональности экономического поведения, справедливости распределительных отношений, приоритете корпоративных ценностей над экономическим эгоизмом физических лиц и их оппортунистических устремлений. Во втором случае в центр внимания ставятся эмпирически установленные факты, абстрактные теоретические схемы демонстрируются и заменяются на ценностные суждения, вытекающие из фактического положения дел, из действительно достигнутого уровня культуры экономического общежития. При этом проблема дивидендной практики и политики может рассматриваться не только в аспекте экономического благосостояния акционеров, но и как фактор инвестиционной политики, побуждения менеджмента компаний к более эффективным инновационным решениям.

Теоретическая конструкция гипотезы о существенности вознаграждений акционеров именно дивидендами представлена наиболее явно, полно и последовательно в трудах Гордона-Линтнера (1950-е годы). Она состоит в том, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды доходам, лишь потенциально возможным в будущем, в том числе и возможному приросту акционерного капитала. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгодности инвестирования в данную компанию. Тем самым, их удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве коэффициента дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала. Напротив, если дивиденды не выплачиваются, неопределенность увеличивается, возрастает и приемлемая для акционеров норма дохода, что приводит к снижению рыночной оценки акционерного капитала, то есть к уменьшению благосостояния акционеров.

Таким образом, основной вывод из рассуждений Гордона и Линтнера таков: в формуле общей доходности дивидендная доходность имеет приоритетное значение; увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости фирмы, то есть увеличению благосостояния ее акционеров. Аргументы в пользу важного значения дивидендов для оценки фирмы реальны и подтверждаются практикой фондового рынка.

Из теории Гордона-Линтнера можно выделить четыре основных аргумента для выбора дивидендной политики:

1) информационное содержание дивидендов; 2) предпочтение текущему доходу; 3) качество дохода; 4) рыночные колебания.

Информационное содержание дивидендов заключается в том, что выплата дивиденда и сравнение размеров выплаты с предыдущей рассматривается инвесторами как показатель будущих перспектив фирмы. Многие инвесторы предпочитают получить определенную сумму текущего дохода от своих капиталовложений, чем полностью полагаться на прибыли от прироста капитала. Вследствие неопределенности точной суммы потенциальных доходов от прироста капитала, приходящегося на вложенные средства, существует качественное различие между доходом, полученным сейчас в форме дивиденда, и эквивалентным потенциальным доходом от прироста капитала в отдаленном будущем.

Рыночные цены на акции могут колебаться по причинам, которые находятся вне контроля и влияния компании и не зависят от эффективности ее функционирования. В результате может оказаться невозможным реализовать часть пакета акций по текущим рыночным ценам. Эта неопределенность подкрепляет мнение о том, что, по крайней мере, определенная часть вознаграждения акционерам за инвестирование средств в фирму должна быть в форме текущего дохода.

Противостоять этим аргументам в пользу инвестора, получающего текущий доход через выплаты дивиденда, можно при помощи более привлекательного налогообложения доходов от прироста капитала. Это должно компенсировать преимущество текущего дохода. Трудность рассмотрения налогообложения состоит в невозможности оценить налоговый статус с крупными акционерными компаниями.

Дивидендная модель благосостояния акционеров фиксирует важное свойство — реинвестирование прибыли должно приводить к монотонному наращиванию экономических выгод (дивидендная модель Гордона). Учитывая гипотетический характер такого допущения, практически важно не допустить хотя бы прерывность выплат и понижение уровня дивидендов. Модель гарантированных, неснижаемых дивидендных выплат представляет собой одну из рациональных схем обеспечения экономического благополучия собственников. В США, например, существует так называемый законный список (legal list) корпораций, ценные бумаги которых разрешено приобретать финансовым учреждениям, пользующимся государственной поддержкой. Закон ограничивает выбор ценных бумаг для инвестирования для многих крупных институциональных инвесторов. Существуют два критерия включения корпораций в законный список ценных бумаг: 1) длительный опыт устойчивых дивидендных выплат; 2) отсутствие сокращений дивидендов. Поэтому компании, которые сокращают дивиденды или выплачивают дивиденды нерегулярно, рискуют тем, что их могут вычеркнуть из списка компаний, бумаги которых можно покупать крупным институциональным инвесторам. Если компания имеет стабильное производство, то она может планировать свои дивиденды с высокой степенью уверенности. Другие компании, особенно в циклических отраслях, в тяжелые времена с трудом поддерживают уровень дивидендов. Такие компании устанавливают очень низкий “регулярный” дивиденд и затем подкрепляют его “дополнительным” дивидендом. Подобной стратегии — низкие регулярные дивиденды плюс дополнительные выгоды — придерживалась в прошлом компания “General Motors”. Она объявляла о низком регулярном дивиденде, и акционеры могли рассчитывать на получение этого дивиденда при любых условиях. Затем, когда положение улучшалось, а прибыль и денежные поступления повышались, компания выплачивала достаточно ощутимый дополнительный дивиденд.

