

ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

В.В. Ковалев

ДИВИДЕНДЫ И ПРИБЫЛЬ: ЛОГИКА ВЗАИМОСВЯЗИ

Дивидендная политика являет собой область неразгаданных тайн с множеством вопросов, причем ответы на ряд из них весьма спорны либо не получены вовсе; более того, некоторые вопросы еще ожидают своей постановки.¹

М. Розефф, американский экономист

Дивиденды — их уровень, динамика и стабильность выплаты — представляют собой один из значимых факторов управления экономическим потенциалом фирмы, ее финансовыми возможностями, инвестиционной и контрагентской привлекательностью. Ввиду своей исключительной важности порядок начисления и выплаты дивидендов в определенной степени регулируется в законодательном порядке. Так, в ст. 42 первой версии Федерального закона «Об акционерных обществах» (от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ) указывалось, что «дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества за текущий год». В действующей версии Закона (от 7 августа 2001 г. № 120-ФЗ) упомянутая статья представлена уже в следующем варианте: «Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества». Хотя прошло уже достаточно много лет, глубинный смысл сделанной корректировки до сих пор осознается далеко не всеми специалистами; как следствие этого — не всегда корректная трактовка соотношения между прибылью и дивидендами. Пояснению соответствующей проблемы как раз и посвящена настоящая статья.

Дивидендная политика, как и управление структурой капитала, оказывает существенное влияние на положение компании на рынке капитала, в частности на динамику

Валерий Викторович КОВАЛЕВ — д-р экон. наук, профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента экономического факультета СПбГУ, член Методологического совета по бухгалтерскому учету при Минфине РФ, член Президентского совета Института профессиональных бухгалтеров России. Окончил ЛГУ (1972) и аспирантуру в Ленинградском институте советской торговли (1984). Основные направления научных интересов — учетно-аналитические аспекты управления финансами фирмы и проблемы конвергенции моделей бухгалтерского учета.

© В.В. Ковалев, 2006

ку цены ее акций. Дивиденды представляют собой денежный доход акционеров и в определенной степени сигнализируют им о том, что фирма, в акции которой они вложили свои деньги, работает успешно. Дивиденды начисляются с определенной периодичностью и в сознании рядового инвестора связываются, как правило, с заработанной фирмой прибылью. В этом контексте упрощенную схему распределения прибыли отчетного периода можно представить следующим образом: часть прибыли выплачивается в виде дивидендов, оставшаяся часть реинвестируется в активы компании. Не изъятая собственниками часть прибыли является внутренним источником финансирования деятельности компании, поэтому очевидно, что дивидендная политика существенно влияет на размер привлекаемых компанией внешних источников финансирования. Если фирма динамично развивается, ей требуется все больший объем ресурсов. В подавляющем большинстве случаев фирма испытывает если не хронический дефицит денежных средств, то их определенную нехватку, а потому периодическое масштабное изъятие средств в виде дивидендных выплат вызывает необходимость поиска альтернативных источников финансирования. Поскольку все долгосрочные источники платны, причем их стоимость варьирует, дивидендная политика с очевидностью сказывается на средневзвешенной стоимости капитала, а следовательно, и стоимости (ценности) фирмы. Приведенные рассуждения носят самый общий характер; с позиции и теории, и практики ситуация несколько сложнее.

Прежде всего, подчеркнем, что олицетворять в полном объеме прибыль и дивиденды нельзя — это, уже с формальных позиций, наглядно демонстрируется бухгалтерским балансом. Прибыль — это источник финансирования, отражаемый в пассиве баланса, величина которого даже в отношении конкретного отчетного периода может весьма существенно варьировать.² Дивиденды (в наиболее яркой форме) — это денежные средства, выплачиваемые собственникам фирмы и, как известно, отражаемые в активе баланса. Иными словами, это близкие, в чем-то, как мы увидим ниже, взаимосвязанные категории, но далеко не тождественные друг другу и не находящиеся в отношениях взаимопоглощения. Рассмотрим эту проблему более подробно.

