Воробьёв Алексей Геннадьевич. Оптимизация дивидендной политики акционерного общества : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2006 164 с. РГБ ОД, 61:07-8/1523

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ II ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИИ ПРИБЫЛЬЮ КАК ИСТОЧНИКА ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ 10

1.1. Приьъшь в системе финансово-экономических отношений акционерного общества 10

1.2. Система управления прибылью акционерного общества 18

1.3. Теоретические подходы к формированию дишідеіід1іой политики 29

ГЛАВА 2. СОДЕРЖАНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА 53

2.1. Дивидендная политика как важнейшая часть общей финансовой стратегии акционерного общества. Факторы, влияющие па распределение прибыли 53

2.2. Выбор типа дивидендной политики и соответствии со стратегией акционерного общества 77

23. Процедурные вопросы дивидендной политики акционерного общества 88

ГЛАВА 3. ПРЕДЛОЖЕНИЯ И РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ 97

3.1. Обобщение зарубежного опыта и некоторые выводы для российской экономики 97

3.2. Расчетно-аналитическии подход к формированию дивидендной политики российских акционерных обществ 123

3.3. Консервативная дивидендная политика как оптимальная для большинства акционерных обществ россии 133

Заключение 144

Список литературы 147

Приложения 154

**Введение к работе**

Прибыль характері пуст финансовый результат хозяйственной деятельности предприятия. Любое коммерческое предприятие стремится к получению прибыли II ее увеличению за планируемый период. Однако показатели эффективности и перспективы дальнейшего функционирования и развития предприятия зависят не только от размера прибыли в текущем году, но и от се эффективного распределения по направлениям деятельности предприятия. Одним из таких направлений является распределение чистой прибыли в виде выплаты дивидендов акционерам, т.е. собственникам предприятия. Следствием этого является необходимость формирования и оптимизации дивидендной политики, которая и результате выступает как одна из форм распределения чистой прибыли акционерного общества.

Решения акционеркою общества в области дивидендов переплетаются с другими решениями по финансированию и инвестиционными решениями. Некоторые предприятия выплачивают низкие дивиденды, поскольку менеджмент' оптимистично настроен относительно перспектив предприятия и намерен использовать чистую прибыль па цели развития. В этом случае дивиденды выплачиваются, если после удовлетворения инвестиционных нужд предприятия остается не капитализированная прибыль. Другие предприятия финансируют капвложения за счет долгосрочных кредитов и займов, что позволяет направлять значительную часть чистой прибыли па выплату дивидендов.

В научной среде до сих пор существует полемика о том. насколько важна дивидендная политика в деяіельносгп акционерного общества, следует ли выплачивать дивиденды, влияет ли выплата дивидендов на рыночную стоимость предприятия п, следовательно, па благосостояние акционеров. Так, одна группа зарубежных ученых (М.Мнллср, Ф.Модильяни и др.) считает, что решение о величине выплачиваемых дивидендов не влияет на рыночную цену акции компании п. следовательно, па благосостояние се акционеров, поэтому дивиденды плагин, необязательно. Вторая і рунна зарубежных учспых(М.Гордон. Дж.Липтнер и др.) утверждает, что акционеры заинтересованы в выплате высоких дивидендов, что, в свою очередь, способствует повышению спроса на акции, увеличению их курсовой стоимости и, в конечном итоге, росту благосостояния акционеров. Третья группа зарубежных ученых (РЛнтценбергер. К.Рамасвамн и др.) уверена, что дивиденды нужно выплачивать *к*зависимости от уровня налогообложения и при большем налогообложении дивидендов по сравнению с

4 приростом капитала, предприятию следует минимизирован, дивиденды, а чистую прибыль направлять в перспективные инвестиционные проекты. Только при соблюдении этих условии рыночная стоимость акционерного общества и благосостояние акционеров будут расти.

Актуальности. темы исследования. В условиях дальнейшего последовательного развития рыночной экономики, осознание важности формирования дивидендной политики является объективной необходимостью, как для максимизации рыночной стоимости российских акционерных обществ, так и для обеспечения устойчивого экономического роста в стране. Актуальность темы данною исследования также подтверждается тем, что опыт большинства российских акционерных обществ її вопросе о дивидендной политике находится в стадии становления, а решение о выплате дивидендов не рассматривается предприятиями как инструмент воздействия на рыночную стоимоеіь предприятия. Данное исследование обращает внимание на важность формирования дивидендной политики в процессе инвестиционной и финансовой деятельности российских акционерных обществ.

Цель п задачи исследовании. Целью данного диссертационного исследования является поиск новых решений и устранение существующих противоречий в области выплаты дивидендов, а также разработка и оптимизация дивидендной политики применительно к российским акционерным обществам.

В соответствии с поставленной целью, необходимо поставить и рассмотреть следующие задачи:

\* провести ретроспективный анализ существующих теоретических  
подходов к формированию дивидендной политики и определить влияние выплаты  
дивидендов на рыночную стоимость акционерного общества;

раскрыть процесс формирования дивидендной политики акционерного общества, выявить п проанализировать наиболее важные факторы, определяющие дивидендную политику акционерного общества;

рассмотреть основные причины и условия, при которых российские акционерные общества могут выплачивать дивиденды;

рассмотреть и провести сравнительный анализ существующей  
практики дивидендных выплат публичных отечественных п зарубежных  
акционерных обществ;

рассмотрен, порядок определения чистой прибыли как источника дивидендных выплат в российской практике, выявить и раскрыть дилемму двойного налогообложения дивидендов, обосновать предложение по устранению двойных налогов с дивидендов российских акционерных обществ;

проанализировать процедуру выплаты дивидендов в зарубежной и отечественной практике п предложил» вариант ее модернизации;

рассмотреть типологию дивидендной политики и предложить вариант по оптимизации доли прибыли, направляемой па выплаты дивидендов отечественными акционерными обществами.

**Объект и предмет исследования.**Объектом исследования являются процессы распределения чистой прибыли акционерного общества в виде дивидендных выплат и оптимизации дивидендной политики предприятия в условиях российской экономики.

Предметом исследования является практика дивидендных выплат российских акционерных обществ с использованием имеющихся на сегодняшний день теоретических знаний, эмпирических наблюдений и статистических данных о дивидендных выплатах.

**Теоретическая база исследовании.**При проведении исследования были использованы труды зарубежных экономистов, внесших вклад в изучение процесса распределения прибыли, формирования дивидендной политики, поведения акционеров и фондовых рынков при выплате дивидендов, а также в изучение структуры капитала предприятия, среди которых теоретические и практические работы М.Миллера (М.Miller) и Ф.Модильяпи (F. Modigliani), Дж.Линтпера (JXintner) и М.Гордона (M.Gordon), РЛитпенбергера (R.Litzcnbcrgcr) и К.Рамасвамп (K.Rainaswamy), Ф.Блэка {Г.Black) **и**М.Скоулза (M.SchoIes), М.Бреннана (M.Biennan), А.Дамодараиа (A.Damodaran), Р.Брсйлн п С.Майерса, Ю.Бригхема и Л.Гапенски, У.Шарпа, Г.Алсксапдера, Дж.Бэйли п многих других.

В исследовании также были использованы труды российских ученых, специализирующихся на управлении корпоративными финансами, взаимодействии фондовых рынков и акционерных обществ, а также на изучении национального законодательства, среди которых теоретические и практические работы Л.И.Абалкина, А.Е.Абрамова, И.А.Бланка, Л.И.Гончаренко, В.В.Ковалева, Я.М. Миркипа, И.А.Погосова, ЕЛО.Розановой, И.В.Савчспко, В.К.Сепчагова, С.А.Ситаряпа, Т.В.Тепловой, А.Б.Фельдмапа, Г.П.Чубаковаи других.

**Информационная fciia исследовании.**Информационную бату исследования составили законодательные и нормативные акты РФ, положения и приказы Минфина РФ, законодательные проекты депутатов Госдумы; статистические данные Федеральной службы государствен но fi статистики РФ, а также международных информационно-аналитических агентств Блумберг и Рейтер; информационные материалы Федеральной службы финансовых рынков РФ, Центрального Банка РФ, информационно-аналитического агентства Интерфакс, фондовых бирж ММВБ и РТС, российских и зарубежных инвестиционных банков и периодической печати. Кроме того, диссертант использовал практические знания, полученные в инвестиционной группе «Атон» п процессе изучения методологических и инвестиционных отчетов аналитического отдела группы, а также и ходе изучения годовых финансовых отчетов акционерных обществ Лукоііл. Сбербанк, Вимм-Ііплль-Дапп, Норильским Никель, Балтика. Сан-Иптсрбрю и некоторых других.

**Методологическая основа исследовании.**Методологическую основу исследования составляет раечетпо-аналнтнчсскиП подход, предложенный диссертантом, с применением мпогофакторного моделирования, с использованием сравнительного метода и данных экономической статистики. Выявление оптимально!) дивидендной политики достигалось также с применением экспертного метода, исходя из практического опыта работы диссертанта па фондовом рынке.

**Научная новизна диссертации.**Научная новизна работы заключается в разработке п применении новых подходов к формированию оптимальной дивидендной политики российских акционерных обществ, бесконфликтно сочетающих в себе теоретические *и*практические аспекты дивидендной политики. В ходе написания диссертационного исследования получены следующие результаты, определяющие научную новизну работы:

1. Исследованы п систематизированы знания о малоизученной в российской практике теме дивидендных выплат, раскрыт процесс формирования дивидендной политики акционерного общества, который включает в себя шесть этапов; 1) оценка факторов, определяющих дивидендную политику; 2) выбор типа дивидендной политики; 3) разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики; 4) определение уровня дивидендных выплат

7 и размера дивиденда на акцию; 5) определение формы дивидендных выплат; 6) оценка эффективности дивидендной политики;

1. На основании действующего российского законодательства раскрыты основные этапы существующей в российской практике процедуры дивидендных выплат и предложена ее модернизация, в ходе которой сформулированы новые для отечественных акционерных обществ правила выплаты дивидендов и введено в оборот понятие «экс-дивидендная дата». Новые правила законодательно закрепляют сроки жс-дивидендной даты, даты регистрации акционеров для получения дивидендов и даты выплаты дивидендов, тогда как в настоящее время временные сроки устанавливаются на усмотрение отдельно взятого предприятия. Экс-дивидендная дата - 'это дата отсечения дивидендов, при наступлении которой лицо, приобретающее акции предприятия, не имеет права па получение объявленных дшшдепдон. Введение экс-дпвпдендпой даты в российской практике позволяет исключить недобросовестное манипулирование ценами акций на фондовом рынке в преддверии выплаты дивидендов;
2. С учетом международною опыта, разработаны предложения по устранению двойного налогообложения дивидендов в российской практике, в ходе которых модернизирован порядок определения чистой прибыли в отчете о прибылях и убытках предприятия, а источником дивидендных выплат установлена распределенная прибыль. Распределенная прибыль -это часть прибыли акционерного общества до налогообложения, налог с которой уплачивают потребители этой прибыли (акционеры). Реализация новых предложении устраняет двойное налогообложение распределенной для выплаты дивидендов прибыли и оставляет в распоряжении акционеров больше дохода по сравнению с действующим налогообложением дивидендов;
3. С учетом зарубежного опыта предложена шкала величины дивидендных выплат ио отношению к чистой прибыли согласно общепринятой типологии дивидендной политики акционерной) общества. Консервативная дивидендная политика предусматривает распределение на дивидендные выплаты 0%-20% чистой прибыли, умеренная дивидендная

политика - 20-50% и агрессивная политика предусматривает распределение

па дивиденды 50-100% чистой прибыли;

5. С учетом национальных особенностей российской экономики,

предложена оптимальная дивидендная политика для отечественных

акционерных обществ. Применение рас четпо-а налити чес ко го подхода и

использование многофакторной модели оптимизации дивидендной

политики в разрезе отраслей промышленности показало, что оптимальной

дивидендной политикой для 70% российских акционерных обществ и

промышленности выступает консервативная дивидендная политика,

предусматривающая дивидендные выплаты в размере не более 20% по

отношению к чистой прибыли. При этом выплата дивидендов по

остаточному принципу, которая предусматривает дивидендные выплаты в

размере не более 10% от чистой прибыли, выступает оптимальным

подтипом дивидендной политики, которую могут использовать в своей

практике 56% российских акционерных обществ в промышленности.

Помимо этого, в ходе применения расчетно-апалптнческого подхода

выявлено, что оптимальной формой дивидендных выплат для 85%

российских акционерных обществ в промышленности являїогся денежные

выплаты.

Практическая значимость диссертации. Положения и выводы диссертации

ориентированы для использования финансовыми менеджерами акционерных обществ, а

также широким кругом участников рынка цепных бумаг. Результаты диссертации были

использованы в экономическом управлении ОАО «Ростссльмаш» для оценки

эффективности текущей дивидендной политики, проводимой на предприятии. Выводы II

рекомендации, сделанные в работе относительно оптимальной дивидендной политики в

машиностроении, были учтены при формировании дивидендной политики ОАО

«Ростсельмаш» на предстоящий финансовый год.

И целях усовершенствования отечественного законодательства, выводы исследования могут быть также полезны для надзорных и законодательных органов, регулирующих финансовый рынок страны. Основные теоретические положения и практические выводы диссертации могут использоваться в учебных курсах ВУЗов экономического профиля по дисциплине «Финансы, денежное обращение и кредит».

Структура диссертационной работы. Диссертационная рабо і а сіруктурно состоит in введения, трех глав, заключения, списка литературы и двух приложении". Общин объем работы составляет 164 страницы, включая два приложения.

Во введении затрагивается необходимость формирования и оптимизации дивидендной политики, которая в результате выступает как одна из форм распределения чистой прибыли акционерного общества, начинается полемика о том, насколько важна дивидендная политика в деятельности акционерного общества, следует ли выплачивать дивиденды, влияет лп выплата дивидендов на рыночную стоимость предприятия.

В первоіі главе рассматривается сущность и принципы управления прибылью как источника дивидендных выплат, раскрывается сущность прибыли в системе современных финансово-экономических отношений акционерного общества, детализируется процесс управления прибылью, отражается многообразие теоретических подходов к формированию дивидендной политики акционерного общества.

Во второй главе освещается содержание и практические аспекты дивидендной политики акционерного общества, подробно рассматривается процесс формирования и основные этапы дивидендной политики, обобщается типология дивидендной политики, согласно которой диссертантом предлагается шкала величины дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли акционерного общества.

В третьей главе диссертационного исследования обобщается зарубежный опыт выплаты дивидендов, па осповапии которого предлагаются ве.гводы для российской экономики. В частности, разрабаїьіваюіся предложения по устранению двойного налогообложения дивидендов в отечественной практике, предлагается вариант модернизации существующей в российской практике процедуры дивидендных выплат. применяется расчетно-аналитический подход к формированию дивидендной политики российских акционерных обществ, предлагаются варианты ее оптимизации.

В заключении подводятся итоги проведенного диссертационного исследования, обобщаются полученные результаты п предлагаются выводы для российских акционерных обществ.

**LO ГЛАВА 1. СУЩНОСТЬ И ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ПРИБЫЛЬЮ КАК ИСТОЧНИКА ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ**

1.1. ПРИБЫЛЬ В СИСТЕМЕ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Исследование сущности, содержания и роли прибыли в системе финансово-экономических отношении акционерной) общества необходимо потому, что без этого невозможно определить объективные условия её формирования и распределения в обосновании оптимальной дивидендной политики корпорации.

Прибыль является источником расширенного воспроизводства и формирования доходов государственного бюджета. Она отражает общие результаты деятельности каждою отдельного предприятия, н в этом качестве может выступать как один из показателей эффективности его работы. В макроэкономическом аспекте прибыль занимает одно из центральных мест в общей системе стоимостных инструментов и рычагов управления экономикой. Это проявляется и том, что все экономические рычаги (финансы, кредит, цепа, себестоимость п другие) прямо или косвенно связаны с прибылью.1

Профессор И.Л.Бланк даст следующее определение прибыли в свете современной экономической парадигмы.