В настоящее время аналогичной стратегии придерживается и российский монополист “Газпром”. Отметим, что, по свидетельству газеты “Ведомости”, дивиденды “Газпрома” состоят из двух частей — гарантированной и переменной. Для расчета гарантированной части монополия берет наименьшую из двух величин: 10% от чистой прибыли по российским стандартам бухгалтерского учета, или 2% от средневзвешенной капитализации за год. К ней акционеры могут получать еще и надбавку (переменную часть). Для

этого в резервный фонд “Газпрома” отчисляется до 75% от чистой прибыли по российским стандартам бухучета. Из того, что осталось, вычитается гарантированная часть дивидендов, а затем остаток делится пополам и прибавляется к гарантированной части. Кажущиеся простота и очевидность решения вопроса о выплате дивидендов в теории и на практике приводят к довольно разнообразному и весьма противоречивому положению дел: как ни одна теоретическая конструкция не объяснила факты жизни в полном объеме, так и невозможно всю дивидендную историю свести к шаблонному следованию менеджмента требованиям законодательства.

Если строить экономические рассуждения на фактологической основе, на базе данных высокоразвитых и исторически выверенных соотношений, то неоспоримым является тот факт, что большинство высококапитализированных публичных западных компаний предпочитают регулярно выплачивать дивиденды. Проведенные Р. Боллом и Ф. Брауном исследования дивидендной практики компаний, котирующихся свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), Американской фондовой бирже (AMEX), а также включенные в списки рейтингов кредитоспособности информационного агентства Standard & Poor's (S&P), свидетельствуют о том, что более чем на 3/4 руководство компаний стремится выполнить свои экономические обязательства перед акционерами путем дивидендных выплат. С. Росс, Р. Вестерфилд и Д. Джеффри (Корпоративные финансы, 1993 г.) особо указывают на уникальные свидетельства отношения ряда компаний к выплате дивидендов. Так, компания “American Telephone and Telegraph Company” (AT&T), действующая на рынке связи и телекоммуникаций с 1885 г., на протяжении всей своей истории не только постоянно выплачивает дивиденды, но даже ни разу не снизила их размера. Ряд американских компаний постоянно выплачивает дивиденды в течение почти 150 лет, а корпорация “Chemical New York” делает это с 1827 г. Кроме того, имеются многочисленные свидетельства о том, что любые серьезные изменения в области дивидендной политики немедленно отражаются на цене акций данной компании.

Теория поведенческих финансов выделилась в отдельную теорию из психологической теории принятия решений в условиях неопределенности, активно развивавшейся в США с середины 1950-х гг. В результате изучения психологами профессий, связанных с финансовыми рисками, было установлено, что принятие брокерами решений на финансовых рынках в значительной мере предопределено факторами, определяющими психотип экономического поведения трейдера (П. Слович, 1972). Бихейвиористические факторы оказались настолько убедительными и важными, что в профессиональной среде финансовых аналитиков укоренились взгляды, восходящие к поведенческим финансам. Это обстоятельство повлияло, в свою очередь, на представление о важности отчетной информации о дивидендах.

В начале 90-х годов Р. Шиллер на эмпирическом материале опроверг традиционное утверждение, что цена акций равна приведенной стоимости ожидаемого будущего потока дивидендов. Он показал, что за последние 100 лет приведенная стоимость дивидендов была практически постоянной, хотя рыночные цены акций отличались значительной волатильностью. Данная статья вызвала ожесточенные дебаты в сообществе финансовых экономистов. Не менее спорной оказалась и следующая статья Р. Шиллера, в которой утверждалось, что мода оказывает значительное влияние на финансовые рынки. Работы Р. Шиллера послужили толчком для многочисленных эмпирических исследований, зафиксировавших различные виды аномалий на финансовых рынках, а также в финансовом поведении инвесторов и корпораций.

