|  |
| --- |
| **Дивидендная  политика акционерного общества: типы дивидендной политики и зависимость эффективности их применения от состояния бизнеса.** |
| **Понятие «Дивидендная политика» может рассматриваться как механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия**.  **Основной целью разработки дивидендной политики** является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.  На практике используются три подхода к формированию дивидендной политики — «консервативный», «умеренный» («компромиссный») и «агрессивный». Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики.  ***1.       Консервативный подход-***  **- Остаточная политика дивидендных выплат** предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия.  **Преимуществом** политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. **Недостаток** же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций.  Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.  **- Политика стабильного размера дивидендных выплат** предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции).  **Преимуществом** этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода. **Недостатком** же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия. Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне.  Используется для минимизации риска снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.    **2. *Умеренный (компромиссный) подход-***  **Политика минимального стабильного размера дивидендов** с надбавкой в отдельные периоды (или политика «экстра-дивиденда»)-  представляет собой наиболее взвешенный ее тип. **Ее преимуществом** является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. **Основной недостаток** этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.    Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли.  **3. *Агрессивный подход-***  **- Политика стабильного уровня дивидендов** предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части**). Преимуществом** этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли»  В то же время основным **ее недостатком** является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли.  Эта нестабильность «сигнализирует» о высоком уровне риска хозяйственной деятельноcти. Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа.  **- Политика постоянного возрастания размера дивидендов** (осуществляемая под девизом — «никогда не снижай годовой дивиденд») предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде.  **Преимуществом** такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях.  **Недостатком** же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности — если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т.е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях).  Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании.    С учетом рассмотренных принципов д**ивидендная политика** акционерного общества **формируется по следующим основным этапам**.  **1. Первоначальным этапом формирования дивидендной политики является изучение и оценка факторов**, определяющих эту политику.  2**. В**ыбор типа дивидендной политики.  **3. Разработка механизма распределения прибыли акционерного общества.**  4. Определение уровня выплат на акцию.  5. Выбор форм выплаты дивидендов.  6. Оценка эффективности дивидендной политики (**коэффициент дивидендных выплат, коэффициент соотношения цены и дохода по акции, а также** показатели динамики рыночной стоимости акций). |