**«Прибыль представляет собой выраженный в денежной форме чистый доход предприниматели на пложенный капитал, характеризующий его вознаграждение за риск осуществлении предпринимательской деятельности, представляющий собой разницу между совокупным доходом и совокупными затратами в процессе осуществлении этой деятельности».'**

Прибыль предприятия играет огромную роль в условиях рыночной экономики. Во-первых, прибыль представляет собой форму дохода предпринимателя, осуществляющего определенный вид деятельности. Основным побудительным мотивом осуществления любого бизнеса, его главной конечной целью является улучшение благосостояния собственников предприятия. Характеристикой этою улучшения выступает размер текущею и отложенного их дохода на вложенный капитал, источником которою является полученная прибыль. Если для собственников предприятия получение высокого уровня

1 Управление и ирибыль/С.А.Сптарян. - М.: Знание, 1979, с.158

" Ьлапк И.Л. Управление прибылью предприятия. - 2-е изд.. расш. и доп. - К.: ІІїнса-Ценір, Эльга, 2002, стр.

11-48.

прибыли является вполне очевидным мотивом предпринимательской деятельности, то' может возникнуть вопрос - является ли получение высокой прибыли столь же побудительным мотивом деятельности наемных менеджеров предприятия и остального ею персонала. Для менеджеров, которые не являются собственниками предприятия. прибыль является основным мерилом успеха их деятельности и сказывается на уровне их личной заработной платы. Для остального персонала уровень прибыли предприятия также является достаточно высоким побудительным мотивом их деятельности, особенно при наличии па предприятии программы участия наемных рабоишков в прибыли. Прибыльность предприятия является не только гарантом их занятости, но в определенной мере обеспечивает дополнительное вознаграждение их труда. Каїегорпя прибыли неразрывно связана с категорией капитала - особым фактором производства - и в усредненном виде характеризует пену функционирующего капитала.

В Российской Федерации предпринимательская деятельность также непосредственно связана с получением прибыли. Основная часть (до 60%) финансовых ресурсов в стране образуется за счет прибылен предприятий и организаций, амортизационных отчислений и налога на добавленную стоимость (НДС).3 В таблице 1.1 припедсны данные о результатах предпринимательской деятельности, прибыли российской экономики.

**Таблица 1.1**

**Финансовые результатів предпринимательской деятельности Российской**

**Федерации\***

\* Россия в цифрах 2005: Крат. Стат. Сб.-М., 2005. С. 330. 331, расчеты диссертанта, н/д- нет данных.

' Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник/ Ь.К.Сенчагш, А.И.Архипов, Г.Н.Чубаков и др.; Под ред. В.К.Сенчагова, А.И.Архипова.-М.: Проспект, 2000, с.53

Из данных таблицы 1.1 видно, что за 2000-2004гг. российская экономика имела неустойчивые результаты финансовой деятельности как но результатам сальдированной. так и валовой прибыли. В текущих цепах сжегодіиле показатели за эти годы колебались от 5%-ного спада до 70%-иого прироста сальдированной прибыли. Такие колебания не могут не влиять на дивидендную политику акционерных обществ. Между тем более концентрированно на дивидендную поли піку акционерных обществ влияет сумма прибыли, полученная ими без вычета убытков других предприятий.

Как видно из таблицы 1.1, у прибыльных предприятий также наблюдалась за эти годы довольно-таки неустойчивое финансовое положение, что особенно видно при исчислении в реальном выражении, с учетом индекса-дефлятора ВВП. отражающею общий уровень пен в экономике. Вазовая прибыль за 2000-2(Ю4гт. в отдельные годы снижалась. В реальном выражении снижение валовой прибыли в 2001г. составило почти 15%, в 2002г. снижение этого показателя достигло 19%, и лишь в 2003-2004гг. валовая прибыль увеличивалась па 25% и 29% соответственно. При этом отношение убытков к валовой прибыли на протяжении 2000-2002гг. имело устойчивую тенденцию к повышению с 12% до 28%. Из этого можно сделать вывод, что дивидендная политика большинства российских акционерных обществ не имела устойчивой ресурсной базы.

В то же время нужно иметь в виду, что удельный вес прибыльных организации, по данным органов статистики, находится на весьма низком уровне (см. табл. 1.2).

Таблица 1.2

Удельный нес прибыльных организаций по оіраслим промышленности\* (в

процентах от общего числа организаций)

\* Финансы России. 2005: Стат.сб./ 1'осстат- М.,2005. С. 118.

Как видно из таблицы, удельный вес прибыльных предприятий в целом по промышленности пе достигает п двух третей - варьирует по годам между 55-60%. Этот

процент выше в сырьевых отраслях - нефтедобывающей и газовой. Высокая доля прибыльных предприятии в нефтеперерабатывающем промышленности. В то же время I удельный вес прибыльных организаций в угольной промышленности составляет около половины, тогда как cine совеем недавно не превышала одной трети. Обрабатывающие отрасли тяжелой промышленности по удельному весу прибыльных предприятий находятся примерно па среднем уровне по промышленности.

Во-вторых, прибыль характеризует не весь доход, полученный в процессе предпринимательской деятельности, а только ту часть дохода, из которой вычтены понесенные затраты на осуществление этой деятельности. Иными словами, в количественном выражении прибыль является остаточным показателем, представляющим собой разность между совокупным доходом и совокупными затратами в процессе осуществления предпринимательской деятельности.

В-третьих, прибыль не является гарантированным доходом предпринимателя, вложившею свои капитал в тот или пион вид бизнеса. Прибыль является результатом только умелого и успешного осуществления бизнеса. По в процессе ведения бизнеса предприниматель вследствие своих неудачных действий или объективных причин внешнею характера может не только лишиться ожидаемой прибыли, но и полностью пли частично потерять вложенный капитал. Поэтому прибыль является в определенной мере и платой за риск осуществления предпринимательской деятельности.

В-четвертых, прибыль предприятия создает базу экономического развития государства в целом. Механизм перераспределения прибыли предприятия через налоговую систему позволяет наполнять доходную часті, государственных бюджетов, что дает возможность государству успешно выполнять возложенные на него функции и осуществлять намеченные программы социально-экономического развития. Кроме того, богатство государства характеризуется уровнем богатства его граждан, чт, как сказано выше, также связано с возрастанием прибыли предприятия, обеспечивая рост доходов собственников предприятия, менеджеров и остального персонала.

В то же время необходимо видеть общеэкономическое значение прибыли

предприятий в обеспечении финансовыми ресурсами устойчивого экономического роста.

1 По отношении к валовому внутреннему продукту общая (валовая) прибыль предприятий

составляет 12-15%, а в наиболее благоприятные годы достигает почти 20% (см. таблицу

1.3).

**Таблица 1.3**

**Отношение иаловоп прибыли пре іирияііпі к валовому внутреннему продукту и**

**объему промышленной продукции"**

\* Россия Е) цифрах 2005: Крат. Стат. Сб.. М, 2005. С. 330, 33 I плюс с. 27, расчеты диссертанта.

Из табл.1.3 также видно, что валовая прибыль по отношению к объему промышленной продукции составляла в 2000-2004гг. 18%-28%. Таким образом, можно достаточно обоснованно утверждать, что прибыль является важнейшим финансовым ресурсом экономического развития.

В то же время убыточные предприятия пс только снижают экономический и финансовый потенциал экономики, но они на деле лишены возможности проводить какую-либо дивидендную политику, а вместе со своим финансовым негативом оказывают отрицательное влияние па оптимизацию дивндсндеюи политики рентабельных акционерных обществ.

Но нашему мнению, в стране нужно разработать достаточно четкую стратегию, а также программу по решению вопросов убыточных предприятий и отраслей хозяйства. В настоящее время в российской экономике чрезвычайно высок удельный вес убыточных предприятий. Удельный вес убыточных организаций по отраслям экономики Российской Федерации (в процентах от общего числа организаций) в 2004г. составил всего по экономике 38.1 % (стоит вдуматься в эту цифру). В том числе в промьппленпосш -40,9 %, электроэнергетике - 50,8, топливной промышленности - 37,9, угольной - 52,8, леспой, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности 53,2, сельском хозяйстве - 38,3, на транспорте - 46,3, а в жилищно-коммунальном хозяйстве - 60%. Следует отметить, чю удельный вес убыточнЕЛХ предприятий н организаций держится па таком высоком уровне па протяжении всего периода реформирования российской экономики, хотя до этого считалось пс-допустимым превышение удельного веса убыточных предприятий сверх 15-16%.

Без кардинального решения данной проблемы нечего всерьез и говорить о повышенмн конкурентоспособности наших предприятии и создании благоприятных условий для стабильной оптимизации дивидендной политики рентабельных акционерных обществ. Убыточность не только нарушает воспроизводственный процесс конкретного предприятия, по и пагубно сказывается па воспроизводстве всего народного хозяйства, платежно-расчетных ошошенпях. что порождает целые цепочки аномалии в экономике, ставящих па колени многие предприятия.

В-пятых, прибыль предприятия является критерием 'эффективности конкретной производственной/операционной деятельности. Индивидуальный уровень прибыли предприятия в сравнении с отраслевым уровнем характеризует степень умения менеджеров успешно осуществлять хозяйственную деятельность в условиях рыночной экономики. Среднеотраслевой уровень прибыли характеризует рыночные и другие внешние факторы, определяющие эффективность производственной деятельности и является основным регулятором перелива капитала в отрасли с более эффективным его использованием. При этом каптал перемещается, как правило, в тс сегменты рынка, которые характеризуются значительным объемом неудовлетворенного спроса, что способствует более полному удовлетворению общественных и личных потребностей.

В-шестых, прибыль является стоимостным показателем, выраженным в денежной форме. Такая форма оценки прибыли связана с практикой обобщенного стоимостного учета всех связанных с ней основных показателей - вложенною капитала, полученного дохода, понесенных затрат и т.д., а также с действующим порядком ее налогового регулирования.

В-седьмых, прибыль является основным внутренним источником формирования финансовых ресурсов предпрпяшя, обеспечивающих его развитие. В системе внутренних источников формирования этих ресурсов прибыли принадлежит главенствующая роль. Чем выше уровень генерировании прибыли предприятием в процессе хозяйственной деятельности, тем меньше его потребность в привлечении финансовых средств из внешних источников п при прочих равных условиях - тем выше уровень самофинансирования его развития и конкурентные позиции на рынке. При этом в отличие от некоторых других внутренних источников формирования финансовых ресурсов предприятия, прибыль является постоянно воспроизводимым источником II ее воспроизводство в условиях успешного хозяйствования осуществляется на расширенном\* основе.

**Таблица 1.4**

**Источники финансировании *к*основной капитал российской жопоммкп\***(в

процентах к итогу)

\* Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. сб./Росстат. - М., 2006. С. 662.

Из вышеприведенном таблицы 1.4 мы видим, что собственные средства предприятии в инвестициях в основной капитал занимают весьма существенный удельный вес - 45-50%, в том числе прибыль предприятии в их сумме составляет примерно сорок процентов. Это почти сумма амортизации, предназначенной для воспроизводства основного капитала.

Прибыль создает финансовый источник для развития корпорации в предпринимательской деятельности во всех странах мира. Иначе говоря, опора на собственные средства типична для компании всех стран мира. Обычно внутренние источники финансирования покрывают основные потребности предприятия в финансовых ресурсах. Для предприятий США только в 1973-1974гг. собственные средства составили менее половины совокупных расходов. По уже в 80-ых годах внутренние источники покрывали примерно 2/3 совокупных потребностей предприятий в финансировании деятельности. Часть, не покрываемая за счет внутренних источников, составляет финансовый дефицит, покрываемый внешними источниками финансирования.4

В российской практике «условиями расширения инвестиционного спроса наряду с обеспечением устойчивости государственного бюджета и низкой инфляции является создание предпосылок активизации инвестиционной деятельности - расширение государственною финансирования капиталовложении, экономического регулирования инвестиционного рынка и укрепления финансового положения основных инвесторов -предприятий».' Эффективному достижению последней цели служит оптимальное распределение прибыли предприятий между потребляемой и капитализируемой частями,

4 Бренди Р., Манере С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: ЗЛО «Однхні-Іяпнес», 1997. ' стр. 349-360.

s К)рс переходной экономики: учебник для вузоп по экономическим направлениям и специальностям / Под ред. Л.Н.Абалкина; Институт экономики РАН, Кафедра социально-'экономических проблем экономическою факультета МГУ им. М.П.Ломоносова. - М.: ЗАО «Финстатннформ». 1997. с.З 10

ЧТО ОГфЄ;:ЄД>;:Л- ДОСТ;3'К>ЧИО SwCOKViO СлеПсНЬ ЇІЛЖІІОСЛ'Н фор^ТрОїііІіііїїі Ил ДПі^ркЛІДіТОИ

*иолип-т.*

**РисЛЛ Игто'шїіки фнї(»(Н"-И|ккіз«ия ир^д»|)«йгіїй США *а*«ериод Ш^МОНЯпч"**

00% 60%

Ш f:V:- ^ ^

**:>о% Щ: ;&& Ш ^**

**Щ Щ| ^**

!\'\*Й :\'-':V: :

r'.4vs. \*»МЄ ї;

«\*w ':,-:; ^::^,:>

5іі% 40Ч

О'-'

**;-\* ^ і%-. jy «. -J? « >>**(ї; :» <« чл

Й;Ж^ігі^Ш; і-рибі^-н. .ч->дйс;х:« пшздьш ф;$хшром во-;роСі;іиіія рыночной екн^оег'-э і"їі^,їїіриятїїй. Отосооко-ль самі.'іуУїрасгіїлкя е-кжмосп\* каїнгоїла <>б-:сг!і-<пн;аїдч:>і пугем ;;}пїїг;ілst;;au?tii ч;іС'Дї (іоду^сачоїі зре:ііїр-зя:sїслї (іркбкідїі. т.е. сс іі;дір;їя:ц:;П-(>: *и:і*прирост актюїоя. Чеч ііьініі:'сумма *а*уро'х^'ь a\!JHiT;uj:-s ;ациіі чо'рнечней арїїбь!Дїі, ісм s оо'чдпей

СП:! ІЄН її ЇЮ'фасгае'ї СТОИМОСТЬ ЧЖ:Г:»і;- ііК'іі'і!»)^ И СОО'Ї^СТсГііОНОП рі.(!)<"!^!{;3й" СТОИМОСТЬ

предприятия *ь*педом, определяема\* *щуіі*сто нро;;'Т\*Ч;, едшпон!. «оглошекик н Г.Л-

П:.Ж:':2\*ША: ОО.ЧЫ!!ОС ДШЧСНЧС Прї'ОЬІ'ОІ > р^-ПОЧМОЙ 'НЛЧІиМНКС ШКЛЮ'КЮГиі ї: ТОМ.

что чриоьїлі, (<ь!С"!)ді;!ст оеисчт-дн тачнпчоіч м\-:>;лшї!МО?л. аредохрачлїоп.а-ім іф<.:дчрн\*т;с or угрозы банкротства. Хотя *пп<т*угрот:' може г вошчхпуть и її уежшня.ч приоылыюо

ХО'\*ЯЙІ'ТЧі:іН:0!Т ,:І.СЙГС':і}>ИОСТН (феДІ-р^ДИТІ *ІУЦЩ ііаЧкПЖПиіПт Н&.ЩУЖЖііі-ІО*ГЛ.іСОКОЙ Ди.-Ж ХК-ШІО(0 К'Х!ІН'-Д'іа ИрП (СДічДаїОЧІіО тффеіаИііНОМ У'Тр'ї&ТСНШї 'ОШіЧДЧОСОЧО УіСТЇШіїІ 1-і *Гф.).*ПО ПрИ ОрОЧіТХ 1>ІЦ;!К.:Ч УСЛОВИЯХ арСДІїрїіії'ІТіе :Ор;і'іДО ус:Ті:Г)Пїі:Ч: їД.ічОДІ-іТ *іП*КРИЗИСНОГО СОСТОЯНИЯ іірп f:i,u;owo5.!" ї'ПТСИІрТоЛе : Є'ТСр'ірО!\і!ПО! iJpiiOt.S:!):. Зі) С'ХД' іДііЧ'Ті.іЛЧ'ІМЦПИ (І^Лу'-ісПППІ: (!рмО.:«ЛІІ МоЖСІ Оі.ІТІ. (ДОСТрП \Йс:!КЧЄІП! Дії:? я ШСОКО ЛИКВИДНЫХ НКТШЇОЇі *'Л*'ІДічНХ' ООр;; Х'М ^Ou: ІДПШІ.ЧСНІІ іі;!ЇІ'}СЛ;ЄС:і(и;ООИО(..':%!) 1:рСД!!рУЙГ(;;Г ЇЮЬЬШТІ:;};; ЛО:і>! і'ООСУЧЄЖЧДО КУШГІ'аД^ їфЯ *СОхПЖ'УСПЪЮШСМ*СКИЖ^ІПіИ ;,їі<.:М !\*>!< ере;хті;

'! ьк'ЮЧШЇк: В^аі'-І *^-(І^<:Т:>'<*!''1"Ч!:': ! Є<ІС';і! Re^i'::"Ve S>SU'j;; !.>!V!-.:0:': оПчСр.-і\ії"СІі Hi:'J S!;!ti:MiC">. П<УЛ йін'ї

18 и таким образом повышена его финансовая устойчивость; сформированы соответствующие финансовые резервные фонды предприятия.