Эмпирические тексты на адекватность Х. Шифрина, М. Статмона, Р. Тейлера и других (1990-е годы) показали, что когнитивные подходы приводят к “неправильным” оценкам стоимости акций, то есть действительные факторы, определяющие экономическую ценность акций, воспринимаются участниками фондовых рынков не на сущностной основе (таковы утверждения и Нобелевского лауреата Д. Канемана).

Традиционная финансовая парадигма основывается на

предпосылке, что индивиды (“репрезентативные агенты”) полностью рациональны. Под рациональностью понимается два свойства. Во-первых, получая новую информацию, индивиды “правильно” (в соответствии с правилом Байеса) инкорпорируют ее в свои представления. Во-вторых, на основе имеющихся представлений они принимают нормативно правильные решения, то есть внутренне непротиворечивые и соответствующие теории субъективной ожидаемой полезности. Поведенческая парадигма утверждает, что финансовые явления лучше объяснимы при использовании моделей, в которых не все участники являются полностью рациональными. Поведенческая теория отказывается от указанных постулатов индивидуальной рациональности: индивиды не обязательно усваивают всю новую информацию в соответствии с правилом Байеса и могут принимать нормативно неприемлемые решения, нарушающие теорию ожидаемой полезности. Отказываясь от постулатов индивидуальной рациональности, поведенческие финансы отвергают и теорию рациональных ожиданий.

Поведенческий подход имеет особое значение для управления корпоративными финансами. Центральной проблемой корпоративных финансов является максимизация акционерной стоимости фирмы. Однако с точки зрения поведенческих финансов этому препятствует две группы факторов — внутренние и внешние.

Внутренние препятствия (поведенческие издержки) — это потери в стоимости фирмы, вызванные ошибками менеджеров вследствие ограниченности когнитивных ресурсов или под влиянием эмоций. Вторая группа препятствий происходит из-за когнитивных ошибок инвесторов и финансовых аналитиков, которые могут привести к расхождению между фундаментальной стоимостью и рыночной ценой фирмы. В результате менеджеры не всегда принимают правильные решения по финансовому управлению фирмой с учетом возможных ошибок инвесторов и аналитиков.

В отношении с внутренних препятствий максимизации стоимости фирмы ученые и практики в основном обращают внимание на так называемые агентские издержки (*agency costs*), возникающие в результате расхождения интересов менеджеров (“агентов”) и собственников или акционеров фирмы. Сторонники управления, ориентированного на повышение стоимости, считают, что правильно разработанная система контрактов и оплаты труда может решить проблему агентских издержек и заставить менеджеров в собственных интересах повышать акционерную стоимость фирмы. Но поведенческие издержки могут быть весьма значительными и их невозможно снизить никакими системами контрактов и оплаты труда, если менеджеры неправильно понимают свои интересы и действия, которые надо предпринять для их удовлетворения. Что же касается внешних препятствий максимизации стоимости фирмы, то рыночная цена компании часто значительно отклоняется от ее фундаментальной стоимости. В такой ситуации действия менеджеров, направленные на повышение стоимости фирмы, приводят к снижению ее рыночной цены. Финансовые менеджеры должны вносить определенные коррективы в традиционные методы управления, чтобы учесть расхождение в цене и стоимости фирмы. Особое значение данная проблема имеет для компаний, управляемых по системе добавленной экономической стоимости.

Теория удовлетворения предпочтений (*A catering theory of dividends*) инвесторов апеллирует к теореме Миллера-Модильяни, постулирующей, что на эффективных финансовых рынках дивидендная политика не влияет на цену акций. Однако, начиная с 1980-х гг., многочисленные эмпирические и теоретические исследования поставили под сомнение гипотезу об эффективных финансовых рынках. Если дивидендная политика фирм не имеет значения, то как объяснить ее значительные изменения за последние 40 лет? В период, когда Миллер и Модильяни создавали классическую теорию корпоративных финансов, почти 80% американских фирм платили дивиденды своим акционерам, а в 2000 г. доля таких фирм не превышала 25%.