Вначале введем следующее определение. Под *дивидендом* мы будем понимать часть имущества акционерного общества, изымаемую его акционерами пропорционально их долям в уставном капитале в размере, не превышающем совокупного объема не изъятый ранее чистой прибыли. Как видим, в таком определении дивиденд и прибыль отчетного периода никоим образом не уравниваются друг с другом — связь между ними гораздо более тонкая, а смысл ее заключается в следующем.

Если абстрагироваться от формально-правовых аспектов в отношениях между фирмой и ее собственниками и рассматривать лишь экономическую природу дивидендной политики, то можно представлять дивиденд как регулярное вознаграждение, выплачиваемое фирмой собственнику за пользование предоставленным им капиталом. И здесь надо иметь в виду ряд ключевых правил.

Правило 1. Дивиденды могут быть начислены и выплачены по итогам некоторого периода (чаще всего базисным периодом служит год). Данное правило говорит о том, что дивиденд как своеобразное вознаграждение учредителям (собственникам) фирмы за пользование их капиталом в принципе может быть выплачен по итогам произвольно взятого периода. Однако в силу ряда достаточно очевидных обстоятельств период, во-первых, унифицируется и, во-вторых, не предполагается слишком непродолжительным. Поэтому обычно подразумевается годовая периодичность начисления дивидендов, хотя возможно и более частое их начисление. Так, в британских фирмах начисление и вып-

лата дивидендов обычно осуществляются дважды в год: сначала выплачиваются промежуточные дивиденды (*interim dividends*), затем — окончательные дивиденды (*final dividends*). Известная транснациональная корпорация «BP p.l.c.» (бывшая «British Petroleum») выплачивает дивиденды с 1917 г. ежеквартально в марте, июне, сентябре и декабре. Согласно российскому законодательству, акционерное общество вправе объявлять о выплате дивидендов по итогам первого квартала, полугодия, девяти месяцев или финансового года в целом. Срок и порядок выплаты дивидендов определяются уставом акционерного общества или решением общего собрания акционеров; срок выплаты не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате дивидендов.

Правило 2. Начислению дивидендов за базисный период должно предшествовать подведение итогов работы за этот период, т.е. выведение конечного финансового результата — чистой прибыли (очевидно, что в итоге исчисляется не только прибыль отчетного периода, но и в том или ином виде фиксируется вся «заработанная» ранее и не изъятая из фирмы прибыль). Обычно говорят о финансовом годе как о базисном периоде. Уместно заметить, что существуют две трактовки этого понятия.

Согласно первой трактовке, под финансовым годом понимается фискальный год, т.е. промежуток в 12 месяцев, за который исчисляется размер задолженности фирмы по налогу на прибыль. В большинстве стран фискальный и календарный годы совпадают, но есть и другие варианты. Так, в Великобритании фискальный год продолжается с 6 апреля по 5 апреля следующего года; в Гонконге — с 1 апреля по 31 марта; в ЮАР — с 1 марта по 28 (29) февраля.

В рамках второй трактовки финансовый год понимается как двенадцатимесячный период, по истечении которого подводятся итоги работы, исчисляется окончательный финансовый результат и составляется публичная финансовая отчетность. Во многих странах публичная отчетность составляется по истечении календарного года. Однако известны и другие варианты. Так, большинство британских компаний составляют отчетность в привязке к фискальному году, т.е. периоду, за который исчисляется налог на прибыль. Есть и отклонения от этой традиции: так, известная корпорация «Manzies Group», оказывающая, в частности, услуги в грузовых авиаперевозках, составляет отчетность на начало мая. Подоплека такого явления понятна: отчетность ориентирована на пользователей; содержимое публичной отчетности регулируется рекомендательными бухгалтерскими стандартами, а период, за который составляется эта отчетность, в принципе может выбираться фирмой по своему усмотрению. Заметим, что в нашей стране, с одной стороны, подобной вольности нет, а с другой стороны, ситуация предельно упрощена и стандартизована — фискальный (финансовый) и календарный годы совпадают; по итогам года и должна быть составлена отчетность.