1.2. система УШ'Авлііїніяприііьільюліаиюіінтюгоошкпстл

Конкретная система управления прибылью акционерного общества характеризуется многообразием видов. Под общим понятием «прибыль предприятия» в реальной практике понимают самые различные ее виды, характеризуемые множеством терминов. .В целях обеспечения эффективного и целенаправленного управления прибылью акционерного общества, важно в первую очередь систематизировать ее терминологию.

По характеру отражения в учете выделяют бухгалтерскую прибыль и экономическую прибыль предприятия, бухгалтерская прибыль представляет собой разность между доходами предприятия и внешними ею текущими затратами, отражаемыми бухгалтерским учетом. Экономическая прибыль представляет собой разность между суммой доходов предприятия и суммой как внешних, так и внутренних его текущих затрат. При этом внутренние текущие затраты предприятия, не отражаемые бухгалтерским учетом, оцениваются по альтернативной их стоимости. Экономическая прибыль предприятия всегда меньше бухгалтерской на величину внутренних текущих затрат.

По основным видам хозяйственных операции предприятия выделяют прибыль от ре&інзацнп продукции и прибыль от внереализационных операции. Прибыль от реализации продукции, товаров, работ, услуг, является основным видом па предприятии, непосредственно связанным с отраслевой сисцификоіі деятельности. Аналогом выступает прибыль от основной деятельности. В обоих случаях под прибылью понимается результат хозяйствования по основной производствеппо-сбыюиой деятельности предприятия. Прибыль от внереализационных операций отражается в отчетности в виде сальдо между полученными доходами и понесенными расходами но определенным операциям. КС источникам формирования этой прибыли, относятся доходы от паевого участия, доходы от облигации, акций и других цепных бумаг, доходы по депозитным вкладам, полученные штрафы, пени, неустойки и другие.

По основным видам деятельности предприятия выделяют прибыль, полученную от операционной, инвестиционной п финансовой деятельности. Прибыль от операционной деятельности представляет собой совокупный объем прибыли от реализации продукции и

19 других операции, не относящихся к инвестиционной или финансовой деятельности. Прибыль от инвестиционном деятельности характеризует итоговый финансовый результат от операции по приобретению п продаже амортизируемого имущества - основных фондов, нематериальных активов, а также краткосрочных финансовых инвестиции, которые не являются эквивалентами денежных средств. Прибыль от финансовой деятельности характеризует финансовый результат операций, которые приводят к изменению размера и состава собственного капитала, к которым относятся привлечение дополнительное привлечение акционерного или паевого капитала, эмиссия облигаций, привлечение кредита в различных его формах, погашение обязательств и др.

Но составу элементов, формирующих прибыль, различаю і маржинальную. валовую и чистую прибыль предприятия. Под этими терминами обычно понимают различную степень очистки полученных предприятием доходов от понесенных в процессе хозяйственной деятельности затрат. Маржинальная прибыль характеризует сумму чистого дохода от операционной деятельности (валового дохода предприятия от операционной деятельности за вычетом суммы налоговых платежей) за вычетом суммы переменных затрат. Валовая прибыль характеризует сумму чистого дохода от операционной деятельности за вычетом всех операционных расходов, как постоянных, так и переменных. Балансовая прибыль соответственно представляет собой разницу между всей суммой чистого дохода предприятия и сумой его текущих затрат. Чистая прибыль характеризует сумму балансовой (пли валовой) прибыли, уменьшенную па сумму налоговых платежей за счет пес.

По характеру налогообложения прибыли выделяют налогооблагаемую и не облагаемую палоюм се части. Такое деление прибыли играет важную роль в формировании налоговой политики предприятия, т.к. позволяет оценивать хозяйственные альтернативные операции с позиций их конечного эффекта. Состав прибыли, не подлежащей налогообложению, регулируется соответствующим законодательством.

По характеру использования в составе прибыли, остающейся после уплаїьі налогов п других обязательных платежей (чистой прибыли), выделяют капитализируемую и потребляемую ее части. Капитализированная прибыль характеризует ту ее сумму, которая направлена на финансирование прироста активов предприятия, а потребленная прибыль -ту ее часть, которая израсходована па выплаты собственникам (акционерам) предприятия, персоналу или на социальные программы.

По степени использования выделяют нераспределенную и распределенную прибыль предприятия. Нераспределенная прибыль характеризует часть прибыли, которая еще не распределена н не использована иа конкретные хозяйственные нужды. Распределенная прибыль, напротив, па определенную дату уже распределена, по пока не использована в процессе хозяйственной деятельности.

Несмотря па довольно значительный перечень, рассмотренные классификационные признаки, тем не менее, пе отражают всего многообразия видов прибыли, используемых в научной терминологии п предпринимательской практике. В системе управления прибылью акционерного общества в связи с обоснованием дивидендной политики следует более подробно остановиться на понятии нераспределенной или чистой прибыли.

Являясь, основным источником инвестиционного развития предприятий II хозяйственных организаций и, одновременно, источником выплаты дивидендов, категория «чистой прибыли» должна соответствовать четкой и ясной формулировке. В российском законодательстве до недавнего времени не было четкого определения порядка формирования чистой прибыли в целях выплаты дивидендов. Это нередко приводило к занижению уровня чистой прибыли на величину капиталовложений и прочих резервов предприятия и, как следствие, *к*занижению объема дивидендных выплат, к постоянным конфликтам между акционерами и менеджментом предприятия, вызывало негативное отношение потенциальных инвесторов.

Весной 2004г. Госдума РФ утвердила поправки в закон об акционерных обществах в части определения чистой прибыли в целях выплаты дивидендов. Согласно поправкам, источником для выплаты дивидендов определена прибыль после налогообложения (чистая прибыль). Чистая прибыль предприятия определяется по данным бухгалтерской отчетности предприятия.8 Новый порядок определения чистой прибыли исключает возможность ее занижения иа уровень капиталовложении и прочих резервов предприятия до выплаты дивидендов, полому лучше защищает права акционеров при распределении прибыли на цели потребления,

Согласно приказам Минфина о бухгалтерской отчетности, порядок формирования чистой прибыли предприятия опредслси в форме № 2 бухгалтерской отчетности - отчете о прибылях и убытках и выглядит следующим образом:

7 Пояснительная записка к проекту Федерального закона О внесении изменений *в*федеральный закон Об  
акционерных общестпах от 18.03.2004 № 187922-3

8 Федеральный закон Об акционерных обществах от 24.11.1995 №208-ФЗ {ред. от 06.04.2004)  
0 Приказ Минфина РФ от 22.07.2003 №б7н О формах бухгалтерской отчетности организации

**Рис. 1.2**

**Порядок определении чіп; і (їй прноыли предприятии**

**(+) BblpV'IKa (IT ІІ]Х)ДІІЖІІ Т(ШП|ХШ II }ТЛ) г**

(-) Себестоимость товаров и услуг (=) Валовая прибыль

{-) Коммерческие расходы {-) Управленческие расходы

(=} Прибыль/убыюк от продаж

( + ) Проценты к получению

(-) Проценты к уплате

(+) Доходы от) частий в другихорганпшшях

( + ) Прочие операционные доходы

(-) Прочие операционные расходы

(+) Впсреаднчаннонные дочоды

(-) Пцсрсалишнопнме расходьі

(-) І Ірнбьіль / > 01.ПОК до налогообложения (-) Налог на прибыль

(=| Прибыль/ убыток от обычной деятельности (+) Чрезвычайные доходы (-) Чрезвычайные расходы

(=) Чистая прибыль / убыток

Однако на практике важен не тол і. ко порядок формирования источника выплаты дивидендов, т.е. чистой прибыли, но **и**уровень генерируемых свободных денежных потоков акционерного общества. Уровень чистой прибыли важен при определении величины дивидендов, но не менее важен уровень генерируемою свободного денежного потока, который показывает возможности предприятия по выплате дивидендов после выплат владельцам долга компании и владельцам привилегированных акции, а также после исполнения программы необходимых капиталовложений с целью будущего развития предприятия. Li целом порядок определения свободного денежного потока предприятия приведен па рис.1.3 наследующей странице.

**Система управления прибылью**реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций, состав которых определяется конкретным объектом соответствующей управляющей системы. Основными функциями в системе управления прибылью являю і см; управление формированием прибыли н управление распределением **и**использованием прибили.

"' Приказ Минфина РФ о г 06.07.119') №43 н Об утверждении положения по бухгалтерскому учету Бухгалтерскаяотчетность органішшіи(ІМіУ 4/99)

22 Основными функциями її процессе управления формированием прибыли являются: обоснование целевой потребности в общей сумме прибыли, необходимой для эффективного развития предприятия; прогнозирование возможностей получения прибыли в разрезе отдельных видов его деятельности; формирование целевых критериев нормы прибыли по предприятию и обеспечение их достижения.

D-+B

Рис. 1.3 Порядок определении свободною денежного поток\*:) предприятия

(=) Чистая прибыль

(+) Лморппация

(=) ДС1ІЄ'уіСШ.ІІІ ПОТОК' от операционной дсяте.іі.носіи (-) Дивиденды по привилегированным акциям (-) Капиталовложения (-) Потребность в оборотном каптале (-) Выплаченные проценты (+) Поступления новых займов

(=) Сішґюдні.ін ДІ'ІІС'-КІН.ІІІ ПОПІК

В процессе управления распределен нем *и*не і юл ьзо пап нем прибыли обеспечивается: своевременная уплата налогов та счет прибыли; формируется система пропорции распределения прибыли на капитализируемую п потребляемую ее насій; обеспечивается формирование финансовых ресурсов за счет прибыли для развития отдельных видов деятельности, а внутри них - по отдельным направлениям использования.

Процесс управлении прибылью предприятия базируется па определенном механизме, который представляет собоіі систему основных элементов регулирующих процесс разработки и реализации управленческих решении в области ее формирования, распределения и использования. Механизм управления прибылью состоит из следующих элементов.

Во-первых, рыночный фактор формирования и использования прибыли предприятия. Спрос и предложение на товарном и финансовом рынках формируют уровень цен па продукцию, стоимость привлечения кредитов, доходность капитала и т.д.

В о- вторых, элемент государственного нормативно-правового регулирования вопросов формирования и распределения прибыли предприятия. Принятие законов и других нормативных актов, регулирующих формирование и распределение прибыли предприятия, представляет собой одно из направлений экономической политики

23 государства. Законодательные и нормативные основы этой политики регулируют получение и распределение прибыли предприятия в разных формах. *К*числу основных из этих форм относятся: налоговое регулирование, регулирование механизма амортизации основных средств и нематериальных активов, регулирование размеров отчислений прибыли в резервный фонд, регулирование минимальных размеров заработной платы и т.д.

И, наконец, в-третьих, внутренний элемент регулирования отдельных аспектов формирования, распределения и использования прибыли предприятия. Элемент такого регулирования формируется в рамках самого предприятия, соответственно регламентируя те пли иные оперативные управленческие решения по вопросам формирования, распределения и использования прибыли. Так, ряд этих аспектов может регламентироваться требованиями устава предприятия. Отдельные из этих аспектов регулируются формируемой на предприятии целевой политикой управления прибылью. Кроме того, на предприятии может быть разработана и утверждена система внутренних нормативов и требований по вопросам формирования, распределения и использования прибыли. Эффективный механизм управления прибылью позволяет в полном объеме реализовать стоящие перед предприятием цели и задачи и способствует результативному осуществлению основных функций в системе управления прибылью предприятия.

Эффективность каждой управляющей системы в значительной мерс зависит от качества формируемой и используемой информационной базы. Применительно к системе управления прибылью от качества используемой информации при принятии управленческих решении в значительной степени зависит сумма получаемой прибыли. Чем больший размер капитала используется предприятием, чем более диверсифицирована ею операционная, инвестиционная п финансовая деятельность, тем выше становится роль качественной информации, необходимой язя принятия управленческих решений в области формирования и использования прибыли.

Система информационного обеспечения управления прибылью представляет собой результат непрерывного, целенаправленного подбора соответствующих информативных показателей, необходимых для осуществления анализа, планирования и подготовки эффективных управленческих решений но всем аспектам формирования, распределения и использования прибыли предприятия.

Информационная система управления прибылью призвана обеспечивать необходимой информацией не только управленческий персонал и собственников самого

предприятия, по и удовлетворять интересы широкою круга внешних пользователей. Характеризуя состав пользователей информации, входящей в информационную систему управления прибылью, следует отметить, что круг интересов внешних и внутренних потребителей этой информации существенно различается. Внешние пользователи используют лишь ту часть информации, которая характеризует результаты хозяйственной деятельности предприятия. Подавляющая часть этой информации содержится в официальной финансовой отчетности, представляемой предприятием.

Внутренние пользователи наряду с вышеперечисленной информацией, используют значительный объем информации о хозяйственной деятельности предприятия, представляющей коммерческую тайну. Высокая роль информации о прибыли и подготовке и принятии эффективных управленческих решений предъявляет высокие требования к се качеству при формировании информационной системы управления прибылью.

Например, профессор Асват Дамодарап из бизнес школы Стэрна (США) подсчитал, что среди американских компаний инсайдерской информацией располагают около 10% пользователей информацией." Как правило, это крупнейшие акционеры и топ-менеджеры предприятия.

Высокая роль прибыли в развитии предприятия и обеспечении интересов его собственников н персонала определяют необходимость непрерывного п эффективного. управлення ею. Исходя из главной цели управления прибылью, которая заключается в максимизации рыночной стоимости предприятия, **сие гема управлении прибылью прмшша решать**следующие **«снокные задач»,**

Во-первых, задачу максимизации прибыли, соответствующую ресурсному потенциалу предприятия и рыночной конъюнктуре. Эта задача реализуется путем оптимизации состава ресурсов предприятия и обеспечения их эффективного использования, естественными основными ограничителями размера прибыли выступают максимально возможный уровень использования ресурсною потенциала и сложившаяся конъюнктура товарного и финансового рынков.

Во-вторых. задачу оптимальной пропорциональности между уровнем формируемой прибыли и допустимым уровнем риска. Между 'ними двумя показателями существует прямо пропорциональная связь. С учетом отношения менеджеров к хозяйственным рискам, формируется допустимый их уровень, определяющий

" Asvvath Damoilarnn: Returning Cash to the Owners: Dividend Policy, Stern School of Business. 1998, pages 127-185.

25 агрессивную, умеренную или консервативную политику осуществления деятельности и проведения тех или иных хозяйственных операции. Исходя из заданного риска в процессе управления должен быть максимизирован соответствующий ему уровень прибыли.

В-третьих, задачу высокого качества формируемой прибыли. В процессе формирования прибыли должны был, в первую очередь реализованы резервы ее роста за счет операционной деятельности и реального инвестирования, обеспечивающих основу перспективного развития предприятия. В рамках операционной деятельности основное внимание должно быть уделено обеспечению роста прибыли за счет расширения объема выпуска продукции и освоения новых перспективных се видов.