Для объяснения этого явления М. Бейкер и Дж. Верглер (2000 г.) предложили теорию, согласно которой менеджеры формируют дивидендную политику в зависимости от спроса на дивиденды со стороны инвесторов. Существует

периоды, когда среди инвесторов повышается спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, и они готовы переплачивать за них. В результате появляется так называемая дивидендная премия, то есть превышение цены акций над фундаментальной стоимостью компании из-за повышенного спроса у инвесторов на акции. В другие периоды настроения инвесторов меняются, и спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, падает. Относительно безопасным акциям с дивидендами инвесторы начинают предпочитать более рискованные акции компаний, у которых имеются значительные возможности роста. В результате дивидендная премия снижается и даже становится негативной, появляется дивидендный дисконт. Цена на акции, по которым выплачиваются дивиденды, становится ниже фундаментальной стоимости компаний.

Феномен дивидендной премии по своей природе аналогичен феномену дисконта на акции закрытых паевых фондов. Как показывают исследования Бейкера и Верглера, существует значительная корреляция между дисконтом на закрытые паевые фонды и дивидендной премией. Это свидетельствует о том, что в основе этих феноменов лежат важные причины изменения предпочтений инвесторов и их склонности к риску.

В силу того, что одной из основных задач финансовых менеджеров является снижение стоимости капитала для фирмы, рациональные менеджеры реагируют на изменения в настроениях инвесторов. В те периоды, когда растет спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, менеджеры принимают решение о выплате дивидендов. В те периоды, когда спрос на дивиденды снижается и дивидендная премия исчезает, менеджеры прекращают их выплату.

В конце 1970-х — начале 1980-х гг. были опубликованы результаты исследований Р. Литценбергера и К. Рамасвами, получившие в дальнейшем название теории налоговой дифференциации (*tax differential theory*), согласно которой с позиции акционеров приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность. Эта теория говорит о том, что держатели акций сталкиваются с разными ставками налогов на дивиденды и реализованный прирост капитала. Кроме того, в то время как некоторые акционеры предпочитают текущий доход, другие стремятся к накоплению. Акционеры относят себя к той или иной клиентской группе в зависимости от установленной формы дивидендной политики и стремятся к оптимальной прибыли по отдельной налоговой ставке.

Инвесторы, которые платят налоги по высшей ставке, предпочитают компании, которые платят меньше дивидендов и обеспечивают более высокий курс акций. Это позволяет таким инвесторам экономить на величине личного подоходного налога. Интерес к такого рода подходу уместен, когда налоговое законодательство предусматривает различные ставки налогообложения доходов различного характера (заработанного и конъюнктурного), а также в тех случаях, когда изъятие налога может производиться не только у источника его возникновения, но и с учетом налогового статуса плательщика (например, льготный статус пенсионеров, инвалидов и других социально незащищенных лиц).

В различных странах по-разному подходят к решению проблемы выбора дивидендной политики с учетом налогообложения. Например, в Великобритании, Австралии, Канаде и ряде других стран ставка налога одинакова, в Германии и Японии реинвестированная прибыль облагается по более высокой ставке по сравнению с выплаченными дивидендами, во Франции — наоборот. Кроме того, в большинстве стран существует дифференциация налогоплательщиков в отношении уплаты налогов; это также влияет на предпочтения той или иной группы инвесторов в отношении доли реинвестируемой прибыли.

Согласно Налоговому Кодексу Азербайджанской Республики, к налоговой базе, определяемой по доходам, полученным в виде дивидендов, применяют следующие налоговые ставки:

- 1) 10% — по доходам, полученным в виде дивидендов от местных организаций отечественными организациями и физическими лицами — налоговыми резидентами страны;
- 2) 10% — по доходам, полученным в виде дивидендов от местных организаций иностранными организациями, а

также по доходам, полученным в виде дивидендов отечественными организациями от иностранных организаций.

По тому же кодексу прибыль от реализации ценных бумаг облагается по ставкам 20%.

Таким образом, по отечественному законодательству доход от капитализации облагается по большей налоговой ставке, чем дивидендный доход. Этот факт является плюсом в пользу выплаты дивидендов. Кроме того, местный рынок, будучи волатильным, не всегда может гарантировать устойчивый капитализированный доход в краткосрочном периоде.