Правило 3. Предполагается, что потенциал предприятия после начисления и выплаты дивидендов по итогам отчетного периода не должен уменьшиться по сравнению с его значением на начало периода (это означает запрет на «проедание» капитала, а смысл запрета в следующем: на вознаграждение можно тратить лишь излишек над изначально вложенной суммой капитала). Безусловно, собственники фирмы имеют право понижать уровень уставного капитала, однако в контексте дивидендной политики обсуждаемое правило несет принципиально иную смысловую нагрузку: недопустима регулярная и, если хотите, не вполне осознанная трата уставного капитала и других нераспределяемых фондов и резервов на цели потребления, поскольку подобное действие приводит к повышению финансового риска, олицетворяемого с данной фирмой, и ущемлению прав сторонних лиц (кредиторов и лендеров).

Правило 4. Относительно источников формирования дивиденд связан с общей чистой прибылью, а не с финансовым результатом отчетного периода. Смысл данного правила достаточно очевиден. Решение о том, изымать ли часть ресурсов фирмы в виде дивидендов или не делать этого, собственники принимают исходя из элементарной целесообразности: если фирма приносит устраивающую (в сравнении со среднерыночной) собственников доходность, то без крайней нужды изымать ресурсы из нее неразумно — напротив, нужно наращивать генерирующие мощности фирмы. А потому вполне реальна ситуация, когда собственники предпочтут реинвестирование прибыли ее изъятию. Однако «завтра» ситуация может измениться и собственники будут пересматривать свое решение относительно целесообразности оставления ранее наработанного потенциала. Поэтому не исключено, что они примут решение изъять ранее неизъятые, оставив фирму, например, в границах того потенциала, который был определен ими при создании фирмы. Иными словами, видно, что, обсуждая вид и размер источника начисления дивидендов, с формальных позиций следует иметь в виду всю неизъятую ранее прибыль фирмы. Здесь, правда, необходимо помнить об одном весьма важном обстоятельстве.

Дело в том, что демонстрация реинвестированной прибыли в отчетности и ее рост в динамике являются положительным сигналом потенциальным инвесторам и кредиторам — растет капитал собственников фирмы, укрепляется ее финансовая независимость, увеличивается ее резервный заемный потенциал.³ Однако изъятие части ресурсов фирмы в ходе начисления и выплаты дивидендов, осуществляемое без какого-либо согласования со сторонними лицами, безусловно, имеет обратный эффект — качество обеспечения интересов лендеров и кредиторов снижается. А потому должны быть предусмотрены некоторые ограничители, в известном смысле противодействующие подобным действиям. Формальным ограничителем является подразделение капитала собственников на распределяемые и нераспределяемые фонды: первые разрешается использовать в качестве источника дивидендов, вторые ни в коем случае не могут быть использованы для этой цели. Неформальные ограничители проявляются в разумности дивидендной политики, обусловленной заключенным в ней сигнальным эффектом, смысл которого заключается в следующем: любые резкие изменения размера дивидендов, особенно в сторону их понижения, равно как и нестабильность и непредсказуемость дивидендной политики, могут иметь весьма негативные последствия даже для самого факта существования фирмы.

Заметим, что третье и четвертое правила имеют давнюю историю. В частности, в Англии уже к началу XVIII в. законодательство предусматривало два ключевых ограничения в отношении дивидендов: 1) правило недопущения эрозии капитала (*Capital Impairment Rule*) и 2) тест корректности прибыли (*Profits Test*).⁴ Суть первого ограничения заключается в следующем: дивиденды не могут выплачиваться в том случае, если эта выплата приведет к уменьшению вложенного собственниками капитала; смысл второго — сумма дивидендов ограничена сверху суммарной величиной текущей и реинвестированной прибылей.

Правило 5. Суверенное право распоряжения прибылью как частью капитала фирмы принадлежит ее собственникам, а потому в принципе они вольны в своем решении относительно а) размера дивидендов (в рамках совокупной прибыли) и б) момента их изъятия. Заметим, что речь идет о праве распоряжения именно капиталом, но не активами фирмы; право собственности на последние принадлежит фирме как самостоятельному юридическому лицу, действующему на рынках продукции и факторов производства обособленно от своих собственников.