В-четвертых. задачу выплаты необходимого уровня дохода на инвестированный капитал собственникам предприятия. Этот уровень при успешной деятельности предприятия должен быть не ниже средней нормы доходности па рынке капитала, при необходимости должен возмещать повышенный предпринимательский риск, связанный со спецификой деятельности предприятия, а также инфляционные потери.

Существует теория, согласно которой при отсутствии инвестиционных возможностей у предприятия, оно должно распределять чистую прибыль в полном объеме среди акционеров в виде дивидендов. Предполагается, если предприятие не может обеспечить необходимого дохода на инвестированный капитал, акционер сам найдет такую возможность, инвестировав выплаченные предприятием дивиденды в инвестиционные проекты с большей нормой доходности.

В-пятых, задачу формирования достаточною объема финансовых ресурсов за счет прибыли в соответствии с задачами развития предпрпяшя в будущем периоде. Т.к. прибыль является основным источником формирования финансовых ресурсов предприятия, се размер определяет потенциальную возможность создания фондов производственного развития, резервного и других специальных фондов, обеспечивающих будущее развитие предприятия. При тюм в самофинансировании развития предприятия прибыль носит главенствующую роль,

В-шсстых. задачу постоянного возрастания рыночной стоимости предприятия. Эта задача призвана обеспечивать максимизацию благосостояния собственников в перспективном периоде. Возрастание рыночной стоимости предприятия в значительной степени определяется уровнем капитализации прибыли. Каждое предприятие, исходя из условий и задач хозяйственной деятельности, само определяет систему критериев оптимизации распределения прибыли на капитализируемую н потребляемую ее част.

И, наконец, задачу обеспечения эффективности программ участия персонала п прибыли, признанных гармонизировать интересы собственников предприятия и его наемных работников. С одной стороны, эти программы стимулируют трудовой вклад работников в формирование прибыли, с другом - обеспечивают приемлемый уровень их заработных плат. Российский академик С.А.Ситаряп пишет, чт «прибыль выступает и качестве источника формирования финансовых ресурсов п фондов предприятий и может быть использована для повышения заинтересованности и ответственности трудовых коллективов и ка'ждого работника в высоких результатах работы». "

В свою очередь, Джчіімс Ван Хори отмечает, что «максимизация благосостояния собственников предприятия пс означает, что менеджменту следует игнорировать вопросы социальной ответственности. Часто считают, что предприятие не имеет иного выбора. помимо пути социальной ответственности, и благосостояние акционеров зависит от способности предприятия бы lb социально ответственным. Бесспорно, предприятие можно рассматривать как производителя товаров и для частных лиц. и для общества, однако максимизация благосостояния акционеров во всех случаях остается жизненно важноіі целью его деятельности».

Американские исследователи Том Коупленд, Тим Коллер и Джек Муррип из консалтинговой компании McKinsey говорят, что «успению функционирующие предприятия увеличивают благосостояние всех его участников - акционеров, потребителей, работников, государства п поставщиков капитала». Они отмечают, что «увеличение благосостояния акционеров при этом пс противоречит долгосрочным интересам других заинтересованных сторон, т.к. акционеры - единственные участники предприятия, которые, заботясь о максимальном повышении своего благосостояния, одновременно способствуют повышению благосостояния веех остальных участников в процессе деятельности предприятия, включая государство через выплачиваемые налоги».14

Все рассмотренные задачи управления прибылью тесным образом взаимосвязаны. хотя отдельные из них носят разнонаправленный характер. Например, максимизация уровня прибыли при минимизации уровня риска; удовлетворение интересов собственников предприятия и его персонала; обеспечение достаточного размера прибыли,

'" Упранленпе к прибыль/ С.А.Ситаряп.- М.: Знание, ІУ7Ч, с. 158.

''' Пан Хори Дж. Основы управления финансами: Пер. с англ, / Гл. ред. серни Я. ІЇ. Соколов. - М.: Финансы и

статистика, 2003, стр. 13-14.

*и*Коупленд Т., Коллер Т., МуррппДж. Стоимость компании: оценка и управление. -2-е під., стер. /Пер. с

аіігл. - М.: ЗЛО Олпмп-Ппиісс, 2002, стр.43.

27 направляемой на прирост активов и на потребление. Полому в процессе управления прибылью отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой.

Эффективность политики управления прибылью предприятия определяется НС только результатами ее формирования, но и характером ее распределения. **Гаси руд ел сипе прибыли предстаюист соПоії процесс формирования направлении ее предстоящего использовании it cooiitcicnuiii с целями и задачами развитии предприятии.**

Распределение прибыли определяет многие существенные аспекты деятельности предприятия, оказывая влияние на ее результативность. Эю влияние проявляется в различных формах обратной связи распределения прибыли с ее формированием в предстоящем периоде. Существенная роль распределения прибыли и деятельности предприятия определяется следующими основными положениями.

Во-перпых, распределение прибыли непосредственно реализует главную цель — повышение уровня благосостояния собственников предприятия, в процессе которого формируются пропорции между текущими выплатами им дохода на капитал (в форме дивидендов, процентов и т.п.) и ростом этих доходов в предстоящем периоде (за счет обеспечения возрастания вложенного капитала). При этом собственники предприятия самостоятельно формируют эти направления удовлетворения своих потребностей во времени.

По-вторых, распределение прибыли является основным инструментом воздействия рыночную стоимость предприятия. В прямой форме это воздействие проявляется в обеспечении прироста капитала в процессе капитализации части распределенпоп прибыли, а косвенно оно обеспечивается основными пропорциями этого распределения.

В-третьих, пропорции распределения прибыли определяют реализацию стратегии развития предприятия. Эта стратегия реализуется в процессе инвестиционной деятельности предприятия, объемы которой определяются возможностями формирования финапсшых ресурсов, в первую очередь, за счет внутренних источников. Л реинвестируемая в процессе распределения прибыль является основным из этих внутренних источников. Пьппе. па примере американских п российских предприятии мы показали, что собственные средства составляют более половины источников финансирования деятельности предпрпяшя.

П-четвсртых. распределение прибыли является важнейшим индикатором инвестиционной привлекательности предприятия. В процессе привлечения капитала из внешних источников уровень выплачиваемых предприятием дивидендов (или других

28 форм инвестиционного дохода) является одним из основных оценочных крмтсрпск, определяющих результат предстоящей эмиссии акций. Кроме того, возрастание уровня дивидендных выплат определяет соответствующий рост стоимости акций на фондовом рынке, формируя дополнительный доход инвесторов. Так, в последующих главах мы увидим, что решение менеджмента предприятия о выплате дивидендов является сигналом благополучия предприятия и способствует краткосрочному росту цеп па его акции. Также мы рассмотрим теорию выплаты дивидендов Гордона и Лиитнсра, согласно которой акционеры приветствуют выплату дивидендов предприятием.

**Рис. 1.4 Основные направления распределении чистой прибыли предприятии**

**СУММА ЧИСТОЇ! ПРИБЫЛИ**

В-пятых, распределение прибили является одной из эффективных форм воздействия па трудовую активность персонала предприятия. Обт.емы и формы участия персонала в прибыли определяют уровень трудовой мотивации работников, способствуют стабилизации персонала и росту производительности труда.

И. наконец, характер распределения прибыли оказывает влияние на уровень текущей платежеспособности предприятия. Выплаты прибыли, предусмотренной *к*потреблению собственниками и персоналом предприятия, осуществляются, как правило, в денежной форме, т.е. в форме основною актива, обеспечивающего платежеспособность по неотложным финансовым обязательствам. При большом объеме выплат прибыли на

цели потребления, уровень платежеспособности предприятия и текущем периоде может существенно снизиться.

Распределение прибыли осуществляется в соответствии со специально разработанной политикой, формирование которой представляет собой одну из наиболее сложных задач управления прибылью предприятия. Политика распределения прибыли призвана отражать требования общей сіра re гни развития предприятия, обеспечивать повышение его рыночной стоимости, формировать необходимый объем инвестиционных ресурсов, обеспечивать материальные интересы собственников н персонала. При этом в процессе формирования политики распределения прибыли необходимо учитывать противоположные мотивации собственников предприятия (акционеров, инвесторов) — получение высоких текущих доходов пли значительное увеличение их размеров в перспективном периоде.

**Основной целью политики распределения чистой прибыли предприятии является оптимизации пропорций между капитализируемой п потребляемой ее частями с учетом стратегии развития и роста рыночной стоимости предприятия.**

Исходя из основной цели, в процессе формирования политики распределения прибыли предприятия решаются следующие задачи; (а) обеспечение получения собственниками необходимой нормы прибыли на инвестированный капитал; (б) обеспечение приоритетных целей стратегического развития предприятия за счет капитализируемой части прибыли; (в) обеспечение стимулирования трудовой активности персонала; (г) обеспечение формирования в необходимых размерах резервного и других фондов предприятия.

1.3. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

Детальное рассмотрение теоретических подходов к формированию дивидендной политики будет неполным без определения дивиденда. Современный финансово-кредитный словарь дает следующее определение дивиденда: «дивиденд - :ло доход, получаемый владельцем акции (акционером)». Эюг же словарь даст и другое определение: «дивиденд-это часть чистой прибыли, распределяемая между акционерами общества по решению совета директоров и общего собрания акционеров». "^ Не менее

'" Современным финансово-кредитным словарь/Под оонгред, М.Г. Лапусты, П.С. Никольскою.- М.: ИПФРА-М, 1999,стр.95

емко дано определение дивиденда в толковом словаре русского языка, которое звучит так: «дивиденд - это прибыль, получаемая акционерами пропорционально вложенному капиталу». ' 13 то же время, профессор И.А.Бланк определяет дивиденд не только с позиции категории дохода и прибыли акционера, но и дополняет временной составляющей, давая следующее определение: «дивиденды - ло периодические выплаты текущего дохода владельцам акции, осуществляемые за счет прибыли акционерной компании». Принимая во внимание вышеприведенные определения дивиденда. диссертант, в рамках диссертационного исследования, считает нужным дать следующее определение, которое наиболее полно отражает его природу п сущность. **Дивиденд**- **по доход, периодически получаемый акционерами пропорционально пложенному капиталу.**

Любые решения акционерного общества по определению величины дивидендов определяют сущность и принципы формирования дивидендной политики. Экономическая паука па основе исследования богатой практики деятельности зарубежных акционерных обществ в области формирования дивидендной политики, а также изучения российской практики выработала ряд теоретических направлении в обоснован ни дивидендной политики акционерных обществ. Наибольшее развитие в обосновании таких походов получили следующие теории.

**1. Теория предпочтительности дивидендов.**Научные споры о дивидендах не затихают с начала 60-х годов. Экономисты анализирован! и вели активный поиск данных в подтверждение тою, что политика дивидендов влияет на курс акций и поведение инвесторов. Іїо главу угла ставили при ;>том три взаимосвязанных вопроса.

Во-первых, влияет ли размер выплачиваемых дивидендов па стоимость предприятия? Иными словами оценивает ли рынок стоимость предприятия. выплачивающей высокие дивиденды, иначе, чем стоимость предприятия, выплачивающей низкие дивиденды, при прочих равных условиях? Во-вторых, влияют ли изменения установленного размера дивидендов па опенку стоимости предприятия? В-третьих, влияет ли на стоимость предприятия используемая им форма дивидендных выплат? Скажем, если одно предприятие решит выплатить дивиденды, а другое - выкупить акции, окажут ли эти решения различное влияние на рыночную стоимость акционерного капитала предприятия при прочих равных условиях? Или, если речь идет о дивидендах, сен. ли какая-нибудь

'\* Ожегов СИ., Шведова И.К). Толковым словарь русского языка / Российская академия иа\к. Инсмпуі русского языка им. В.П. Виноградова. -4-ое під., дополненное. - М: Лзйукоишис. 1999, стр. 165 1 Бланк И. А. Управление прибылью.-2-е івд„ расш. и дан.- К.: Инка-Центр, Эдьга, 2002, стр.716

31 разница между особыми и обычными дивидендами с точки зрения того, как они влияют па стоимость предприятия?

До 1961 г. подход к дивидендам в экономической литературе был главным образом описательным, примером чего может служить, например, работа Дьюнига.,к Упоминания о дивидендной политике предприятии, как правило, ограничивались утверждениями, что акционеры предпочитают высокие дивиденды низким, например, у Грэма и Додда.1'' Единственный вопрос, на который оставалось ответить, заключался в том, с каким весом учитывать дивидендный доход по сравнению с курсовым доходом при оценке стоимости акций. Об этом впервые упоминается в работе Гордона «Дивиденды, прибыль и цена акции»/ Перефразировав известную пословицу, Гордон сказал, что «одни дивиденд в руках стоит двух (или нескольких) курсовых доходов в небе». Оставалось лишь решить, каким должно быть количественное соотношение между ними.

Теория предпочтительности дивидендов показывает, что каждая единица дохода. выплаченная акционерам в виде дивидендов, уже очищена от риска и поэтому стоит больше, чем доход, получение которого отложено на будущее. Следоваїельїю, максимизация дивидендных выплат предпочтительнее капитализации дохода, т.е. выплата дивидендов для акционеров является предпочтительней реинвестирования прибыли. Рассмотрим данную теорию более подробно.

Финансовые поступления, связанные с инвестициями в те или иные виды акции -это дивиденды, которые акционер ожидает получить в будущем. Одним из многочисленных способов оценки акций является модель дисконтирования дивидендов. Применяемые методы дисконтирования дивидендов различаются в зависимости от предположений о темпе роста дивидендов. Рассмотрим модель постоянною роста дивидендов.

Стоимость акции основана па финансовом потоке (в данном случае это дивидендные выплаты Dt), которые акционер ожидает получить в будущем. Т.к. поток ожидается в будущем, то его величина соответственно корректируется с иомошыо ставки дисконтирования к, которая учитывает не только изменение стоимости денег во времени, но н фактор риска. Таким образом, стоимость акции будет равна сумме приведенных стоимостей ожидаемых дивидендных выплат:

іЯ Dewing A.S. The Financial Policy of Corporations. 5lii edn, New York: Roland Press, 1953

19 Graham B. and Dodd D. Security Anal)sis: Principles and Techniques. New York: McGraw-Hill. 1951

*2"*Cordon M.J. Dividends, earnings and stock prices. Rev icw of Lconomics and Statistics 41, May 1959, pgs 99-105

**A , A , A , v A**

**+**

T + 77^ + ... = X7T:7v <U)

(1 + \*)' (i + \*y (, + ^ - ^-(, + \*)'

где V - стоимость акции с учетом будущих дивидендных выплат, руб.;

Dt -дивидендные выплаты в момент времени t, руб.;

*к*-ставка дисконтирования дивидендных выплат, и долях единицы;

t-количество лет.

Если затраты па приобретение акции в момент времени to составляют Р, то ее чистая приведенная стоимость равна разности между ее стоимостью V и затратами на приобретение:

**X*D***

*NPV = V-P =*

0+\*yj

**-/' (1.2)**

где NPV - чистая приведенная стоимость акции, руб.;

V - стоимость акции с учетом будущих дивидендных выплат, руб.;

1\* - затраты на приобретение акции в момент времени to, руб.;

Dt-дивидендные выплаты в момент времени I, руб.;

к - ставка дисконтирования дивидендных выплат, в долях единицы;

t - количество лет.

Предполагается, что дивиденды Do, выплаченные в момент времени to, вырастут' в заданной пропорции g так, что в текущем году ожидаются выплаты в размере Д = Д, \*(l + #). Через год после этого ожидается, что дивиденды вырастут в той же

самой пропорции g, т.е. D, = Д\*(1 + #). *Т.к.*Д = Д \*(l + #), то это эквивалентно следующему: Д, *=*Д \*(l + #)" или в общем виде:

**Д =Ц,\*(і+я)' (1.3)**

где Dt -дивидендные выплаты и момент времени t, руб.; Do-дивидендные выплаты в момент времени to, руб.; g- величина прироста дивидендных выплат, в долях единицы; t - количество лет.