Еще до проведения налоговой реформы 1986 г. в США Р. Литценбергер и К. Рамасвами предложили определять реалистичность дивидендной практики с учетом альтернативных способов получения экономических выгод акционерами в виде конъюнктурного дохода на курсе акций (gains) по регрессионному управлению вида:

$$k_i = k_{rf} + (k_m - k_{rf})\beta + (D_i - D_m)\lambda_i \quad (10),$$

где k_i — требуемая общая доходность акций; k_{rf} — доходность безрисковых активов; k_m — ожидаемая доходность рыночного портфеля рискованных акций; D_i — дивидендная доходность по акции i ; D_m — средняя дивидендная доходность; λ_i — коэффициент влияния дивидендов.

Дивидендная доходность репрезентативно представлена факторами внутренней и внешней доходности, а также функцией рыночного рынка, измеряемого коэффициентом регрессии β . Конструкция модели формировалась сознательно так, чтобы априори невозможно было утверждать определенно, как повлияет каждый из факторов модели на результат.

Каждый из параметров этого управления принимался во внимание как статически независимая переменная, полученная применительно не к отдельно взятому случаю, а в совокупности как закономерный процесс. При этом, в частности, предполагалось, что, если коэффициент λ_i окажется равным нулю, то дивидендная доходность, по всей видимости, не окажет влияния на требуемую общую доходность и теория Модильяни-Миллера получит подтверждение.

Р. Литценбергер и К. Рамасвами на основе данных Нью-Йоркской фондовой биржи за 1936—1977 гг. проанализировали вышеприведенное управление и обнаружили, что значение λ_i положительно и существенно отлжно от нуля. Это означало, что скорректированная доходность акций все же выше для тех компаний, которые выплачивают более высокие дивиденды.

Экономическая концепция капитала позволяет ставить в явную форму связи между предоставляемым в оборот компании капиталом и величиной вознаграждения его поставщику: дивиденд объясняется прибылью на капитал. В таком методологическом ключе информация о размере дивидендов не просто интересна, но и существенно полезна. Бухгалтерский баланс, описывающий имущественно-правовой паритет ресурсов компании, логично дополняется основным уравнением бизнеса.

В статическом варианте построения это уравнение имеет вид системы взаимосвязанных категорий прибыли:

$$1. \quad EAT = EBT - TAX \quad (11),$$

где EAT — посленалоговая прибыль; EBT — доналоговая прибыль; TAX — налог на прибыль.

$$2. \quad NPr = EAT - DED \quad (12),$$

где NPr — чистая прибыль; DED — вычеты избыточных расходов и убытков.

$$3. \quad Res.Pr = NPr - Res \quad (13),$$

где Res.Pr — остаточная прибыль; Res — резервы.

$$4. \quad Distr.Pr = Res.Pr - Div.pr \quad (14),$$

где Distr.Pr — прибыль к распределению; Div.pr — дивиденды по привилегированным акциям.

$$5. \quad Ret.Pr = Distr.Pr - Div.ob \quad (15),$$

где Ret.Pr — нераспределенная прибыль; Div.ob — дивиденды по обыкновенным акциям.

$$6. \quad Reinv.Pr = Ret.Pr - Soc - Red \quad (16),$$

где Reinv.Pr — реинвестированная прибыль; Soc — отчисления на благотворительную деятельность в фонд социальных программ; Red — расходы на выкуп собственных акций у акционеров.

В динамическом виде (для связи статического основного уравнения бизнеса с балансовой прибылью) взаимосвязь посленалоговой прибыли и дивидендов выглядит

следующим образом:

$$Reinv.Pr_0 + EAT_0 = Div.pr + Div.ob + Red + Reinv.Pr_1 \quad (17),$$

где $Reinv.Pr_0$ — нераспределенная прибыль прошлых лет на начало года; EAT_0 — посленалоговая прибыль отчетного периода; $Reinv.Pr_1$ — нераспределенная прибыль прошлых лет на конец года.

В дальнейшем такая структуризация финансовых результатов деятельности компании делает возможным исследование достаточности сумм дивидендных выплат, оценку последствия реструктуризации собственного капитала по данным отчета об изменении акционерного капитала компании.

В отечественной практике основные уравнения бизнеса в статической и динамической форме пользователям обычно не представляются. Считается вполне достаточным раскрытие данных о распределении прибыли по всем предусмотренным законом основаниям, включая резервирование капитала, покрытие избыточных расходов, выкуп собственных акций.