Сформулированные правила свидетельствуют, помимо прочего, о том, что начисление и выплата дивидендов — это достаточно неочевидная задача, связанная с изменениями в экономическом потенциале фирмы и отражающаяся не только на текущем, но и на будущем ее положении (например, в связи с необходимостью восполнения из других источников потраченных на выплату дивидендов средств). Поэтому-то и существует понятие «дивидендная политика» как совокупность действий по нахождению компромисса между необходимостью вознаграждения собственников, с одной стороны, и обеспечения финансовых потребностей фирмы — с другой.

Пояснение сути проблем, возникающих в ходе реализации дивидендной политики, и появляющихся при этом обязательств и вариантов их исполнения будем сопровождать числовым примером о фирме «Альфа», которая имеет по итогам отчетного года следующий баланс (табл. 1).

Таблица 1

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа» по итогам года
(до распределения прибыли), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Прибыль отчетного года	600
производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
денежные средства	400		
<i>Баланс</i>	8800	<i>Баланс</i>	8800

Предположим для наглядности, что этот баланс составлен по итогам первого года работы фирмы (т.е. у фирмы нет нераспределенной прибыли прошлых лет); экономика стабильна, инфляции нет, амортизационных отчислений достаточно для того, чтобы поддерживать активы в надлежащем состоянии (в том числе и в смысле их обновления), минимальный остаток денежных средств на счетах фирмы не должен быть менее 50 тыс. долл. Исходя из этих предпосылок, собственники фирмы могут по-разному распорядиться заработанной прибылью: а) полностью использовать ее на выплату дивидендов; б) в полном объеме оставить ее реинвестированной в деятельность фирмы; в) часть прибыли использовать на выплату дивидендов, а оставшуюся часть оставить как источник финансирования. В вариантах а) реализуется схема простого, в б) и в) — расширенного воспроизводства.

Вариант а). Сделаем допущение о том, что дивиденды должны быть выплачены в денежной форме. После начисления дивидендов (это и есть распределение прибыли) баланс приобретет следующий вид (табл. 2).

Как видим, валюта баланса не изменилась, однако прибыль отчетного периода полностью распределена (образно говоря, вся она «пошла на выплату дивидендов»⁵) и у фирмы образовалась задолженность перед собственниками по выплате причитающегося им по итогам года регулярного дохода — дивидендов. Различие между баланса-

Таблица 2

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа»
(после начисления дивидендов), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	600
дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
денежные средства	400	Краткосрочный банковский кредит	300
<i>Баланс</i>	8800	<i>Баланс</i>	8800

ми до и после начисления дивидендов заключается в том, что во втором случае фирма как юридическое лицо взяла на себя обязательство сделать выплаты своим собственникам. Будут ли фактически сделаны выплаты — это уже другой вопрос; но дивиденды начислены и показаны в виде кредиторской задолженности в пассиве баланса.

Поскольку на счете фирмы 400 тыс. долл., а выплатить нужно 600 тыс. долл., то с учетом ограничения на минимальный остаток денежных средств на счете фирма вынуждена взять кредит в банке в размере 250 тыс. долл. (заметим, что фирма ранее прибегла к услугам банка и получила кредит в сумме 300 тыс. долл.; эти деньги вложены в активы фирмы и, естественно, не имеют отношения к потенциальным возможностям фирмы немедленно выплатить означенную сумму дивидендов: источники средств не идентичны собственно средствам). Бухгалтерский баланс фирмы после получения кредита представлен в табл. 3.

Таблица 3

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа»
(перед выплатой дивидендов), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	600
дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
денежные средства	650	Краткосрочный банковский кредит	550
<i>Баланс</i>	9050	<i>Баланс</i>	9050

Необходимые денежные средства фирмой аккумулированы, и она готова выплатить дивиденды. По окончании расчетов с собственниками баланс фирмы приобретет следующий вид (табл. 4).