33 Приняв указанное предположение, стоимость акции, исходя из формул 1.1 и 1.3, будет равна:

r.yivKLM(|4)

L-сли принять во внимание, что дивидендные выплаты Do в момент времени to - это фиксированное число, его можно вынести за знак суммы. Тогда получим:

*V = D\**

0±І

(1.5)

Далее, пользуясь свойством бесконечных рядов из курса математического анализа, получим, что при к > ц:

0±\*L*b±A*

**(і.б)**

Таким образом, с учетом последнего равенства, стоимость акции для модели постоянного роста дивидендных выплат будет равна:

**Г = Д. \***

0±яГ

**К\*-\*),**

**(1.7)**

Пели принять во внимание, что I), = Z), \*(l+ #), формула 1.7 будет выглядеть следующим образом:

***v-*4**

**(\*-к)**

(1.8)

Полученное равенство можно использован, для вычисления внутренней нормы доходности чо инвестициям в акции с постоянным ростом дивидендов. При этом вместо V подставляется текущий курс акции I', а вместо требуемой ставки доходности к (ставки

34 дисконтирования) подставляется внутренняя норма доходности акции Ks (ожидаемая доходность акции). Тогда получим;

*Р*= *IX.*\*

0±lL *{(К.-8)*

**(1.9)**

*Р- \**

**(к.-к)**

(1.10)

л *р*ft

(1.11)

где Ks - ожидаемая доходность акции, в долях единицы;

Di - ожидаемый дивиденд на акцию в текущем году, руб.;

*V -*текущая рыночная цена акции, руб.;

g-величина прироста дивидендных выплат, в долях единицы.

Формула показывает, если компания повышает норму выплат в виде дивидендов и тем самым увеличивает Di, то это может послужить причиной увеличения цены акций. С другой стороны, увеличение Di приведет к уменьшению объема капиталовложений, в результате чего ожидаемый в будущем темп роста масштабов деятельности компании снизится, что, скорее всего, приведет к снижению цепы акций. Таким образом, какие-либо изменения в политике выплат будут иметь два противоположных результата: либо высокие текущие дивиденды п росі цены акции в краткосрочном периоде, либо будущий рост дивидендов н роет цепы акций и перспективе. Поэтому компания должна стремиться найти тот баланс между текущими дивидендами и будущим ростом, который максимизирует непу акций.

Гордон и Лпптпср утверждают, что инвесторы ценят доллар ожидаемых дивидендов более высоко, чем доллар ожидаемого прироста капитала, поскольку

11 Шарп У., Александр Г., Глііли Дж. Ишкстишш: Пер с англ. - М.: ИІІФРА-М, 1998, стр. 548 -600.

35 компонента **Di/P**в формуле **1.11**является менее рисковой, чем возможный постоянный прирост дивидендных выплат g в будущем. Таким образом, теория предпочтительности дивидендов Гордона и Лппгпера утверждает, что акционеры придерживаются принципа «синицы в руках, чем журавля в небе», имея и виду, что дивиденд «в руках» менее рискован, чем возможный прирост капитала «в небе»22.

В свою очередь, Миллер и Модильяни доказывают, что инвесторы безразличны к выбору между Di/I' и g н, следовательно, доходность акции пе зависит от дивидендной политики. No их мнению, многие (если не все) акционеры предполагают реинвестировать свои дивиденды в эту же компанию, н гак или иначе рнсковость денежных потоков предприятия для них в долгосрочном плане определяется только рпсковостыо его операции, а пе политикой выплаты дивидендов. Рассмотрим теорию иррелсвантпостп дивидендов, предложенную Миллером и Модильяни более подробно.

**2. Теория нррелеиаппюеп! дшшдепдов.**С публикацией в 1961г. классического труда «Дивидендная политика, рост и оценка акции» Миллера и Модильяни23 в научных исследованиях мотивов и следствий дивидендной политики предприятии наступил прорыв. Возможно, самым главным достоинством этой работы было то, что в пси были четко и подробно изложены все предположения, из которых исходили авторы при проведении своего исследования.

Самые важные из этих предположений заключались и следующем: I) инвестиционная политика предприятия неизменна и известна держателям акций; 2) ни дивиденды, ни доходы от роста капитала пе облагаются налогом; 3) купля-продажа акции не связана ни с какими издержками для ее участников; 4) вес инвесторы располагают одинаковой информацией, что и руководство предприятия; и, наконец, 5) держатели акции пе несут никаких потерь, связанных с тем, что руководство предприятием осуществляют не они сами, а действующие от их имени и по поручению управляющие. Миллер н Модильяни показали, что при таких допущениях проводимая предприятием политика выплаты дивидендов не имеет никакого значения для держателей акций. Иными словами, стоимость предприятия не зависит ог того, какую политику выплаты дивидендов проводит се руководство. Этот вывод, сделанный Миллером и Модильяни, получил определение теория иррелевантностн дивидендов.

*12*Г.ригхем 10., Гапенски Л. Финансовый менеджмент; Полный курс: В 2-х т. *і*Пер. с англ. под ред. В.В.Котшепа. - СПо: Экономическая школа, 1997, стр. 447-487.

*ъ*Miller M.H.and Modigliuni F. Dividend policy, grout!) and the valuation of shares. Journal of Business 34, October 1961, pgs 411 *-423*

Суть доказательства теории Миллера и Модильяни заключается в том, что держатели акций могут сами себе создавать динидеиды путем продажи принадлежащих им акций. Цели ирсдпрпяіие решает не распределять прибыль между акционерами, а вложить ее в новые проекты, держатели акций могут продать свою долю и «проесть» вырученные деньги. Таким образом, они окажутся в том же положении, как если бы предприятие выплатило им дивиденды. Если же предприятие решает выплатим» дивиденды, то для финансирования новых проектов ему придется выпускать новые акции. Если владельцы акции предпочитают свои деньги реинвестировать, а не проедать, они могут купить на выплаченные им дивиденды соответствующую долю акциіі нового выпуска. При лом владельцы акциіі оказываются в том же самом положении, как если бы им не были выплачены дивиденды. Таким образом, независимо от гою. какой политики выплаты дивидендов придерживается предприятие, владельцы акции могут без всяких для себя издержек самостоятельно получать дивиденды, поэтом)' дивидендная политика предприятия для них безразлична и, следовательно, стоимость предприятия не зависит от ее дивидендной политики.

Вывод о том, что рыночная стоимость предприятия не зависит от проводимой им дивидендной политики, означает, что инвестиционные решения предприятия могут приниматься без учета дивидендной политики. Тем не менее, известно, что приток средств, получаемых предприятием, и отток средств от пего зависят от принимаемых им инвестиционных решений. Если потребность в средствах для инвестирования превышает сумму внутренних средств, то для максимизации стоимости предприятия придется выпустить ftoBi.fc акции (или отказаться or выплаты дивидендов п реинвестировать всю чистую прибыль). Если же внутренне генерируемые средства превышают инвестиционные потребности, предприятие должно либо прибегнуть к выкупу своих акций, либо произвести выплату дивидендов. При этом, исходя из предложений Миллера и Модильяни, каким бы из этих методов пе воспользовалось предприятие, на его стоимости {стоимости его акционерного капитала) это не отразится.

После непродолжительных, но бурных дебатов экономистам пришлось согласиться, что теорема Миллера и Модильяни при используемых ими предпосылках верпа. Тем не менее, недоверие к пей остаюсь - ведь не может быть, чтобы дивидендная политика никак ие влияла па стоимость предприятия, если руководители предприятий и специалисты по цепным бумагам уделяют этой политике столько внимания. По если это

ТИК ft ЪГЮС МкЧЛСра И .MCvUXft,>iH!i їіСрУН, 'їНамИ-і, іїйКМЄ-Т-о Ю ПрПНЯ'ШК ММИ Д<Х1\ЩКНЙ в рСаЛМіОЙ ЖіШІИ ПЄ. СОІ>.:їіОДІік-ТС.-! і^іЛхіїСМ *Нїї*ЧСОрШО КррелЧ'іійі-тіОСТИ боЛС-С ІІрІіС'СЗДЬІЗО.

Ь :Счєін:є голі; j?k?0.H' ічрсдіїриагзх: почучаст ЛОКОДЫ і! (ісссч расходы. Рв;жо;ді> моісду лол<>хдш-> п расход.!ми рассчаїри^хдся зхх< мисіілй ногог: денежных средств. Д::я

ІО:0, ЧїООІЧ ПОЛу-Um, (фиГ'ЫЛЫ 'Г> ОСЧЗК'Й ВС-ЛИЧШДЧ !);ІЧІ)Ч(ІЬІХ і.рЄЛСП; (ІІОГОК;?

і^ліїч-вдхп] *т;ічяпі<о<:*киліс члдпч: кчь \:же<одвыс ї;ї'іра;ч>: іі;і рвчвшчзе бчплес.а хИВйселточк) в !Г;ду:рж;п; в і:!й'!і-і с осчччхчгоішсм рахівдівлх рсачьиых ;.жзчзйоїї.

{ ЧО-ЗМОСЗЧ-ІІЯ ВСЧВДЧЗЗХЧ СЛаЧїХ!:!!>:>: ЗДПХХ'і ЇІВЇІЗІ ДОЛЯДВЗ *\Ч\>*і і.!ї'.і!ІЧ> ИНВ-ХД ііЛІЧОЇіЗ-ії.їі.: Е«"ЇМО/!ДЇОЄ"і Н ЗфОЛІфНЧГОШ. М:ї >гу ЙСДІГШГіу їй: ЛОЧ^СІ: і^ШйТі. р^'їМСр і!І.ПіЧіі:1їі'>^ЄМ;.і>; ДЇІВіїДОЗіДОї:. '-"'''і'О ОЛ(-ачаС:ЇЧ ЧЗ'й fiqXliCKiifBliJ іірсДПрИЯГІІ? MOVKiiO Ot:f!Cu!4. С !10MOt:U>K> ПОГОІиі 0,ІД1ДД^0!Ї ПрибьіЛІІ (F'.i, [\Дч і:.;, ,..) И иЖір^СМ!,:\ Н:і!ХХ'іЧі:(:ІВ (h. ЇХ ЇХ ,.,}, КОТ'">рьіЄ 'іреоу^ЧСЙ іїриН'їїКХЛЧІ ДЛЯ ШХДЧЄнНЯ Я'ОВ і'рИОЬіЛГ:. ІїрЯ уСЛиіЛШ. ИЮ ЯМ ДИВ ІВЯЇЧХЇ ОіїрсДЄЛЄН>.Ч, іїЄ:рулНи d>'>fCa>tli;:,. *'-ПЬ*«ОЧЦЙЗІІ-іл \В.:ЖС"; уСГаїК^ШЇ'Ь X0'rX>0 урОЙС"ЧК. їСКуЧЇІсГО ДЇДіНдСЧЇДй. ПО ПОВЛИЯЙ іфМ *Ті<ЛІ іиі*ВОЧОЖСІВІС аіСЦИ<Х:С1Х>В S«< І> ;)уЧ1«уіО. їїї ї: ЧуДІЇП'іО

сіоронь:. Раоемофмч процесе. ьак можно їзсчіодідозїачч. прибы;!;;. для фиіз;ї::'::ї-іройаіЗ3-tSi

ІЗОШХ ИіШЄОГШЛНІї Я їіі>:і! Д<-: ьі ^іШіДЄЇіДОЙ.

ї'нс. 1.5(a) Ийш^слєлсіші; чистой «рнбы-тн coiviat:»o 'кчірїш иррклс.ьйшяоега дшнисндиза"\*

й}їл>- ї)»+ Іо

ИНВЕСТИЦИИ П!»ИШЛЇ> диниді-ндм

*ііщ іІ-лі)*(0-.-J

*Peu;ibi'cmtip<i<><="" i="">а сыя:ни>й! дшхик'шнн;. На ряс,і. >{ві прсче'іаїХ!-::: олиз; ич</i<>*

*ікірїХіііІОі: раСіїрСї.ЄЛЄЧ!И« ЧВСКіН ПрЖХ.:Л!5 ІХКу ІПСГО ЗОДЧІ І\.:.<>). Н ДїііШО^ СрИДО ИрПОі-ЇЛ::. Ї'ХДЇО pS^fia Су И Мі: Х(:ВИЛС!:ДОа В ВМВСіДВЦіД: 0\О:::ГК>Ч SO} Пріі ЗЧіїіОЧ ВЧрНЛВГС ВПВёСЛЧЩВН {Ь"іф;їг!СЛІ!Сїірук.їТСЯ :П fipi-бЫЛи ИІІСівтіуКкУА Ч<;С"П> i:pJiOf.:.4H іїрі'ДіїрИ«ЇЧі<' П;!;фВ!Х;;;Єі ІШ*

*ііВівлаїу днвилеилон ;ікчїї!0!?ї}Х!М (Do?. Н::іп}лї\х:р. еі.:)н дорожчих,' іірсдрриязчк- ::>:» їц^з^чіі.иї і(:;міЗі>здь зї ріі'їмсрс S:>000.. зо <>;к> м<гаєг ьіаізруї-яі'іЬ іі;і і-іі-зі-лді'іиічнїі 1І.Д.НІ0 її ооч.їіііИ!!. дї'!і'ЛїДі:иді>; з^ р-ачм^чк.4 ^?.\*Н)(і.*

*:;;!};ф!і У.. ,^жаад^>1\. Ьїй.інДа. іішгании!:. 1Ъ\><-mas М: ЖїФГА-М, і998. от. >4Й (>0';.*

*ifriUtya: iSKifitil На p^c. 1.5(0; прй<Ч.:Чі> mouhix: >;:v4\^:.i дяс-ажіі.ж-ії а і-шйсспіішїі ЪхПо-Чо}. У'іігїьпї&й. чіо к^мішшх ішт.тиручїг средс^на ;ї прїхкгі-: <,. ііодо>км!'є;і:л-;ж Гфшхдендой с'г\*.іґїМ(і<.;Г.-ї''ї. ;о дзкпос іщтк&агрло потпк-;-х поп^у чго «^(ішік'я ретсш ;іЬНі;К!Гиік стпім ^ї< пионерам fxvtec ъыпп-ж. :m)M}№t:\hi. че« тс кггорие їнх^с'Шііе-.'кіі! ті*

*доно'шятс.зы-ые qx\o.c rua я:: -шсшкі-х ік-і'очі-їсіі-оі:. 'ho Діч.пи^е-ся 'іі- іу.^г ш>ы>И продажи oi>i.fKtio(sc:iJff!,;>: а-сшій ифодїіоіїіігаі-уг^я. ;ііо {.п-х-ржки, сс^^іпн,^ с »ыпудд:<>ч п^іЯїім вісцин,*

*VwAS{1t)*

*(і) їм < По****+їй***

***ИїШГСЧ'ШШИ Ш'ИШЛЬ ДИВИДЕНДЫ***

***(hn Іїм) Шо)***

*НОВЫЙ КАПИТАЛ*

*І'фр.чіша i'qmf^iO'JCiSKSf qxvK-Пі нууіїм ііро.за.-кі'і нош;< оо^мшіїєішїлх аі^ша а по .жг-ттох бумаг. ііуіоїю'ждся їі сіро^деін-и іпїхжіїть r.tt:.-їс-;-:;ї;ї-:с,:їьі-st>їЧї к:;і«:!іє(ікя*

*ОУІІОЇІІСНГіЙ СуМЛї:>: ;Х>:іІ а ЕЇ-реДїїріЗЙ'і І-і>\* ;С і-Г.:ЦЄЙ ЇК\:Ї{;ЧШХ: <-:'<> С'Х'к'ОХ'ЇГіХТі' кашпада. їх...*

*і-:і::ін фкнаиаіроішах- уцгМ-ії.\'Ххіуі xt с-.су ііоїїоїо іайма. ;о лцін^рсчсїжо і-п^ішоїои дйй*

*UO^A^SK'.'iv; ДОйГСІІЬІЇОіУОІ іфСДІірїїїПКК размер ДИі:іі/и::1Да іі \'Дл::і:-.ї;ЬІЙ і\*х.ї. ".;кі:МШ.(.\*

*і.р^'їсн; ъ иїїіпаж. В pe^yjibiatc «о;х.іИй(ніо акциоік-роіі унуїц-тсісй -.а сієт м'їж-нєі-шя*

*Когда іфедіф^т(-киота:п;ї!^с"(с.х ispns,(t'K;vn> uotius т-мн^с q<c;i::\"-:«;П^->ЇК Мі*