# *Привлечение внешних источников финансирования*

|  |  |
| --- | --- |
|  | В современных рыночных условиях для качественного обслуживания потребителей и удовлетворения их потребностей возникает необходимость увеличения капиталовложений в оборудование, орудия труда, товары и т. д. Расширение хозяйственной деятельности может потребовать привлечения дополнительных денежных средств. Потребность в дополнительных капиталовложениях часто превышает собственные ресурсы компании. Невозможность обеспечить дополнительные капиталовложения за счет внутренних ресурсов предполагает обращение к внешним источникам финансирования. К внешнему финансированию прибегают с целью получения максимальных прибылей от реализации будущих операций. Возможные источники финансирования подвергаются тщательному анализу. Размер [займа](http://click02.begun.ru/click.jsp?url=O5t5NJKam5pwP65UCB91YUyGMW-4eokWplrC8zu24uD4Z6ZatyZ*rSLNbU4tKHcdVEtEKmLjpajwGN-lmwiliWIMx7zg*WU9i1RMj2PkiX3OPSED50Pp0*nEV1tyUkIOMH-RZjcsijlcAMJUKxgXXmCFFKGKBcgIstRBdDWil1KBnuoqTeOjqoWE6qb9SC-E6h7y41mb2EKsdKSLZ4Zu0YIKcqKbg6ESZ4dIaE0H*iYg-S-ZDHS7jgDdU-rbQ1sPBOUawx4ei40RSgrdKTLRmKB3rgmXKTrXxwMbqUJpA1g4Ky8YivUV1eQ5Nn2GYZgW-NF41FtAI6tUQg0H4tswzq7qev4IhlXBeYwkKDPF2S*E65NAKsBFJryUq7hnr3fcPqXtkQMrBXqeJn0bz*FsepoDHDX*OekhIS7vHGrPbqixf8iI) при обращении к внешнему финансированию сводится к минимуму, При определении размера необходимых денежных средств за основу берется стоимость одноразовой закупки товаров. Размер дополнительного капитала может определяться также на основе данных прогноза потребности денежных средств, составленного на основе прогноза продаж. В зависимости от финансового состояния компании кредитода-тель может лимитировать требуемую сумму займа по своему усмотрению.  Выбор источника финансирования устанавливается путем анализа всех возможностей фирмы по изысканию дополнительных ресурсов и определению той из них, которая в наибольшей степени удовлетворяет интересам и целям владельцев предприятия. Финансирование недостающего капитала владельцем фирмы зависит как от его желания, так и возможностей обеспечить недостающий капитал.  Если дополнительный капитал необходим на небольшой срок, его заем целесообразно осуществлять из внешних источников финансирования. Если же привлечение внешних источников финансирования невозможно, финансирование можно осуществить перераспределением капитала владельцев фирмы путем изъятия необходимых денежных средств из других сфер деятельности.  Лучшим способом обеспечения недостающих денежных средств на непродолжительный период времени является привлечение нераспределённых прибылей.    Кредитные учреждения рассматривают возможное финансирование с учетом его выгодности. Получение кредита в большой степени зависит от общего финансового состояния фирмы. Следует учитывать, что заем денег, особенно в период инфляции, является весьма дорогостоящим мероприятием. При осуществлении финансирования из внешнего источника управляющему финансами оптовой фирмы следует оценить эффективность займа как с точки зрения интересов собственной компании, так и с позиций кредитодателя.  Решение о дополнительном финансировании связано с вопросом о сроке финансирования. Недостающие денежные средства рекомендуется кредитовать на самое непродолжительное время, в течение которого фирма изыщет ресурсы для дальнейшего самостоятельного финансирования. Чем короче срок заема денежных средств, тем меньше расходы компании по выплате ссудных процентов.  Цена денег, как и цена любого товара, постоянно меняется и зависит от конъюнктуры рынка. Процент по выплате долга может меняться и зависит от состояния денежного курса. При возможности получения кредита в разных банках следует подвергнуть тщательной оценке текущие проценты интересов по различным типам займов. Успешный бизнес предполагает выбор наиболее выгодного источника кредитования.  Многие компании для финансовой поддержки устанавливают долговременные связи с одним или несколькими банками. Потребность в денежных средствах на короткий период времени, таким образом, может быть легко удовлетворена, и интерес по займу может стать значительно дешевле. Используя преимущества существующего денежного курса, многие займы могут осуществляться заранее по требованию дистрибьютора. Выплата кредита осуществляется в установленные интервалы времени по взаимной договоренности кредитодателя с дебитором. |

Динамично развивающиеся компании требуют постоянного притока инвестиций, необходимых для дальнейшего развития, расширения и модернизации производства, освоения новых технологий и продукции.

Привлечение инвестиций обязывает компании постоянно работать над повышением своей инвестиционной привлекательности. Оптимизация дивидендной политики играет одну из главных ролей в достижении этой цели. Без дивидендной политики не может существовать разумная инвестиционная политика, так как при прочих равных условиях инвестор выбирает компанию, где помимо дохода от прироста капитала за счет курсовых разниц акций он получит стабильный дополнительный доход в виде дивидендов.

Разработка инвестиционной политики предприятия должна проводиться в тесной взаимосвязи с разработкой дивидендной политики. Это необходимо в первую очередь потому, что дивидендная nojmrnKa влияет на финансовую программу и бюджет капиталовложений предприятия. Очень важный момент при реализации дивидендной политики - это влияние на отношения с инвесторами. Акционеры негативно относятся к компаниям, которые сокращают дивиденды, потому что связывают такое сокращение с финансовыми трудностями компании и могут продать свои акции, влияя на снижение их рыночной цены.