Таблица 4

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа»
(после выплаты дивидендов), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	–
дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
денежные средства	50	Краткосрочный банковский кредит	550
<i>Баланс</i>	8450	<i>Баланс</i>	8450

Если вернуться к исходным условиям, т.е. к табл. 1, то несложно понять, что фирма начала отчетный год, имея валюту баланса 8200 тыс. долл. Валюта баланса после распределения прибыли увеличилась на 250 тыс. долл. из-за необходимости выплатить дивиденды в полном объеме. Иными словами, если бы фирма имела в достаточном объеме денежные средства (например, к моменту выплаты дивидендов один из дебиторов, задолженность которого была 250 тыс. долл., как раз погасил свою задолженность), то к услугам банка обращаться не нужно было бы; иными словами, в варианте а) фирма начинает второй год с тем же экономическим потенциалом, что и первый год. Вариант с погашением части дебиторской задолженности показан в табл. 5.

Таблица 5

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа»
(после выплаты дивидендов и достаточности платежных средств), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	–
производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	–
дебиторская задолженность	950	Поставщики и подрядчики	1800
денежные средства	50	Краткосрочный банковский кредит	300
<i>Баланс</i>	8200	<i>Баланс</i>	8200

Вариант б). В соответствии с этим вариантом собственники предпочитают отложенный доход доходу текущему, сиюминутному (одна из причин такового: инвестиция в фирму «Альфа» выгодна). В этом случае дивиденды не начисляются, а прибыль считается реинвестированной в активы фирмы. Баланс фирмы приобретет следующий вид (табл. 6).

Таблица 6

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа»
(после реинвестирования всей прибыли отчетного года), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Реинвестированная (нераспределенная) прибыль	600
производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
денежные средства	400		
<i>Баланс</i>	8800	<i>Баланс</i>	8800

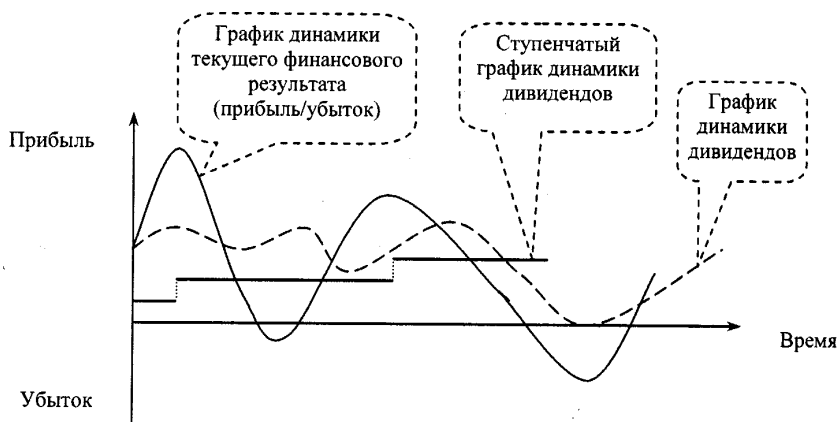
Несложно заметить, что в этом варианте актив баланса вообще не изменился, а в пассиве произошли лишь незначительные изменения (по сравнению с табл. 1): прибыль отчетного периода стала интерпретироваться как реинвестированная прибыль (с соответствующими оформляющими записями по счетам бухгалтерского учета), при этом дивиденды по итогам отчетного года начисляться не будут.

Вариант в). Предположим, что собрание акционеров приняло решение о следующем распределении прибыли отчетного года: 50% выплатить в виде дивидендов и 50% оставить в виде реинвестированной прибыли. В этом случае денег на счетах фирмы достаточно для расчетов с собственниками, получать дополнительный краткосрочный кредит не нужно, поэтому сначала будет сделано начисление дивидендов и перечисление прибыли отчетного года на счет «Нераспределенная прибыль», а затем произведена выплата дивидендов, после чего баланс фирмы приобретет следующий вид (табл. 7).

Таблица 7

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа»
(в случае реинвестирования 50% прибыли отчетного года), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Реинвестированная (нераспределенная) прибыль	300
производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
денежные средства	100		
<i>Баланс</i>	8500	<i>Баланс</i>	8500



Сравнительная динамика графиков финансового результата и дивидендов.