*СЧЄТ ^OicUJK ;K>№\ аі-КИІ!, кол5П<^-К.Иру;:1'<::.! і;;,їіиаТОЙ ;МГі<НО pyujjs іі 5<&<їі-:-;М№ ДШїі)Диї.;фі:; «КШіОНїфЗМ. ТаіОІМ ООрІЇЇОМ, ПОПОЖсШК: a-4UKi(;epUii yj!y4:)j-.t;VC:4 Та:3 іЖаї Ы^'Ш/СИЖ:*

*cpwcifi s «аікуалс ости^ус;! (ро^мкм, И;гір(;мср. йм^і:у<> їїьпсїміi.-t .жкилеилои is раи^х*

*$!-fX)0. ;к>рож:!<їс (ір<;;]:р'"і>ігис -/Х» могло б\*.; шрліП-к. 1"К)(Ю. Поскольку шї$>ї-:сївц}лі равїш $3пи0, m чтіїлєчйни\*? среден\* ;іяя ко&плшш coaasttt &600U (НоООО^У^ООО). г<-г,-)я.*

*!<аК );р>(иЬ!;П> рЦИІІІ! 'K.>JJM^' S^OOO, '>їО O^i-PCf.. ЧГО ПрСЦУфКЯУІК\* Ж-ЛЖЇ:-:" і'фОДіїГЬ ii<x;b;c< p=""></x;b;c<>*

*оп^кт^ть^ цук&ц !кі c\viM) ЗД00 f S6000-lM>OU}.*

*ї(ріхч>;;к.. кік >ії- «оказію sx; psa:, 1,>(аї. їо ішіі ф^п;ии.іїру-о-ся ча (ліч-і і?мугренпн>'*

*ІКДОЧШ-ІКОЇ; СОбСЇІЇСКЧОГО ї<ЗЛІПа."(іі. Н& pfU-.:.M\*>) :-Шк;ДД"ИЦРії : ^ K-iiv: фііЧадифуіО'ІСЯ ;і! <-ЧЇУ ПНуХ\Х-Ят<\ і1ТігіНККі.<П COOCTfefsKuVO ^ІІЛГПІДа. UO ІрХІ >К>М 4itUi'i> CO-5C":'KOtlilitJ-o ііаіНїїДЛа !Н1;(у\*^-(іії fvi їіНЄЛііКіл НСіОЧІПП;;^. К ptTyJlU'ir.lTt уД;;Л!.і:аіЙ J>CC JttON'Ui..^ qkv.u:rs\* V. К'іиШ'ІЙДІ: КС>ЧШії-»їК ІЇС'ІЙХ'-Ті.х JWi'.iUniifiirfM її ЫЮИХ Є:; V;?--tSX,*

*Вы?-}---! ш:иш) lid рі-к.Д 5(К! iiptf^i.tJii? ррсньшп^і' і:умму лтдиекл^а ti пнасстициП (Ь;;>!>>-:їо). Учитывая. ч"(о ко^'пакнй штссікру^г qitvx-i'i;i! н прості і.і с іаиожнтелідаді чриаедсиіка'і єкоіімосеїДО, )( дшшос нерішсис гі:о ао:шикдо, їіогому ч"«> ко^іїаніія р-єї-ї-ї;ї;і suHJwn-o» ;ii\i.tHO(icpay" Г«їлоє шїїкїх- дшїкд-;;кдз>ї, "^ пока::аш.! т р-жЛ N3.). После :>ьіііл;ігьі дшхілоїілоїі у комналі-іи oi:rai\*yrt.s сяододкаи: ср^леті;а. І'ірсдііо^іпіімтй. >г\\> хоыттш нтратх к>; ка ткуй чаек; сйорч зкеічй (нрсдію-іагаїлся. -пи іріиткииопньк-їП;адхішхи^п;ш;і^е. с Н'.-лкуноч: іікікій. т\ч\<уаыо їлі'ЛьГі.*

***ї>нсі.5 0і)***

*ih>) ($.;>) Ф<>і*

*СОКР.ШЇЛШ\*. капитала*

*і\:;аение !!jh:a!:ps:>iti:j! >:о\раи:і'!:-. своб>а;ХіЬ;Є сре/итаа раїдаххілмш рсахпді'? і!\ и?;ііл;ги]х;ва:ь, Однако с-.іісу;' и^хтасіла^ іі.чїшїі ні- ичеег по^ожп'К^л.^ой чясі'оП*

*ГфіїВС.ЖїіИОїї СТОИМОСТИ і-і ІІ»">"К>Му HV НЧОДЧТ іі р>'д ІІГЯ^ІГІОа, РхїСІіїїіїІ-ЇХ їїОДОЖКТч: ЛЬ:-[у'К'*

*{ipj-itit-'j^KiiVX'' с:г.:ї!-г.'((їсчі.. га:. а ;п;аес-ж;нж ';о- ідлїіє.иі;.;; едчрлна'^. сїїододіл.іс q^;xr:ai*

*ЇЛ:>:Ж0О;;а}а:ХД'. Чїїі ):<^!:KUi!^ \-?ДСГ VМО-ШШіїіу уДЪ.ХЫШИ ЇІСС -.KiCHlii.iK срсДС:^ :і хгпїїтіїїї.*

*40 т.к. свободные средства увеличат размер собственного капитала компании и, таким образом, уменьшат сумму долга относительно величины собственного капитала.*

*В случае с дорожным предприятием «X» дивиденды можно было бы установить в размере $1000 вместо $2000 пли $3000. Тогда расходы компании на выплату дивидендов и инвестиции составили бы $4000 ($1000+$3000). Если прибыль равна $5000. то $1000 ($5000-$4000) осталась бы у предприятия для выкупа собственных акций.*

*Решение о размере выплачиваемых дивидендов. Акционерное общество должно принять решение о размере текущих дивидендов. Величина прибыли (Ео) н величина инвестиции (1о) определены. Остается вычислить размер дивидендов (Do). Их можно взять равными разности между прибылью и инвестициями (Do=Eo-Io), как па рис.1.5(a), больше этой разности (Do>Eo-Io), как на рис.1.5(6) или меньше лой разности (Do<="" p="">*

*Рассмотрим положение акционера, владеющего 1% обыкновенных акций компании. Известно, что в будущем доля собственности этого акционера не изменится. Если компания будет проводить политику выплаты дивидендов, показанную на рис. 1.5(a), то размер текущих дивидендов акционера будет равен 0,01\*Do или, что то же самое, 0,01\*(Ео-1о). Аналогичным образом дивиденды акционера в будущем будут равны 0,01 \*Dl или соответственно 0,01\*(Et-lt). Для компании «X» размер дивидендов акционера, владеющего 1% акции компании, будет равен $20 (0.01 \*$2000).*

*Если предприятие проводит политику выплаты дивидендов, показанную па рис. 1.5(6), то акционер должен инвестировать дополнительные средства в обыкновенные акции, чтобы избежать уменьшения своей доли в капитале предприятия. Почему? Потому что в этом случае предприятие должно привлечь денежные средства за счет продажи дополнительных акции, чтобы выплатить более высокие дивиденды. І [оскольку Eo<="" p="">*

*,, + F„ = Ц. +/„ (1.12)*

*f0 = d(, + ih-eh (і.із)*

*где Го - величина дополнительно привлеченных средств путем выпуска новых акции, руб.;*

*Do-величина дивидендных выплат, руб.;*

*[о - величина необходимых инвестиций, руб.;*

*Ео -величина генерируемой акционерным обществом чистої! прибыли, руб.*

*Величина дополнительных инвестиции, которые требуются от акционера, чтобы сохранить 1% собственности компании, равна 0,01\* Го или 0,()1\*(По+1о-Го). Т.к. акционер получаст 1% дивидендных выплат, то в момент времени to акционер получит сумму, равную 0,01 \*Do-0,01\* Го или:*

*0,01\* Д, -0,01 \*(Do + /fl-E„) = 0,01\*ll -0,01 \*/„ = 0,01 \* (tf„ - /„) (1.14)*

*Интересно отметить, что сумма, которую получает акционер, равна сумме, получаемой в первой рассмотренной нами ситуации. Так происходит, потому что получаемые дополнительные дивиденды точно равны той сумме, которую необходимо инвестировать акционеру для сохранения своей доли в капитале компании. Для дорожного предприятия «X» сумма дивидендов акционера, владеющего 1% акции предприятия, будет равна $20 (0.01\*($3000 - $1000)), где $3000 - ото величина полученных дивидендов, а $1000 - средства, потраченные акционером для выкупа акции с целью сохранения своей 1%-нон доли в уставном капитале предприятия.*

*Іісли компания следует политике выплаты дивидендов, покачанной на рис.1.5(h), то она будет выкупать собственные акции. Соответственно, акционер должен будет продать часть акции, чтобы избежать увеличения своей доли в капитале компании. Поскольку Eo>Do+Io, то общая сумма средств, которую компания направит на выкуп своих акций, должна быть равна Ro:*

*Г,o = D„ + I„ + R„ (1-15)*

*42  
R0 = E0-De-I„ (1.16)*

*где Ro - величина собственных средств акционерного общества, направленных на выкуп собственных акций, руб.;*

*Но - величина генерируемой акционерным обществом чистой прибыли, руб.:*

*Do-величина дивидендных выплат, руб.;*

*1о - величина необходимых инвестиций, руб.*

*Количество акций, которое акционер должен продать компании для сохранения 1% ее собствен пости, равно 0,01\*Ro или 0,01\*(Co-Do-Io). Поскольку акционер получает 1% выплачиваемых компанией дивидендов, то сумма, получаемая акционером в момент времени 1(\, равна 0,01 \*Do + 0,01 \*Ro, или:*

*0,01 \* Д, +0.01 \*(Е„ - Д - /„) = 0,01 \* Д -0,01 \* /„ = 0,01 \*(Д - /„) (1.17)*

*Вновь полученная сумма равна сумме и первом случае. В третьем случае так происходит, потому что небольшой размер дивидендов полностью компенсируется суммой, полученной акционером от выкупа предприятием собственных акций. Для дорожного предприятия «X» сумма дивидендов акционера составит $20 (0.01\*($1000 + $1000)), где $1000 - величина полученных дивидендов, а другая $1000 - величина полученных акционером денежных средств от выкупа предприятием собственных акций при сохранении 1%-пой доли акционера в уставном капитале предприятия*

*Таким образом, независимо от проводимой компанией политики выплаты дивидендов, акционер, который стремится имен, постоянную долю собственности в капитале компании, в определенный момент времени будет располагать одной и той же суммой денег для потребления. Данная сумма будет равна доле собственности в капитале компании, умноженной па величину (Ео - 1о). Более тою, это будет верно н в будущем. Т.е. в любом году t акционер сможет направить на потребление сумму, равную доле собственности в капитале компании, умноженной на величину (По - 1о)."*

*Во всех трех рассмотренных случаях акционер, желающий владеть 1% акций дорожной компании «X», получит в определенный момент времени одинаковую сумму ($20) и будет иметь одинаковые перспективы в отношении будущих прибылей компании.*

*" Шарп У., Алсгеаидср Г., Бэили Дж. Инвестиции: Пер с англ. - М: ШІФІ'А-М, 1998, стр. 548 -600.*

*43 Т.е. во всех трех случаях акционер по-прежнему будет обладать 1% акции компании и получит одинаковые дивиденды в будущем.*

*Допущения, сделанные Миллером и Модильяни и теории пррелеиашпости дивидендов нереальны, и очевидно, чю они пс могут быть соблюдены па практике. Действительно, предприятия и акционеры должны платить налоги, предприятия-эмитенты должны лссїіі затраты при выпуске акций, акционеры не могут обойтись без транзакцноппых затрат, а налоговые и транзакнпонные затраты приводят к тому, что дивидендная политика влияет на ожидаемую доходность акции. Кроме того, менеджеры обычно лучше информированы о текущем состоянии компании, чем сами акционеры. По этим причинам, теоретические выводы, сделанные Миллером и Модильяни, пе подходят для реальных условий деятельности акционерных обществ.*

*3. Теория налоговой дифференциации. Самым естественным будет начать ослабление предпосылок Миллера и Модильяни с введения налогов. Размер выплачиваемых предприятием дивидендов не влияет на размер уплачиваемых им налогов. В отличие от купонных выплат по облигациям, дивидендные выплаты не уменьшают налогооблагаемую прибыль. Однако, например, в России, при налогообложении личного дохода налог с полученных дивидендов взимается по более низкой ставке, чем доходы от реализованного прироста рыночной стоимости капитала. Таким образом, российское налоговое законодательство, казалось бы, должно благоприятствовать политике выплаты высоких дивидендов.*

*Предположив, что дивидендный доход облагается по более высокой ставке, чем доход от прироста капитала, как было принято в США до 1986г., Нрепнап"1 построил модель оценки стоимости акции, по которой требуемый инвесторами уровень дохода до вычета налогов по акциям с высокими дивидендами должен быть выше, чем по акциям с более низкими дивидендами. Однако попытки эмпирической проверки этой модели, предпринимавшиеся Блэком и Скоулзом", Лптцснбергером и Рамасвамп . а также Миллером и Скоулзом , не дали однозначного результата. Оказалось, в частности, что решение вопроса о существовании зависимости между налогообложением дивидендов и*

*2& Brcnnan M.J. Taxes, market valuation and corporate financial policy. National Tax Journal 23(4), December*

*1970,417-427*

*11 Black F., Scholes MS. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns.*

*Journal of Financial Economics 1(1), May 1974, pgs 1-22*

*28 Litzenbcrgcr R.N, and Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory*

*and empirical evidence. Journal of Financial Economics 7(2), June 1979, pgs 163-195*

*:y Miller M.N. and Scholes M.S. Dividends and taxes: some empirical evidence. Journal of Political Economy 90(6).*

*December 1982. pgs 1118-1141*

*доходностью акций в значительной степени зависит от нспольчуемого определения дивидендного дохода.*

*Любопытные исследования провел Лонг , который проанализировал цены на два класса акций корпорации «Citizen Utility», отличавшихся друг от друга только условиями выплаты дивидендов и пхтогообложення, и пришел к выводу, что инвесторы все-таки предпочитают покупай, акции с высокими дивидендами.*

*Возражая Бренпану, Миллер и Скоулз утверждают, что предложение о более высоком налогообложении дивидендов по сравнению с доходами от прироста капитала необоснованно. Они утверждают, что в налоговом законодательстве США всегда существовало достаточно лазеек, позволявших держателям акций укрывать дивиденды от налогов и фактически сводить ставку налога на них к нулю. Однако Фпнберг32, а также Пнтсрсон, Питерсоп и Энг , рассмотрев данные по реальным и хто го в ым декларациям, не нашли подтверждения тому, что получатель дивидендов пользуется описанными Миллером и Скоулзом методами уклонения от налогов.*

*Авторы, занимавшиеся эмпирической проверкой гипотезы о существовании связи между налогообложением и уровнем цен на акпни, не ограничивались данными по США. Гак, например, Потерба и Саммерс работали с английскими данными, а Морган " - с канадскими, однако и па этих данных не удалось получить однозначного ньпюда. Таким образом, приходи гея констатировать, что эмпирическая проверка гипотезы о существовании зависимости между дивидендами, налогами и стоимостью акционерного капитала предприятия не позволяет пока придти к окончательному выводу.*

*4. Теории издержек поручше.п.епш. Вторая потенциально важная поправка, которую реальная жизнь вносит в допущения Миллера и Модильяни, заключается в том, что владение акциями связано для их держателей с издержками поручительства. Предположим, что управляющие организации максимизируют' свою собственную полезность, что не всегда совпадает с максимизацией рыночной стоимости обыкновенных акций, Издержки, связанные с этим потенциальным конфликтом интересов, включают*

*'' Long J.В. The market valuation of dividends: a case to consider. Journal of Financial Economics 6 (2/3),*

*June/September 1978, pgs 235-264*

*31 Miller M.II. andSclioIcs M.S. Dividends and taxes. Journal of Financial Economics 6(4), December 1978, pgs*

*'2 FcenbergD. Does llic investment interest limitation explain the existence of dividends? Journal of Financial*