Для российских предприятий вопрос о выплате дивидендов и установлении дивидендной политики стал актуальным лишь к середине 90-х годов, после проведения массовой приватизации государственных предприятий и возникновения на их базе акционерных обществ. Хотя некоторые российские АО начали выплачивать дивиденды с 1993 года (ОАО "Сургутнефтегаз", ОАО "ГАЗ", предприятия электроэнергетики), в целом дивидендная история большинства российских акционерных компаний начинается с 1994 - 96 гг.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Реализация дивидендной политики направлена на решение следующих задач:   
• установление определенного соотношения между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом;   
• максимизация собственности акционеров;   
• повышение курсовой стоимости акций;   
• стабильность дивидендных выплат;   
• сигнализирование потенциальным инвесторам о стабильности финансового состояния предприятия;   
• определение наиболее выгодной для всех участников формы выплаты (наличными деньгами, акциями, имуществом акционерного общества), а также периодов и сроков выплаты дивидендов.

В результате диссертационного исследования были выявлены факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики в современных российских условиях.

К одним из наиболее существенных в рыночной экономике факторов, воздействующих на формирование политики выплаты дивидендов, по нашему мнению следует считать информационный фактор или фактор влияния выплаты дивидендов на курсовую стоимость акций, обращающихся на фондовом рынке. Дивиденды сигнализируют фондовому рынку о финансовом состоянии и перспективах компании. Фондовый рынок сильнее реагирует на сокращение дивидендов, чем на их рост. Поэтому при формировании дивидендной политики предприятиям не стоит резко увеличивать размер выплачиваемых дивидендов, если этот уровень не может быть сохранен в долгосрочной перспективе.

Ярким примером действия информационного фактора является дивидендная политика таких компаний, как "Сибнефть" и "Сургутнефтегаз".

До 2000г. акционеры компании "Сибнефть" получали очень небольшие дивиденды или вообще ничего. В 2000г. "Сибнефть" объявила о том, что выплатит 612 млн. долларов - около 90 процентов от своих прошлогодних прибылей - в качестве дивидендов своим акционерам. Инвесторы бросились покупать акции "Сибнефти", которые с того момента выросли в цене на 48 процентов. Мелкие инвесторы, обладающие 12 процентами акций компании, получили около 70 млн. долларов прибыли.

Нефтяная компания "Сургутнефтегаз" проводила политику выплаты низких дивидендов, чем ущемляла интересы мелких акционеров, и особенно владельцев привилегированных акций, из-за чего акции компании считались малопривлекательными для корпоративных инвесторов. Однако с принятием 4 марта 2004г. поправки в Закон об акционерных обществах, определяющей понятие чистой прибыли для выплаты дивидендов, цена акций компании стала заметно расти: с конца февраля ее котировки поднялись на 15,8% (для сравнения: индекс РТС за тот же период вырос всего на 5%). Основной причиной бурного роста аналитики считают надежду инвесторов на то, что руководство будет в дальнейшем выплачивать более щедрые дивиденды.

Теперь компании не смогут вычитать из базы для выплаты дивидендов капитальные вложения, что автоматически должно увеличить размер выплаты дивидендов.

Аналогичная картина наблюдалась в компаниях "ЛУКОЙЛ", "Юкос", "АвтоВАЗ" и других, курс акций которых резко повышался в результате объявления повышенных дивидендных выплат.

Существенное влияние на дивидендную политику, на наш взгляд, оказывают такие взаимосвязанные факторы, как уровень развития фондового рынка и высокая доля концентрации собственности.

Специфика российского фондового рынка состоит в том, что акции большинства открытых акционерных обществ являются низко ликвидными, то есть практически не обращаются на фондовом рынке. Рыночная стоимость этих компаний явно занижена по отношению к фундаментальной, так как не существует объективного критерия их оценки. В условиях продолжающегося в России процесса передела собственности менеджеры отказываются от свободного обращения акций своей компании на фондовом рынке, что снижает стимулы к выплате дивидендов. Менеджеры многих предприятий владеют значительным пакетом акций, это позволяет им использовать прибыль в своих интересах, не выплачивая дивиденды.