В рассмотренной нами ситуации следует обратить внимание на следующие ключевые моменты. Во-первых, независимо от варианта распределения прибыли экономический потенциал фирмы в результате начисления и выплаты дивидендов не уменьшался (стартовый потенциал на начало отчетного года был представлен уставным капиталом в сумме 6100 тыс. долл. и валютой баланса в сумме 8200 тыс. долл.). Во-вторых, начисление и выплата дивидендов — это не одно и то же: начисление затрагивает лишь источники средств — происходит их реструктуризация (подобные операции в бухгалтерском учете называются операциями пермутации), выплата связана с оттоком средств и затрагивает как актив, так и пассив баланса (подобные операции в учете называются операциями модификации).⁶ В-третьих, дивиденды и прибыль действительно были тесно увязаны друг с другом, что представляется достаточно логичным. Собственники имеют вполне законное право выбора между возможностью полного или частичного изъятия полученной прибыли, причем — и это очень важно — данное право относится не только к прибыли отчетного периода, но и к прибыли реинвестированной. Например, по итогам первого года собственники вообще не получали дивидендов, зато по итогам второго года часть реинвестированной прибыли решили изъять. Подобная возможность и есть элемент дивидендной политики, она должна быть предусмотрена, прежде всего, для того, чтобы управлять величиной текущих дивидендов, потенциально несущих, как известно, весьма важный сигнальный эффект. Отсюда и следует важный вывод: динамики отчетной прибыли и текущих дивидендов могут существенно различаться; общая сумма дивидендов может быть ограничена лишь суммой реинвестированной прибыли прошлых периодов и прибыли отчетного периода (рисунок).

В самом общем случае графики текущего финансового результата и дивидендов имеют волнообразный характер; различие лишь в том, что первый график может опускаться ниже оси абсцисс (фирма имеет убыток), тогда как второй график всегда располагается над осью абсцисс (он может ее касаться, если не выплачиваются дивиденды). На практике чаще всего график изменения дивидендов имеет вид кусочно-линейной функции — в течение определенного времени выплачивается некоторый стабильный уровень дивидендов, по мере накопления финансового «жирка» уровень дивидендов может быть повышен.

Из приведенного рисунка видно, что в принципе возможны ситуации, когда сумма начисленных дивидендов превышает прибыль отчетного периода; более того, возможны начисление и выплата дивидендов даже при наличии убытка в отчетном периоде (в этом случае дивиденды начисляются за счет нераспределенной прибыли прошлых лет). Подобные действия могут иметь разную подоплеку: желание избежать негативного сигнального эффекта дивидендной политики, намерение доминирующих собственников вывести свои активы из данной компании, открывшиеся варианты более перспективного вложения капитала и др. В качестве примера вспомним о компании «Сибнефть», которая объявила о выплате дивидендов за 2004 г. в размере 2,3 млрд долл., тогда как прибыль компании за этот год составила 2 млрд долл. (рыночная капитализация фирмы — около 17,5 млрд долл.).

Продолжим числовой пример. Предположим, что фирма, начав год с баланса, приведенного в табл. 7, получила за второй год работы прибыль в сумме 120 тыс. долл., а потому выходной баланс имеет следующий вид (для наглядности мы не меняем значения несущественных для нас статей — это не имеет какого-либо значения для понимания сути операций по начислению и выплате дивидендов) (табл. 8).

Таблица 8

Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа» по итогам второго года работы (до распределения прибыли), тыс. долл.

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль прошлых лет	300
производственные запасы	2200	Прибыль отчетного года	120
дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
денежные средства	220	Краткосрочный банковский кредит	300
<i>Баланс</i>	8260	<i>Баланс</i>	8260

Собственники приняли решение выплатить в виде дивидендов 150 тыс. долл. Они могут это сделать, несмотря на то, что в отчетном году фирма заработала лишь 120 тыс. долл. чистой прибыли — недостающие 30 тыс. долл. будут взяты из статьи «Нераспределенная прибыль прошлых лет» (естественно, берутся не собственно деньги — их нет в правой части баланса, а формируется источник выплаты дивидендов). Балансы фирмы начисления дивидендов и их выплаты представлены соответственно в табл. 9 и 10.