*Economics 9, September 1971, pgs 265-269*

*B Peterson P.P., Peterson U.K. and Aug J.S. Direct evidence on the marginal rate of іачаїіоп on dividend income.*

*Journal of Financial Economics 14(2), June 1985, pgs 267-2S2*

*3J Potcrba J.M. and Summers L.I I. New evidence that taxes affect the valuation of dividends. Journal ofEinance*

*39(5), December 1984, pgs 1397-1415*

*35 Morgan I. Dividends and stock price behavior in Canada. Journal of Business Administration, Fall 1980*

*45 расходы на составление контракта между держателями акции и управляющими, контроль и обеспечение исполнения этого контракта, а также остаточные убытки, возникающие віза несовершенства заключенных контрактов36.*

*Некоторые авторы считают, что дивидендам может принадлежать важная роль в разрешении конфликтов между менеджерами и акционерами. Если дивиденды снижают издержки поручительства, то предприятия станут выплачивать их даже в том случае, если они облагаются налогом по более высокой ставке, чем доходы от прироста капитала.*

*Истербрук37 и Рочефф 8 считают, что если предприятие решает пустить прибыль на выплату дивидендов, а не па реинвестирование, то тем самым оио как бы принуждает своих управляющих проходить периодическую аттестацию па рынке капитала. Раз предприятие выплачивает дивиденды, его руководству приходится чаще обращаться к рынку капитала, чтобы получить средства для реализации инвестиционных проектов. Периодическая проверка рынком - один из путей снижения издержек поручительства, а оно, в свою очередь, способствует повышению стоимости предприятия. Таким образом, стоимость предприятия вес же зависит от выплаты дивидендов. Тем не менее, даже такие модели не позволяют ответить па вопрос, какой же уровень дивидендных доходов по акциям должен считаться оптимальным.*

*До настоящего времени гипотеза о существовании связи между политикой выплаты дивидендов и издержками поручительства ни прямым, пп косвенным образом не проверялась. Отчасти это объясняется тем, что подобные модели начали разрабатываться относительно недавно, но также и тем, что подобные теории недостаточно конкретны для того, чтобы их было можно проверить эмпирически.*

*5. Сигнальний теория дивидендов (гипотеза сигнального содержания). Хотя фактические данные о влиянии уровня дивидендных выплат па стоимость предприятия весьма противоречивы, результаты исследований неизменно подіверждают, что изменение доходности акции после объявления изменения выплачиваемых по ним дивидендов находится в прямой зависимости or изменения дивидендов."'1Основное*

*Jensen М.С. and Merckling W. Theory of the linn: managerial behavior, agency costs and capital structure. Journal of Financial Economics 3(4), October 1976, pgs 305-360*

*37 Easterbrook F.I I. Two agency-cost explanations of dividends. American Economic Review 74(4), September 1984, pgs650-659*

*3K RozelTM.S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. Journal of Financial Research 2, Fall 1982, pgs 249-259*

*39 См., в частности. Pelt it R.R. Dividend announcements, security performance and capital market efficiency. Journal of Finance 39(5), December 1972, pgs 993-1007*

*46 объяснение этому заключается в том, что изменение дивидендов служит показателем текущей и будущей прибыли предприятия.*

*В отличие от предложения Миллера и Модильяни о том. что держатели акции располагают тоіі же информацией, что и управляющие предприятием, гипотеза об информационной функции дивидендов основывается па предположении о том, что управляющие располагают большей информацией о перспективах предприятия, чем рядовые инвесторы. Данная гипотеза заключается в том, что внутренняя информация управляющих доводится до других участников рынка через изменения в дивидендном доходе. Эта идея была предложена в своей работе Миллером и Модильяни и посходит своими корнями к классической работе Линтнера «Распределение прибыли корпорации между дивидендами, инвестициями и налогами». ' Лмитпср промел опрос среди менеджеров предирпяпш, который, в частности, показал, что значительная часть менеджеров старается поддерживать выплачиваемые предприятием обычные дивиденды на постоянном уровне. По словам Линтнера, менеджеры проявляют «упорное нежелание (причем оно характерно для менеджеров всех компаний) снижать или повышать однажды установленную ставку обычных дивидендов». Рассмотрим модель выплаты дивидендов, предложенную Лиитисром, более подробно.*

*Лишь некоторые акционерные общества стремятся поддерживать постоянное соотношение дивидендов и прибыли, поскольку такое стремление вызывает колебания величины дивидендов в абсолютном выражении. Причина таких колебаний состоит в изменении размеров прибыли, получаемой предприятием в отчетном году по сравнению с предыдущим годом. Большинство компаний старается поятержпвать определенную долю выплачиваемых дивидендов в общей сумме прибыли за относительно длинный период времени. Это означает существование определенного коэффициента дивидендов для относительно длительного периода времени или относительно устойчивой величины прибыли компании. В результате величина выплачиваемых дивидендов в абсолютном выражении обычно поддерживается предприятием па постоянном уровне и увеличивается только в том случае, если предприятие уверено, что п в будущем ему будет нетрудно выплачивать возросшую сумму. Тем не менее, увеличение прибыли обычно сопровождается некоторым возрастанием выплачиваемых дивидендов.*

*Существование определенного коэффициента выплаты дивидендов позволяет формально представить поведение компании. Предположим, что целью предприятия в*

*ia I.intner J. The distribution оГ incomes of corporations anions' dividends, retained earnings and taxes. American Economic Review, Papers and Proceedings 46, May 1956, pgs 97-113*

*47 долгосрочном плане является выплата из прибыли в качестве дивидендов доли в размере р. Назовем эту долю целевым коэффициентом выплаты дивидендов. Если данный коэффициент используется каждый год, то общие дивиденды, выплаченные предприятием в году /, составят:*

*D, = P\*E, (1.18)*

*где Dt - дивиденды, выплачиваемые акционерным обществом в году (, руб.;*

*р-целевой коэффициент выплаты дивидендов, в долях единицы;*

*Et - прибыль в году /, руб.*

*Разница .между дивидендами, которые компания должна выплатить в году t и реальными дивидендами, выплаченными в предыдущем году, определяется путем вычитания Dl-i из обеих частей уравнения. В результате получается следующая формула:*

*D,-D,.y=p\*El-D,.x (1.19)*

*Несмотря на то что компании стремятся изменить выплачиваемые дивиденды от Д\_, до Dt, немногие из них выплатят дивиденды такой величины в действительности. Реальное изменение дивидендов составит лишь част ь от желаемого: "*

*где а - коэффициент корректировки, который находится в пределах между нулем и единицей 0 <=а <= 1.*

*Вернемся к условному примеру. Если целевой коэффициент выплаты дивидендов равен 10%, то дорожное предприятие «X», получившее по итогам отчетного года чистую прибыль в размере S5000, вероятнее всего, выплатит дивиденды в размере $500 (0,1\*$5000). Если предположить, что в прошлом году предприятие выплатило дивиденды в размере $400, это говорит об увеличении дивидендов па $100 ($500 - $400). Однако если коэффициент корректировки а = 50%, то в действительности компания увеличит дивиденды лишь на $50 (0,5\*$100). Таким образом, в действительности дивиденды составят $450 ($400+ $50).*

*48 Данную моделі, можно представить, заменив Dt в предыдущем уравнении на p\*lit н реши» полученную формулу относительно Dt:*

*D, =a\*p\*El-a\*Dl\_] + D[\_l (1.21)*

*D, =«\*/7\*Я,+(1-«)\*Д\_, (1.22)*

*Полученное уравнение показывает, что величина текущих дивидендов зависит от величины прибыли за этот год и прошлогодних дивидендов. В случае с дорожным предприятием «X» фактически выплачиваемые дивиденды составят $450 (0.5\*0,1\*55000 + (1-0,5)\*$400).*

*После вычитания Dt-i из обеих частей уравнения видно, что изменение дивидендов равно:*

*Д-Д\_, =«\*/э\*Е,-«\*Д\_, (1.23)*

*D,-D,.^a\*{/7\*Et-Dl.l) (1.24)*

*где Dt -дивиденды, выплачиваемые акционерным обществом в году /, руб.;*

*Д., - дивиденды, выплачиваемые акционерным обществом в году /-/, руб.;*

*а - коэффициент корректировки, который находится і: пределах между нулем и единицей 0 <- а <- 1;*

*р - целевой коэффициент выплаты дивидендов, в долях единицы;*

*lit ~ прибыль в году /, руб.*

*Модель, описанная таким образом, предполагает, что изменение величины дивидендов находится в прямой взаимосвязи с величиной прибыли за рассматриваемый период (поскольку а\*р является положительной величиной) и находится в обратной взаимосвязи с величиной дивидендов за предыдущий юд (поскольку a\*Dl-i является*

*отрицательной величиной). Для дорожного предприятия «X» изменение величины дивидендов, согласно формуле 1.24, составит $50 (0,5\*{0,1\*$5000 - $400)) Таким образом, чем больше размер прибыли за данный период, тем больше изменение величины дивидендов, но чем выше дивиденды за предыдущий период, тем меньше изменение их величины.41*

*Вывод Липтпера получил дальнейшее эмпирическое подтверждение в работе Фамы и Бабьяка.4" Если менеджеры изменяют ставку обычных дивидендов только при серьезном изменении доходного потенциала предприятия, то изменение этой ставки служит достаточно падежным индикатором того, как пойдут дела у предприятия в будущем.*

*Несколько позже появились и математические модели, и которых дивиденды*

*играли роль информационных сигналов.43 Ike эти модели исходят из разных*

*предпосылок, но общей для них является предпосылка о том, чю менеджеры располагают*

*информацией, недоступной для внешних инвесторов. Как правило, эта информация*

*касается текущих и будущих прибылей предприятия.*

*Накопленные эмпирические данные свидетельствуют о том, что объявления об*

*> изменении в уровне дивидендов действительно служат источником информации для*

*рынка. При этом данные согласуются с моделями динамики дивидендов в условиях*

*асимметричной информации. Вопрос только в том, действительно ли эти модели*

*отражают ту информацию, на коюрую реагирует рынок в момент объявления об*

*изменении дивидендов, и какая из этих моделей лучше всего описывает процесс*

*распространения информации.*

*(>. Теории формы ЛІМШЛСМ/ІОІІ. Анализ данных показывает, что как при*

*повышении обычных дивидендов, так и при выплате особых дивидендов " "Р" скупках*

*предприятием соостветшых акции происходит устойчивое повышение курса этих акции.*

*Однако не совсем понятно то, какие именно факторы заставляют менеджеров выбирать ту*

*или иную форму дивидендных выплат. Исходя из допущении Миллера и Модильяни,*

*выбор конкретною механизма выплат, равно как и самой дивидендной политики, на*

*стоимость предприятия не влияет. Таким образом, если форма выплат все-таки имеет*

*значение, какие-то допущения Миллера и Модильяни должны нарушаться.*

*41 Шарп У., Александер Г., Поили Дж. Инвестиции; Пер с англ. - М; ИИФРА-М, 1998.*

*AZ Fama E.F. and Babiak II. Dividend policy: an empirical analysis, Journal oftlic American Statistical Association*

*63, December J 968, pgs 1132-1161*

*4' См., в частности, Bhaitacliarva S. Nondissipative signaling structures and dividend policy. Quarterly Journal of*

*Economics, August 1980, pgs 1-24*

*J4 См., например, Vennaelen Т. Common slock repurchases and market signaling: an empirical study. Journal of*

*Financial economics 9(2), June 1981, pgs 139-183*

*Экономисты лишь недавно стали интересоваться вопросом о том, исходя из каких именно соображении, предприятие выбирает ту или иную форму выплат. Пели какие-то закономерности такого выбора существуют, значит, с различными методами выплат должны быть связаны различные издержки или выгоды. С учетом того, что обычные дивиденды как форма выплат используются гораздо чаще, чем выкуп акций пли выплата особых дивидендов, теория, объясняющая такой выбор, должна показать, почему выбор обычных дивидендов даст существенные выгоды по сравнению с другими формами или, наоборот, почему другие формы выплат связаны с существенными издержками. При этим сравпнтельш.іе выгоды и издержки должны быть тем более значимы, что, по крайней мерс, в прошлом, дивиденды в составе личных доходов облагались более высокими налогами, чем выручка от обратной продажи акций фирме, и, тем не менее, именно дивиденды получили большее распространение.*

*Авторы двух относительно недавно предложенных тсорші4\ в которых предпринимается попытка объяснить, как происходит выбор между дивидендами и выкупом акций, исходят из предположения о том, что менеджеры владеют информацией, недоступной для рядовых держателей акций. Они могут использовать эту внутреннюю информацию, прибегая к выкупу акций тогда, когда это выгодно им самим, а не акционерам. И в там, и другом случае предполагается существование определенных издержек, связанных с подобным своекорыстным использованием информации. Менеджеры сравнивают потенциальные выгоды и издержки выкупа, и если издержки оказываются больше, распределяют деньги среди акционеров путем выплаты дивидендов.*

*Подобно многим другим гипотезам, касающимся дивидендной политики предприятий, теории, объясняющие выбор между выплатой дивидендов и выкупом акций, возникли совсем недавно и поэтому серьезной эмпирической проверке пока не подвергались. Что же касается выбора между обычными и особыми дивидендами, то сколько-нибудь разумных попыток объяснить его было еще меньше. Впрочем, Брпклп46приводит данные, указывающие на то, что выплата особых дивидендов служит для участников рынка менее падежным индикатором будущего изменения стоимости предприятия, нежели увеличение обычных дивидендов.*

*См., в частности, Offer A. and Thakor A. A theory of slock price response lo alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends. Unpublished ms., December І9Я5 ""'Dricklcy J.A. Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: an empirical study. Journal of financial Economics 12, August 1983,pgs 187-209*

*7. Теории соответствия дивидендном политики eocrmty акционеров (эффект клиентуры) утверждает, что компания должна осуществляй, такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров. Пели основной состав акционеров заинтересован в получении дивидендов, то менеджменту компании необходимо принимать решение о выплате дивидендов и соответствующим образом формировать дивидендную политику. В этом случае меньшинство акционеров, несогласных с практикой выплаты дивидендов, реинвестируют своп капитал в другие компании, а состав акционеров станет однородным.*

*По разным причинам один акционеры могут быть 'заинтересованы в выплате денежных дивидендов, другие - в реинвестировании прибыли. Различие ценностей среди акционеров при выборе дивидендной политики может привести к конфликту интересов и смене состава акционеров. Предприятие должно учитывал. этот фактор и строить свою дивидендную политику її соответствии с большинством голосов акционеров.*

*Различные группы акционеров, или клиентуры, предпочитают различную политику выплаты дивидендов. Например, российские акционеры предпочтут текущий доход в виде дивидендов, т.к. налог на дивиденды для них составит меньше, чем налог па прирост капитала, поэтому они будут заинтересованы в том, чтобы компания направляла на выплату дивидендов значительную долю прибыли.*

*С другой стороны, акционеры с варьирующей суммой дохода в те годы, когда он достшаег максимума, предпочитают реинвестирование, т.к. они не нуждаются в материализации капитализированного дохода. Такие акционеры полагают, что любой доллар дивидендов, подпадающий под повышенный налог (в случае, когда ставка налога на дивиденды выше ставки налога на прирост капитала), целесообразно не потреблять, а капитализировать.*

*Если предприятие капитализирует прибыль, тс акционеры, которым лужей текущий доход, будут недовольны или разочарованы. Эти акционеры получат доход от прироста капитала, но им придется нести хлопоты и затраты, продавая часть своих акций, чтобы получить наличные деньги. Другие акционеры, которые скорее копят, чем тратят дивиденды, предпочитают политику низких дивидендных выплат. Таким образом, акционерам, которым нужен текущий доход от инвестиций, нужно иметь акции предприятии с высокой долей дивидендов в прибыли. Тогда как акционерам, не нуждающимся в текущем доходе от инвестиций, следует иметь акции предприятий с низкой долей дивидендов.*

*52 Предприятия могут в определенной степени менять одну политику выплаты дивидендов на другую. Тогда те акционеры, которым не нравится новая дивидендная политика компании, продадут свои акции другим акционерам, которым они вполне подходят. Однако такой подход может оказаться неэффективным но следующим причинам:*