По данным исследований, проведенных специалистами агентства РЭБ (Российский экономический барометр) к началу 2003 года менеджеры предприятий стали обладателями самого крупного "группового" пакета акций. В руках физических лиц сосредоточена пятая часть всех акций, но, как правило, это не индивидуальные инвесторы, а доверенные лица либо менеджеров, либо крупнейших акционеров, получающих доступ к акциям в обход организованного рынка. Более чем на 50% предприятий отдельные держатели располагали свыше 20% акций .

На сегодняшний день у менеджеров-собственников отсутствуют стимулы к максимизации стоимости компании в долгосрочной перспективе из-за неуверенности их в стабильности своего положения. Это приводит к отказу их от выплаты дивидендов и от реинвестирования прибыли в производство. Менеджеры - владельцы "группового" пакета акций, не желая делиться прибылью с миноритарными акционерами, присваивают прибыль через различные фонды стимулирования.

Такой фактор, как правовые ограничения, является существенным для российских предприятий. Законом ограничены дивидендные выплаты по обыкновенным акциям до полной оплаты дивидендов по привилегированным акциям, а также те, которые могут привести к несостоятельности \* Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности. // Рынок ценных бумаг.

№20.-2001.-С.ЗЗ.   
(банкротству) предприятия; законом не предусмотрен какой-либо обязательный процент выплаты дивидендов по обыкновенным акциям.

Фактор налогообложения доходов акционеров в значительной степени определяет дивидендную политику предприятий, так как налогообложение может стимулировать либо выплату дивидендов, либо реинвестирование прибыли в производство с целью повышения капитализации. В настоящее время ставка налога на доход, полученный в виде дивидендов составляет 6%, как для физических, так и для юридических лиц. Доход от прироста капитала при продаже акций облагается по ставке 24% - для юридических лиц и 13% -  
для физических лиц. С точки зрения налогообложения для акционеров более выгодно получать доход в виде дивидендов, чем от продажи акций.

Одним из ключевых факторов, влияющих на дивидендную политику, выступают инвестиционные потребности фирмы. Для многих компаний остро стоит проблема поиска финансовых источников для приобретения дополнительных производственных мощностей (для компаний с высокими темпами роста) и для обновления материально-технической базы (компании с относительно невысокими темпами роста). Учитывая это, многие фирмы предпочитают не выплачивать дивиденды, а использовать свою прибыль на развитие. С введением в действие главы 24 Налогового Кодекса РФ в числе прочих льгот была отменена налоговая льгота по прибыли, направляемой на капитальные вложения. Теоретически это может повлиять на увеличение части прибыли, направляемой на дивиденды.

Одним из существенных факторов дивидендной политики является этап развития организации. Акционерное общество в процессе функционирования проходит этапы становления, развития, зрелости. На этапе становления имеется ограниченный объем первоначального капитала.

Для воплощения идеи создания предприятия требуется дополнительный капитал, который привлекается в основном посредством частного размещения акций (то есть, среди узкого круга лиц). Если в этот период предприятие получает какую-либо прибыль, то она целиком направляется на его развитие. На этом этапе нет необходимости в выплате дивидендов, поскольку нет множества мелких акционеров, нуждающихся в текущем дивидендном доходе. Кроме того, акции еще не размещены публично, поэтому выплата дивидендов не может повлиять на их стоимость.

В период развития, когда происходят первые публичные размещения акций, предприятию можно начинать выплаты дивидендов. На этапе зрелости предприятие может позволить себе выплачивать высокие дивиденды в денежной форме, при этом их постоянный уровень может достигать 60% от прибыли и более.

Комплексное влияние вышеуказанных факторов проявилось в практике дивидендных выплат российских акционерных обществ. Крупнейшие российские компании повышают уровень своих дивидендных выплат и обещают их дальнейший рост. Вместе с тем стоит отметить, что менее крупные компании предпочитают не выпускать прибыль из общества. То есть, по большинству акций размер дивиденда очень мал по сравнению с их рыночной стоимостью. По итогам дивидендных выплат за 2002 год средние значения коэффициента дивидендной доходности, т. е. отношения дивидендов на одну акцию к стоимости одной акции (D/P) по различным отраслям оказались в диапазоне от 1,1% до 4,2%, а значения коэффициента выплаты, т. е. процента чистой прибыли, идущей на выплату дивидендов (D/E) - от 0,02% до 34,3%. Для сравнения компании в США имеют средние значения D/P от 1 до 5% и D/E в диапазоне от 25 до 60% в зависимости от отраслевой принадлежности компании.