В представленном нами виде система взаимосвязей категорий прибыли существенно отличается от остаточной модели дивидендных выплат (гипотеза Дженсера (Jenser) 1986 г. и Истербрука (Easterbrook), 1984 г.). Отчетная информация об избыточных денежных средствах для бизнеса на данном этапе его ведения описывается балансовым уравнением следующим образом (табл. 1).

Однако в данном виде балансовое уравнение описывает не столько формирование финансового результата акционера, сколько способ обеспечения ликвидности прибыли. В этом балансовом соотношении основное содержание образует остаток свободных денежных средств, доступных акционерам (не только в результате формирования заработной платы чистого дохода, но в силу разрыва движения денежной наличности и прибыльного способа наращивания капитала).

Следует отметить особо ту роль, которую играет в формировании выгод акционеров конъюнктурный подход к операциям с собственными акциями. На первый взгляд, этот результат выглядит как экстраординарный и не носит устойчивого характера. Однако внимание к последнему усиливается тем, что в обычных условиях руководство должно ограничивать обороты по выкупу-перепродаже собственных акций размерами части резервного фонда. В силу действия норм гражданского законодательства, те акционеры, которые обращаются к руководству с предложением о выкупе их акций, имеют право действовать в соответствии с собственными интересами и потенциально создают ситуацию экономической неоднородности состава акционеров. На поверхности явления по каждой обыкновенной акции начисляется и выплачивается совершенно одинаковый дивиденд. Между тем, по причине активных оборотов собственных акций создаются устойчивые предпосылки к тому, что один и тот же тип акций достается каждому из акционеров по своей индивидуальной цене: дивидендный доход акционера один и тот же, а фактические вложения в право получения этого дохода могут оказаться существенно различными. Такое «расслоение» групп собственников не должно приводить к утрате экономической солидарности и возникновению серьезных причин для конфликтного поведения владельцев компании. Сказанным определяется важность раскрытия информации в виде основного уравнения бизнеса, а затем исследование его составных элементов при помощи экономических и финансовых моделей эквивалентности совершенных транзакций с собственными акциями.

Важно отметить и то, что исследуемый конъюнктурный подход возникает в результате несвободного обращения акций не на фондовом рынке, а в рамках внутреннего оборота компании (операций с казначейскими акциями), а потому есть основания различать фактические цены сделки и рыночные цены, сложившиеся при проведении торговых сессий на фондовых биржах (или во внебиржевой сети).

Выплаты дивидендов в общем случае нельзя увязывать с денежными платежами. Возможности расчетов по дивидендам с использованием неденежных расчетных средств является причиной информационных разрывов между отчетом о прибылях и убытках (отчетом о распределении прибыли) и отчетом о движении денежных средств.

Таблица 1. Дивиденды как остаток свободных средств компании

ИСТОЧНИКИ СРЕДСТВ (ИСТс)
Прибыль от основной деятельности
Амортизационные отчисления
Продажа активов
Краткосрочные и долгосрочные займы
Продажа акций
ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СРЕДСТВ (ИСПс)
Возмещение убытков от основной деятельности
Приобретение основных средств
Погашение краткосрочных и долгосрочных займов
Выкуп акций
ИСТс - ИСПс = ДИВИДЕНДЫ

Необходимо отметить такие альтернативы выплаты дивидендов, как: 1) выплата дивидендов акциями; 2) дробление акций; 3) выплата дивидендов имуществом, отличным от денег. Дело в том, что дивиденды могут выплачиваться в форме дополнительных акций, а не денежных средств, особенно когда есть проблемы с ликвидностью. Хотя это не приносит акционерам прямой денежной прибыли, но считается значительно лучшим, чем невыплата дивидендов из-за проблем с ликвидностью. Все больше и больше компаний, даже не имеющих проблем с ликвидностью, предлагают выплаты дивидендов акциями акционерам, что позволяет им увеличить свою долю в компании.

Можно выделить некоторые из преимуществ выплаты дивидендов акциями:

- денежные средства остаются в компании;
- они имеют такую же информационную ценность, как и денежные дивиденды;
- если ликвидность ограничена, то выплата дивидендов акциями помогает поддерживать воспринимаемый уровень стабильности дивидендного потока и сохранять статус компании на рынке;
- они увеличивают количество акций в обращении и поэтому улучшают реализуемость акций;
- они являются эффективным средством для акционеров, желающих увеличить свои пакеты акций в компании, так как позволяют обойтись без брокеров и других расходов, необходимых, если бы наличные деньги, полученные в форме дивиденда, были реинвестированы в компанию через рынок.