1. *при операциях с пенными бумагами присутствуют брокерские затраты;*
2. *акционерам, которые покупают акции, придется платить налог па реализованный доход от прироста капитала;*
3. *количество акционеров, которым поправится новая дивидендная политика компании, может стать меньше, чем при старой политике дивидендных выплат.*

*В силу этих причин менеджмент акционерного общества, как правило, неохотно меняет свою дивидендную политику, поскольку эти изменения могут заставить акционеров продать акции, что приведет к снижению их иены. Такое снижение цепы может быть кратковременным, по может оказаться и долгосрочным. Если количество акционеров, привлеченных попой дивидендном поли і икон невелико, то цена акции останется па достаточно низком уровне. Конечно, возможна и такая ситуация, что новая политика привлечет даже больше клиентов, чем имелось до этого. В таком случае цена акции возрастет.*

*Целый ряд исследовании подтверждает фактическое сущесиюваипе эффекта клиентуры. Однако, Миллер, Модильяни п другие ученые полагают, что какой-то конкретный тип акционеров ничуть не хуже любого другого п поэтому существование эффекта клиентуры не обязательно означает, что одна дивидендная политика предпочтительнее другой.*

*Итак, подведем итог рассмотренным выше теоретическим аспектам формирования дивидендной политики. Предприятия ежегодно выплачивают держателям акций значительные суммы. Большая часть этих выплат производится в форме обычных дивидендов. Время от времени предприятия выплачивают также особые дивиденды и прибегают к массовым выкупам акций. При повышении обычных дивидендов, а также при объявлении о выплате особых дивидендов и при выкупе акций происходит краткосрочное повышение курса акций, а при снижении регулярных дивидендов курс акций падает. Изменение размера дивидендов делает информацию, доступную лишь для*

*53 менеджеров, достоянием широкого круга инвесторов, и это приводит к изменению курса*

*акции.*

*Из различных теории влияния дивидендных выплат па рыночную пену цкцмії и благосостояние акционеров, можно заметить, что только одна из них доказывает, что такое влияние отсутствует (теория иррелевапшостн дивидендов). Дне другие теории указывают па то, что дивидендная политика пропзводна и зависит от внешних условий -состава акционеров и их менталитета (эффект клиентуры) и особенностей налогообложения (теория налоговой дифференциации). В соотвстсівип с двумя другими теориями желательно выплачивать большие дивиденды, т.к. они либо снижают риски акционеров (теория предпочтительности дивидендов), либо демонстрируют устойчивость финансового состояния и рыночных позиций акционерного общества (гипотеза сигнального содержания).*

## Приьъшь в системе финансово-экономических отношений акционерного общества

*Исследование сущности, содержания и роли прибыли в системе финансово-экономических отношении акционерной) общества необходимо потому, что без этого невозможно определить объективные условия её формирования и распределения в обосновании оптимальной дивидендной политики корпорации.*

*Прибыль является источником расширенного воспроизводства и формирования доходов государственного бюджета. Она отражает общие результаты деятельности каждою отдельного предприятия, н в этом качестве может выступать как один из показателей эффективности его работы. В макроэкономическом аспекте прибыль занимает одно из центральных мест в общей системе стоимостных инструментов и рычагов управления экономикой. Это проявляется и том, что все экономические рычаги (финансы, кредит, цепа, себестоимость п другие) прямо или косвенно связаны с прибылью.1*

*Профессор И.Л.Бланк даст следующее определение прибыли в свете современной экономической парадигмы.*

*«Прибыль представляет собой выраженный в денежной форме чистый доход предприниматели на пложенный капитал, характеризующий его вознаграждение за риск осуществлении предпринимательской деятельности, представляющий собой разницу между совокупным доходом и совокупными затратами в процессе осуществлении этой деятельности». Прибыль предприятия играет огромную роль в условиях рыночной экономики. Во-первых, прибыль представляет собой форму дохода предпринимателя, осуществляющего определенный вид деятельности. Основным побудительным мотивом осуществления любого бизнеса, его главной конечной целью является улучшение благосостояния собственников предприятия. Характеристикой этою улучшения выступает размер текущею и отложенного их дохода на вложенный капитал, источником которою является полученная прибыль. Если для собственников предприятия получение высокого уровня*

*II прибыли является вполне очевидным мотивом предпринимательской деятельности, то может возникнуть вопрос - является ли получение высокой прибыли столь же побудительным мотивом деятельности наемных менеджеров предприятия и остального ею персонала. Для менеджеров, которые не являются собственниками предприятия. прибыль является основным мерилом успеха их деятельности и сказывается на уровне их личной заработной платы. Для остального персонала уровень прибыли предприятия также является достаточно высоким побудительным мотивом их деятельности, особенно при наличии па предприятии программы участия наемных рабоишков в прибыли. Прибыльность предприятия является не только гарантом их занятости, но в определенной мере обеспечивает дополнительное вознаграждение их труда. Каїегорпя прибыли неразрывно связана с категорией капитала - особым фактором производства - и в усредненном виде характеризует пену функционирующего капитала.*

*В Российской Федерации предпринимательская деятельность также непосредственно связана с получением прибыли. Основная часть (до 60%) финансовых ресурсов в стране образуется за счет прибылен предприятий и организаций, амортизационных отчислений и налога на добавленную стоимость (НДС).3 В таблице 1.1 припедсны данные о результатах предпринимательской деятельности, прибыли российской экономики. Из данных таблицы 1.1 видно, что за 2000-2004гг. российская экономика имела неустойчивые результаты финансовой деятельности как но результатам сальдированной. так и валовой прибыли. В текущих цепах сжегодіиле показатели за эти годы колебались от 5%-ного спада до 70%-иого прироста сальдированной прибыли. Такие колебания не могут не влиять на дивидендную политику акционерных обществ. Между тем более концентрированно на дивидендную поли піку акционерных обществ влияет сумма прибыли, полученная ими без вычета убытков других предприятий. Как видно из таблицы 1.1, у прибыльных предприятий также наблюдалась за эти годы довольно-таки неустойчивое финансовое положение, что особенно видно при исчислении в реальном выражении, с учетом индекса-дефлятора ВВП. отражающею общий уровень пен в экономике. Вазовая прибыль за 2000-2(Ю4гт. в отдельные годы снижалась. В реальном выражении снижение валовой прибыли в 2001г. составило почти 15%, в 2002г. снижение этого показателя достигло 19%, и лишь в 2003-2004гг. валовая прибыль увеличивалась па 25% и 29% соответственно. При этом отношение убытков к валовой прибыли на протяжении 2000-2002гг. имело устойчивую тенденцию к повышению с 12% до 28%. Из этого можно сделать вывод, что дивидендная политика большинства российских акционерных обществ не имела устойчивой ресурсной базы.*

*В то же время нужно иметь в виду, что удельный вес прибыльных организации, по данным органов статистики, находится на весьма низком уровне (см. табл. 1.2).*

## Дивидендная политика как важнейшая часть общей финансовой стратегии акционерного общества. Факторы, влияющие па распределение прибыли

*Решения акционерного общества в области дивидендов переплетаются с другими решениями по финансированию и инвестиционными решениями. Некоторые компании выплачивают низкие дивиденды, поскольку менеджмент оптимистично настроен относительно будущего своей компании н намерен использовать чистую прибыль па цели развития. В этом случае дивиденды выплачиваются лишь в том случае, если после удовлетворения инвестиционных нужд компании остается не реинвестированная прибыль. Другие компании финансируют капвложения за счет кредитов и займов, что позволяет направлять значительную часть чистой прибыли на выплату дивидендов.*

*Дивидендная политика являемся одной из важнейших составных частей общей финансовой стратегии акционерного общества. Выше мы рассмотрели, что в научной среде до сих пор существует полемика по вопросу о влиянии дивидендной политики па 54 рыночную стоимость компании. Так, одна группа ученых считает, что решение о величине выплачиваемых дивидендов не влияет на рыночную цену акции компании и, следовательно, па ее стоимость на фондовом рынке. Вторая группа ученых утверждает, что инвесторы заинтересованы в выплате высоких дивидендов, что в свою очередь способствует повышению спроса на акции, увеличению их курсовой стоимости и, следовательно, рыночной стоимости компании. Третья группа ученых уверена, что при большем налогообложении дивидендов по сравнению с приростом капитала, компании следует минимизировать дивиденды, а всю чистую прибыль реинвестировать в инвестиционную деятельность. Только при этом условии рыночная стоимость компании может увеличиться.*

*Чистая прибыль является одним из собственных источников компании для финансирования инвестиционной деятельности. Очевидно, что при выплате дивидендов отвлекается часть собственных средств компании, что, в свою очередь, влияет на показатели структуры капитала и план капитхтовложенин компании. На практике «размер дивидендов обусловлен, прежде всего, рентабельностью предприятия, т.е. возможностью аккумуляции такого объема прибыли, который бы без ущерба для деятельности компании может быть выплачен акционерам, и только йотом - от дивидендной политики, т.е. от конкретных особенностей перераспределения полученной предприятием чистой прибыли»,49 Исходя из этого, дивидендная политика не должна препятствовать развитию и осуществлению инвестиционной деятельности, и, следовательно, будущему увеличению прибылен компании, а призвана соблюдать оптимальное сочетание между потребностями акционеров и возможностями развития деятельности компании.*

*Дивидендная политика представляет собой динамическим процесс. Для компании выбор текущей дивидендной политики в значительной степени зависит от прошлого выбора и определения политики па следующий плановый период. Внезапное изменение дивидендной политики может привести к резкому изменению цеп на акции и, как следствие, непредсказуемому изменению рыночной стоимости компании.*

*Вместе с тем, в российской действительности акционерным обществам свойственны чрезмерные перегибы. Но разным оценкам, «не менее 60-70% акционерных капиталов в России собрано в крупные и контрольные пакеты, собственники которых часто не заинтересованы в повышении рыночной стоимости предприятия, в получении доходон через дивиденды и на основе роста биржевых котировок. Наоборот, они склонны минимизировать прибыль или даже демонстрирован» убытки предприятия, искусственно отсекая часи, финансовых потоков (через цены, через разделение расчетов и т.п.), подчиняя их целям снижения нх югов, увеличения личных доходов или иным сомнительным предпринимательским задачам»/*

*С целью дальнейшего обширного исследования данной проблематики, дадим определение дивидендной политики акционерного общества.*

*«Дивидендная политики представляет собой составную часи, общей политики управлении прибылью и заключается в оптимизации пропорции между потребляемой и капитализируемой се частими с целью максимизации рыночной стоимости предприятия». Из приведенною определения вытекает, что основной целью дивидендной политики является определение пропорции между потреблением прибыли акционерами и капитализацией прибыли в целях стратегического развития предприятия, которая далеко не всегда заключается в минимизации или отсутствии выплаты дивидендов, как это часто используется в российских акционерных обществах.*

*Рассмотрим процесс разработки дивидендной политики па практике. Он включает в себя несколько этапов, которые приведены ниже:*

*1. опенка основных факторов, определяющих формирование дивидендной политики*

*2. выбор типа дивидендной политики в соответствии с финансовой стратегией предприятия*

*3. разработка механизма распределения прибыли в соответствии с избранным типом дивидендной политики*

*4. определение уровня дивидендных выплат п размера дивиденда па акцию*

*5. определение формы дивидендных выплат*

*6. оценка эффективности дивидендной политики*

## Обобщение зарубежного опыта и некоторые выводы для российской экономики

*В развитых зарубежных странах исторически сложилась богатая практика в проведении дивидендной политики. И хотя бы частичное её изучение будет весьма полезно для выработки российскими акционерными обществами наиболее эффективной дивидендной политики. 28*

*1. Дифференциации налога. її США до 1986 года только 40% доходов от прирост капитала облагалось налогом на прибыль. Таким образом, акционеру при 50%-поп предельной ставке налога па прибыль, приходилось платить 50% налога по получаемым дивидендам и лишь 20% (0,4 50%) по доходу от прироста капитала. До тех пор, пока дивиденд не реализован, т.е. акции не проданы, акционер был не обязан платить налог. Поскольку доллар, уплаченный в будущем, стоит меньше, чем доллар, уплаченный сегодня, эта налоговая отсрочка обеспечивала определенное преимущество капитализации прибыли. Теория, рассматриваемая и одном из исследовании экономистов Литценбергера и Рамасвами, получила название теории налоговой дифференциации 6 и была подробно рассмотрена в первой главе диссертационного исследования.*

*По действующему после 1986 года законодательству США, дивиденды и прирост капитхча для акционеров с высокими доходами облагаются по одной ставке, равной 28%. Тем не менее, аргументы теории налоговой дифференциации заслуживают пристального внимания. Во-первых, это важно с точки зрения исторического вклада в полемику о дивидендах. Во-вторых, прирост капитала п дивиденды во многих странах облагаются по разным налоговым ставкам. В-третьих, в законе о налоге на прибыль существуют определенные налоговые вычеты и льготы.*

*Компании могут превратить дивиденды и прирост капитала, изменяя свою дивидендную политику. Сели дивиденды облагаются более высокими налогами, чем прирост капитала, акционеры должны платить больше за акции с низким дивидендным доходом. Другими словами, они должны принять более низкую доналоговую доходность по ценным бумагам, предлагающим доход от прироста капитала, нежели доход в виде дивидендов.*

*Предположим, что акции предприятий «А» и «Б» сопряжены с одинаковым риском, которые имеют поминальную стоимость $100. Акционеры предполагают, что в следующем году акции предприятия «А» будут стоить $112.5 за штуку. Цена акций предприятия «Б» составит только $102.5 за штуку, по предполагается, что по ним будут выплачены 10%-ныс дивиденды от номинальной стоимости. Кроме того, акции предприятия «Б» продаются дешевле, чем акции предприятия «А» п поэтому предлагают более высокую доналоговую доходность - 16.38% и 12.5% соответственно. Так что совокупные допалоговые поступления по акции предприятия «Б» составляют $15.83, по акции предприятия «А» -$12.5.*

*Таблица 3.1 показывает, что акции предприятии «А» и «Б» одинаково привлекательны для акционеров, которые платят налог на дивиденды по ставке 50% и налог на прирост капитала по ставке 20% (ставки до налоговой реформы 1986 года). Каждое предприятие предлагает своим акционерам 10%-пую доходность после уплаты всех налогов. Разница между ценами на акции предприятий «А» и «Б» в точности соответствует величине приведенной стоимости дополнительных налогов для акционера, владеющего акциями предприятия «Б» (с высокими дивидендами).*

*Менеджмент предприятия «Б» может сэкономить на этих дополнительных налогах для своих акционеров, отменив десятидолларовые дивиденды н использовав высвобожденные средства для выкупа акций. Согласно теории налоговой дифференциации, текущая цена акций предприятия «Б» должна вырасти до $100, как только появится сообщение о повой дивидендном политике. Однако процедура выкупа предприятием собственных акций регулируется в США Налоговой службой, которая может увидеть в подобной дивидендной политике недобросовестную схему по уходу от налогообложения и доначислить соответствующие налоги.*

*«После налоговой реформы 1986 года, когда дивиденды и прирост капитала для акционеров с высокими доходами стали облагаться по одной ставке, принцип налоговой дифференциации стал безразличным для акционеров». Таблица 3.2 показывает, что акции предприятий «А» и «Б» одинаково привлекательны для акционеров как до выплаты налогов, так и после их уплаты. Акции обоих предприятии обеспечивают одинаковую доналоговую и после и ал ого вую доходность - 12.5% и 9.0% соответственно.*

*Таким образом, на примере налогового законодательства США, покачано, если дивиденды облагаются более высокими налогами, чем доходы от прироста капитала, предприятия предпочтут выплачивать, а акционеры - получать низкие дивиденды. 1 сли же дивиденды и доходы от прироста капитала облагаются по одинаковым налоговым ставкам, предприятию и акционерам (с точки зрения налоговой дифференциации) безразлично, в каком виде будет выплачен и получсп доход. Однако помимо этого существуют условия, при которых предпрпятпям выгодно выплачивать, а акционерам -получать высокие дивиденды. Рассмотрим их более подробно.*