Решения по финансированию представляют собой различные приемлемые для руководителей варианты формирования ресурсов для текущей деятельности, инвестиций в капитальные активы и функционирования бизнеса в долгосрочном периоде. Формирование стратегий развития бизнеса, прежде всего, обусловлено умением распределить прибыль между владельцами, кредиторами и реинвестированием в бизнес, а также оптимизацией структуры капитала с выбором и сохранением пропорций между собственным и долгосрочным заемным капиталом.

Процесс формирования дивидендной политики включает в себя принятие решений о распределении прибыли на дивиденды, реинвестиции и другие цели, выбор методики и формы выплаты дивидендов. Для более эффективного распределения прибыли на дивиденды и реинвестиции целесообразно ориентироваться на определенные критерии. В качестве такого критерия в диссертационной работе применен темп роста собственного капитала (внутренний темп роста, ВТР). Цель обеспечения устойчивых темпов роста собственного капитала находится в числе приоритетных среди всех финансовых целей растущего бизнеса. Из-за сложностей с привлечением внешнего капитала руководство предприятия будет стремиться поддерживать темп роста собственного капитала, насколько это возможно, за счет внутренних источников, главный из которых   
• прибыль. Обеспечение устойчивых внутренних темпов роста за счет прибыли предполагает снижение доли прибыли, направляемой на дивиденды. Эту взаимосвязь можно проследить с помощью модели, определяющей внутренний темп роста, которая рассчитывается с использованием нормы распределения балансовой прибыли на дивиденды [Стоянова, 0.382]: ВТР=РСС х(1 -d), где: ВТР - внутренний темп роста, РСС - рентабельность собственных средств, d - норма распределения балансовой прибыли на дивиденды (т.е.

какая часть балансовой прибыли распределяется на дивиденды).

В результате преобразования выражения выведена формула нормы распределения балансовой прибыли на дивиденды: ВТРхСК При расчете доли чистой прибыли, которая может быть направлена на дивиденды, необходимо учесть налог на прибыль.

d,„ = d\*Bn/(En-Hnph где d^n - норма распределения чистой прибыли на дивиденды, БП -  
балансовая прибыль, //„^, - налог на прибыль.

Если менеджеры предприятия при определении своей финансовой стратегии ориентируются на заданный темп роста собственного капитала, эти формулы позволяют определить долю чистой прибыли, которую можно направить на дивиденды, без ущерба для внутреннего темпа роста фирмы.

При выборе типа дивидендной политики учитывается специфика конкретного предприятия. Существуют три основных подхода к формированию дивидендной политики: это "консервативный", "умеренный" и "агрессивный". "Консервативный" подход соответствует теории Миллера -  
Модильяни, авторы данной теории утверждали, что дивидендная политика не оказывает определяющего влияния на благосостояние акционеров.

"Консервативный" подход характеризуется тем, что руководство фирмы назначает минимальные дивиденды, либо не платит их совсем, концентрируясь на инвестиционной политике фирмы. В рамках этого подхода возможно применение двух методик: методики выплаты дивидендов по остаточному принципу и методики фиксированных дивидендных выплат.

"Умеренный" подход к формированию дивидендной политики отличается большим вниманием менеджеров к интересам своих акционеров.

Данный подход может применяться на этапе устойчивого развития предприятия, а также для фирм, доходы которых меняются из года в год по объективным условиям (например, сельскохозяйственные предприятия).

Этому подходу соответствует методика выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов.