Как следует из приведенных расчетов, фирма начала второй год с потенциалом, характеризуемым такими показателями, как уставный капитал в сумме 6100 тыс. долл., капитал собственников в сумме 6400 тыс. долл. и валюта баланса в сумме 8500 тыс. долл. (см. табл. 7). По результатам распределения прибыли по итогам второго года упомянутые характеристики экономического потенциала фирмы имели соответственно следующие значения: 6100, 6370, 8470 тыс. долл. (см. табл. 10). Хотя величи-

Таблица 9

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа» по итогам второго года работы
(после распределения прибыли и начисления дивидендов), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	270
производственные запасы	2200	Задолженность по выплате дивидендов	150
дебиторская задолженность	1200	Поставщики и подрядчики	1800
денежные средства	220	Краткосрочный банковский кредит	300
<i>Баланс</i>	8620	<i>Баланс</i>	8620

Таблица 10

**Бухгалтерский баланс фирмы «Альфа» по итогам второго года работы
(после выплаты дивидендов), тыс. долл.**

Актив		Пассив	
Основные средства	5000	Уставный капитал	6100
Оборотные активы:		Нераспределенная прибыль	270
производственные запасы	2200	Поставщики и подрядчики	1800
дебиторская задолженность	1200	Краткосрочный банковский кредит	300
денежные средства	70		
<i>Баланс</i>	8470	<i>Баланс</i>	8470

на экономического потенциала фирмы (т.е. ее генерирующих возможностей), характеризующая валютой баланса, уменьшилась, это не является каким-то нарушением общепринятых правил ведения бизнеса, поскольку значение ключевой характеристики — уставного капитала, как гарантии интересов третьих лиц, не изменилось.

Итак, мы достаточно подробно рассмотрели денежные потоки в ходе реализации различных вариантов начисления и выплаты дивидендов. Можно сделать некоторые обобщения.

Источником выплаты дивидендов является чистая прибыль общества (имеется в виду как прибыль отчетного периода, так и прибыль прошлых лет, т.е. кредитовое сальдо счета 84 «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)»). Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества, которые формируются за счет чистой прибыли и, в определенном смысле, страхуют на перспективу интересы держателей привилегированных акций. Например, предположим, что в первый год функционирования общества оно получило существенную прибыль. После формирования обя-

зательных резервов возможны, в частности, следующие два варианта действий: 1) выплачены дивиденды по привилегированным акциям, а оставшаяся часть прибыли распределена между держателями обыкновенных акций; 2) выплачены дивиденды по привилегированным акциям, часть прибыли перечислена в фонд выплаты дивидендов по привилегированным акциям и уже оставшаяся часть прибыли полностью распределена между держателями обыкновенных акций. Если в следующем году общество получит убыток, то при реализации первого варианта без дивидендов останутся все акционеры, тогда как во втором варианте остается возможность выплаты дивидендов по привилегированным акциям.

Ограничение источника выплаты дивидендов совокупной чистой прибылью⁷ свидетельствует о том, что в бизнесе придерживаются правила неуменьшения экономического потенциала фирмы, предусмотренного уставным капиталом, и формируемыми фондами и резервами,⁸ которые по определению являются гарантией интересов сторонних лиц (кредиторов) и не могут быть потрачены на дивиденды.

Формирование фондов, равно как и просто реинвестирование прибыли, т.е. создание обезличенного в смысле целевого использования источника «Реинвестированная (нераспределенная) прибыль», позволяет обеспечить определенную стабильность дивидендной политики, поскольку появляется возможность выплаты дивидендов даже в те годы, когда фирма работала с убытком (в этом случае формально начисление дивидендов производится за счет нераспределенной прибыли прошлых лет); это обстоятельство чрезвычайно важно, в частности, и для обеспечения стабильности фондового рынка. Как следствие такой политики, очевидный вывод — в общем случае динамики дивидендов (по обыкновенным акциям) и текущей прибыли не совпадают; если финансовый результат может существенно колебаться (от значимой текущей прибыли к значимому текущему убытку), то дивиденды, как правило, колеблются весьма и весьма незначительно и, при наличии нераспределенной прибыли прошлых лет, могут иметь место даже в те периоды, когда фирма работала с убытком.