Дробление акций (также называемое льготным выпуском или сплит) аналогично выплате дивидендов по акциям, но обычно проводится в дополнение к выплате дивидендов наличными. Оно не изменяет общей ценности пакетов акций инвесторов в компании. Рыночная стоимость акций автоматически корректируется с учетом новых акций в выпуске. Каждый акционер сохраняет такую же часть от общего количества акций, как и раньше, потому что каждый акционер получает дополнительные акции пропорционально имеющемуся у него пакету.

Основные преимущества дробления акций:

- оно имеет благоприятное информационное содержание, которое обычно рассматривается как показатель потенциального роста цены акций;
- оно делает акции более реализуемыми, потому что увеличивается количество акций в выпуске и уменьшается цена без влияния на ценность пакетов акций старых акционеров. Большинство акций имеют «оптимальные пределы реализации», внутри которых они получают наибольший оборот, а дробление акций используется для того, чтобы держать цены акций внутри этих пределов;
- хотя это и не приносит немедленной выгоды акционерам, но за более длительный период времени они повышают реализуемость своих акций. По этой причине, а также вследствие того, что люди склонны получать что-то, ничего не отдавая, проводимые эпизодически льготные выпуски пользуются популярностью.

ВЫВОДЫ

Рациональный выбор и применение дивидендной политики является неотъемлемой составляющей стратегии распределения прибыли предприятия и одним из важнейших индикаторов эффективности его функционирования. Проведенное исследование свидетельствует о существовании множества особенностей начисления и выплаты дивидендов. В соответствии с вышеизложенными аргументами, мы считаем, что дивидендная политика требует дальнейшего совершенствования с установлением ориентиров на гармонизацию краткосрочных и долгосрочных приоритетов развития, ориентированных на интересы акционеров, которые обуславливаются гармонизацией дивидендных выплат и курсового дохода.

Основой экономического анализа распределительных отношений в компаниях, как правило, являются данные бухгалтерской отчетности. Это обстоятельство воспринимается многими исследователями как необходимость оперирования только фактическими данными. В методологическом плане это означает получение оценок «от достигнутого» в рамках только данной компании (за предыдущий год, исторический максимум прошлых лет, среднегодовой уровень за ряд лет). Однако финансовый и стратегический аспекты анализа показывают на недостаточность такого узкого подхода. Являясь одним из многих участников финансового или фондового рынка, компания невольно становится объектом соизмерения для инвесторов. В результате вполне возможным становится расчет, основанный на альтернативности инвестиций.

Литература:

1. Гражданский Кодекс Азербайджанской Республики. — Баку: «Юридическая литература», 2007. — 776 с.
2. Налоговый Кодекс Азербайджанской Республики. — Баку: «Юридическая литература», 2011. — 414 с.
3. Закон Азербайджанской Республики «О бухгалтерском учете». 29 июня 2004 г.
4. Баканов М.И., Мельник М.В., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа. — Москва: Финансы и статистика, 2008. — 416 с.
5. Бернштейн Л.А. Анализ финансовой отчетности: Теория, практика и интерпретация / Пер. с англ. — Москва: Финансы и статистика, 1996. — 624 с.
6. Брикли Д.Э., Макконнелл Д.Д. Экономическая теория. — Москва: ИНФРА-М, 2004. — 944 с.
7. Директивы ЕЭС и гармонизация стандартов бухгалтерского учета: В 2-х т. — Белгород: Белудит, 1993. — 256 с.
8. Друкер П. Эффективное управление. Экономические задачи и оптимальные решения. — Москва: ФАИР-ПРЕСС, 2003. — 288 с.
9. Ефимова О.В. Финансовый анализ. — Москва: Изд. Бухгалтерский учет, 2002. — 528 с.
10. Международные стандарты финансовой отчетности. — Москва: Аскери-АССА, 2010. — 984 с.
11. Обербрикманн Ф. Современное понимание бухгалтерского баланса. — Москва: Финансы и статистика, 2003. — 416 с.
12. Палий В.Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности. — Москва: ИНФРА-М, 2007. — 512 с.
13. Харченко Н.В. Дивідендна політика акціонерних товариств: [монографія]. — Полтава: РВВ Полтавської державної аграрної академії, 2009. — 224 с.

Стаття надійшла до редакції 19.02.2013 р.