"Агрессивный" подход в дивидендной политике хорошо вписывается в теорию "синицы в руках" Гордона и Линтнера, согласно которой фирма должна выплачивать большую часть своей прибыли акционерам в виде дивидендов. Агрессивная дивидендная политика может применяться на предприятиях с устойчивыми темпами развития, когда не требуется большого объема вложений за счет собственных средств, например, на этапе зрелости предприятия. Этому подходу наиболее всего соответствует методика постоянного возрастания размера дивидендов в расчете на одну акцию.

В российских условиях наиболее подходящей можно считать методику выплаты гарантированного минимума и экстра-дивидендов. Как свидетельствует статистика, прибыль предприятия подвержена существенным колебаниям. В этих условиях, когда трудно прогнозировать размер будущей годовой прибыли предприятия, можно установить минимальный постоянный размер дивидендов, который предприятие может выплатить даже при существенном снижении уровня прибыли, что позволит сгладить негативный сигнал фондовому рынку от этого снижения. В периоды 4 резкого возрастания прибыли компания может назначить дополнительные дивиденды.

Для российской экономики жизненно важным является стимулирование процесса накопления. В работе рассмотрен вариант компромиссной дивидендной политики, учитывающей интересы акционеров и при этом позволяющей предприятиям расширять производство за счет реинвестирования прибыли. Это так называемые DRIP-планы или планы реинвестирования дивидендов. В российской практике планы реинвестирования пока не применяются. За рубежом около 1000 компаний ^ предлагают различные планы реинвестирования дивидендов. В целом в них участвуют около 25% акционеров. Планы реинвестирования дивидендов - это программы, которые позволяют текущим акционерам купить акцию непосредственно у компании за счет начисленных ему дивидендов, без привлечения брокера и уплаты ему комиссионных. Инвесторы покупают акции, дивиденды от которых компания реинвестирует в дополнительные акции для этих инвесторов. На наш взгляд, применение подобных планов реинвестирования дивидендов было бы очень полезным для развития отечественных предприятий и соблюдения интересов акционеров.

Основная масса дивидендных выплат происходит в денежной форме, но существуют и другие формы: выплата дивидендов акциями компании и выплата дивидендов в форме выкупа акций. В диссертационном исследовании определена целесообразность использования этих форм российскими акционерными обществами.

В практике отечественных компаний форма выплаты дивидендов акциями используется редко. Например, по итогам 2001 года среди двухсот крупнейших по уровню капитализации компаний рейтинга Эксперт-200 дивиденды акциями выплатила только компания "Северсталь" (на одну обыкновенную акцию были выплачены одна акция "Северсталь-Авто" и одна акция "Северстваль-Ресурс"). Экономический эффект выплаты дивидендов акциями идентичен операции дробления акций, поскольку практически не   
4^ меняет положения акционеров и не делает их богаче, т. к. при увеличении количества акций валюта баланса не меняется, а стоимостная оценка активов на одну акцию уменьшается, показатели EPS (прибыль на акцию) и цена акции снижаются. Но, не смотря на это, такая форма выплаты дивидендов может оказаться выгодной для компании, например, если она имеет проблемы с денежной наличностью и финансовой устойчивостью, при этом сохранится имидж компании, стабильно выплачивающей дивиденды. Если компания придерживается методики, предусматривающей стабильный размер выплат на одну акцию, то выплата дивидендов акциями будет ^ выгодна и акционерам, которые в дальнейшем будут получать больше дивидендов. Для выплаты дивидендов акциями обычно используются неразмещенные акции компании. Выплата дивидендов акциями того же класса не сопровождается взиманием налогов, если доля акционера в капитале остается без изменения, а также, если операция не приводит к получению дохода. В зарубежной практике эту форму выплаты часто используют для преднамеренного снижения слишком высокой цены акций на ^ рынке, чтобы довести ее до оптимального показателя.

Выкуп акций считается одной из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой акционерное общество скупает часть свободно обращающихся на рынке акций, используя для этого прибыль компании.

Выкуп акций позволяет увеличить прибыль на одну оставшуюся акцию (на , акции в портфеле дивиденды не начисляются), а также повысить коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. Это приведет к повышению рыночной цены акции, а значит, дивиденды заменяются доходом от прироста капитала.

Эффективность дивидендной политики предприятия в значительной степени зависит от порядка выплаты дивидендов. В законе об акционерных обществах дважды принимались поправки относительно периодов выплаты: поправкой от 7 августа 2001г., вступившей в силу с 1 января 2002 года, были ¥ отменены промежуточные дивиденды; но уже 5 ноября 2002г. этот запрет был отменен. На наш взгляд, в решении выплачивать дивиденды один раз в год есть определенное преимущество. При выплате промежуточных дивидендов решение о выплате данного объема дивидендов принимается на основании сведений о финансовом состоянии АО, об инвестиционных потребностях. При изменении положения к концу года может оказаться, что излишне выплаченные дивиденды было бы лучше направить на инвестиции.

При этом годовой дивиденд не может быть меньше суммы выплаченных промежуточных дивидендов.

jjj^ В работе исследованы риски акционеров по неполучению дивидендов, возникающие в процессе принятия решения о выплате дивидендов и связанные с несовершенством действующего законодательства. К числу таких рисков относится риск акционеров не попасть в список владельцев ценных бумаг, имеющих право участвовать в годовом общем собрании акционеров и на получение годовых дивидендов, по сделкам, совершенным на внебиржевом рынке. Этот риск связан с отсутствием стандартных сроков , перерегистрации прав на ценные бумаги в реестре владельцев именных ценных бумаг и у депозитариев - номинальных держателей.

Риск не попасть в список акционеров из-за несогласованных действий регистратора и номинальных держателей при сборе списка акционеров. При сборе списка владельцев ценных бумаг, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, номинальный держатель обязан в течение 7 календарных дней с момента поступления требования регистратора предоставить держателю реестра сведения о тех акционерах, в интересах которых он владеет акциями. Однако на практике депозитарии не всегда могут своевременно исполнить это требование, в результате чего акционер может быть не включен в список лиц, имеющих право на получение годового дивиденда.

В целях снижения рассмотренных выше рисков акционеров предлагается установить 10-дневный срок перерегистрации прав на ценные бумаги в реестре владельцев и у депозитариев; установить срок обязательного предоставления сведений депозитарием об акционерах, в интересах которых депозитарий владеет акциями, в течение семи рабочих дней с момента требования регистратора.

Особое место среди акционеров занимает государство. Его целью в отношении реализации своих прав на дивиденды является обеспечение дивидендных поступлений в бюджет. Ценность дивидендов по отношению к доходам, получаемым государством при продаже акций, заключается в том, что они относятся к возобновляемым ресурсам. Так, по итогам 1999 года в качестве дивидендов по федеральным пакетам государство получило 6,5 млрд. рублей. При этом от реализации государственного имущества был получен сопоставимый доход в размере 8,5 млрд. руб. В 2000 года поступления от приватизации значительно возросли и составили 31,37 млрд.

руб, но в то же время в качестве дивидендов в федеральный бюджет поступило всего 5,58 млрд. руб. Очевидно, что активизация продаж государственной доли акций несовместима с ростом дивидендных поступлений в федеральный бюджет.

в последние годы сложилась тенденция роста поступлений дивидендов в государственный бюджет России. В 2001 году их фактический объем составил 6,48 млрд. руб., в 2002 - 10,4 млрд. руб. Запланированный объем поступлений в 2003 году - 11,4 млрд. руб., в 2004 - 12,5 млрд. руб.

Приватизация сегодня не является приоритетной государственной задачей. На первый план выходит задача совершенствования системы управления государственным имуществом, повышения прибыльности предприятий, достижения оптимального баланса налоговых и неналоговых (в том числе дивидендных) поступлений в бюджет.

В целях обеспечения роста дивидендных поступлений в федеральный бюджет выработан ряд принципов реализации дивидендной политики в отношении акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности - в частности:   
• прогнозирование дивидендных поступлений по итогам предстоящего финансового года;   
• участие в планировании обществами основных финансовых показателей их деятельности на предстоящий финансовый год;   
• контроль за результатами финансово-хозяйственной деятельности обществ через представителей государства в их советах директоров и ревизионных комиссиях;   
• участие представителей государства в решении вопросов о размере начисляемых дивидендов с учетом оптимальной для данного общества доли планируемой (полученной) чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, а также обоснованной величины средств, направляемых обществом из чистой прибыли на развитие производства, на социальные нужды работников;   
• контроль за своевременностью и полнотой перечисления обществами начисленных дивидендов.

Анализ деятельности АО показывает, что ряд обществ уклоняется от исполнения своих обязательств в части начисления дивидендов и их перечисления собственнику по разным причинам. По словам главы Мингосимущества Газизуллина, в 1999 году из 4 тыс. предприятий с госучастием дивиденды в бюджет направили только 517 АО, а крупнейшие предприятия с капитализацией от 4 млрд. до 12 млрд. долл (т. е. РАО "ЕЭС России", "Газпром" и "ЛУКОЙЛ") перечислили государству дивиденды на сумму от 0,7 млн долл до 4 млн. долл. Уже сложилась практика невыплаты дивидендов акционерам, в том числе и государству как ассоциированному акционеру.

Усиление ответственности представителей государства в акционерных обществах является одним из резервов повышения эффективности его дивидендной политики. По мнению менеджеров, государство должно проводить сбалансированную политику формирования и распределения прибыли, а также источников покрытия убытков в акционерных обществах.

Практически же это означает, что государство должно ограничиться налогами и забыть о дивидендах.

По нашему мнению, если пакет акций, принадлежащих государству, дает возможность влиять на решения совета директоров, то, проводя свои интересы, государство не должно подавлять развитие предприятия, т. е.

требовать слишком высокого уровня дивидендов. Однако отказываться от дивидендов государству тоже не стоит, так как они составляют довольно значительную сумму.

Здесь речь идет об эффективности распоряжения собственностью государства, которое решает не только задачу получения максимального дохода от своей собственности; оно заинтересовано также в поддержке развития производства в стране. В отношениях с предприятиями с государственной долей государство выступает в двух лицах: как сборщик налогов и как собственник, и в каждом случае оно имеет определенные права. Поэтому, как и любой другой собственник, государство имеет право на получение максимального дохода от своей собственности.

в диссертационном исследовании проанализировано регулирующее влияние государства на дивидендную политику акционерных обществ. В мировой практике есть примеры того, как государство берет на себя роль защиты интересов акционеров. Обязательные дивиденды существуют в странах с крупнейшими возникающими рынками (Чили, Греция,   
Португалия), их уровень - от 30 до 50% чистой прибыли предприятия.

В диссертационной работе предлагается распространить зарубежный опыт в данной области и установить обязательную минимальную долю отчислений из прибыли на дивиденды. Это обусловлено недостаточной развитостью отечественного фондового рынка и спецификой распределения собственности на этапе первичной приватизации. Акционеры многих предприятий, акции которых не обращаются на фондовом рынке, не получают дивиденды и не могут продать акции. Менеджеры, владеющие контрольным пакетом, распределяют прибыль в своих интересах через различные фонды стимулирования.

Анализ данных о выплате дивидендов 100 российских акционерных обществ, акции которых обращаются на фондовом рынке, свидетельствует, что основная масса компаний направляет на выплату дивидендов от 5 до 40% чистой прибыли. Предлагается установить минимальный уровень обязательных отчислений от чистой прибыли на выплату дивидендов в размере не менее 10%. Это позволит защитить в первую очередь интересы миноритарных акционеров тех достаточно прибыльных предприятий, менеджеры которых не выплачивают дивиденды, не ущемив при этом интересы других предприятий.

Обязательные дивиденды существуют в странах с крупнейшими возникающими рынками (Чили, Греция, Португалия), их уровень - от 30 до   
50% чистой прибыли предприятия.

Рациональная дивидендная политика позволяет максимизировать благосостояние акционеров предприятия и одновременно обеспечить финансирование его деятельности.