Дополнительным аргументом в пользу стабильности дивидендной политики является феномен «эффекта клиентуры» (*Clientele Effect*). Под «клиентурой» понимается совокупность инвесторов, по той или иной причине заинтересованных именно в данной компании. У каждой компании складывается своя «клиентура», т.е. инвесторы, которых вполне устраивает предлагаемая компанией политика в области доходов и дивидендов. Поскольку рациональные акционеры в большей степени предпочитают стабильность и определенную предсказуемость дивидендной политики, чем получение каких-то экстраординарных доходов, любые ее изменения должны делаться крайне осторожно. Значимые изменения в дивидендной политике могут привести к изменениям в составе «клиентуры», т.е. к формированию новой группы инвесторов.

Не случайно многие компании на Западе предпочитают выплачивать дивиденды даже в относительно неблагоприятные в финансовом отношении периоды. Наиболее часто встречающейся практикой является распределение среди акционеров части прибыли текущего года. Однако нередки и другие варианты. Например, корпорация «BP p.l.c.» по итогам убыточного для нее 1992 г. (убыток составил 458 млн ф. ст.) тем не менее выплатила дивиденды в размере 569 млн ф. ст.

Известны и другие весьма уникальные свидетельства отношения ряда известных компаний к выплате дивидендов. Так, «American Telephone and Telegraph Company» (AT&T), действующая на рынке связи и телекоммуникаций с 1885 г., на протяжении всей своей истории не только постоянно выплачивает дивиденды, но даже ни разу не снизила их

размера. Целый ряд американских компаний постоянно выплачивают дивиденды в течение почти 150 лет, а корпорация «Chemical New York» делает это начиная с 1827 г.⁹

Начисление и выплата дивидендов связаны с оттоком средств, т.е. с уменьшением имущественного потенциала фирмы; напротив, если дивиденды не начислены, это означает, что собственники фирмы согласились отсрочить получение текущего дохода до лучших времен и предпочли дивидендной доходности доходность капитализированную. Как результат подобной политики — реинвестирование прибыли, которое может быть целевым, когда за счет прибыли формируются определенные фонды, либо обезличенным, когда реинвестированная прибыль показывается в балансе одной строкой — «Нераспределенная прибыль». Напомним, что формирование фондов не означает некоего «откладывания денежных средств» на определенные цели, просто в системе счетов фирмы формируются специальные счета, на которые формально (т.е. в системе двойной записи) «перебрасываются» средства со счета «Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)». Происходит определенная реструктуризация пассива баланса (как это имело место в рассмотренном в начале статьи примере).

С теоретической позиции выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов: 1) влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров? 2) если да, то какова должна быть оптимальная их величина?

Утвердительный ответ на первый вопрос в принципе не вызывает сомнения — дивидендная политика, как и управление структурой капитала компании, оказывает существенное влияние на изменение благосостояния ее владельцев. Для того чтобы подтвердить эту достаточно очевидную истину, вспомним одну из основных моделей оценки акций — модель Гордона:

$$V_t = \frac{D_1}{r - g},$$

где V_t — теоретическая стоимость акции; D_1 — ожидаемый дивиденд очередного периода; r — приемлемая доходность (ставка дисконтирования); g — ожидаемый темп прироста дивидендов.

Из данного представления видно, что чем больше ожидаемый дивиденд и чем выше темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акции. Повышение стоимости акции как раз и равносильно увеличению благосостояния акционеров. Таким образом, напрашивается вывод о целесообразности наращивания величины дивиденда во времени. Однако такой вывод чересчур прямолинеен, поскольку можно рассуждать и несколько иначе.

Во-первых, в классическом смысле выплата дивидендов предполагает, что компания в этот момент времени имеет в своем распоряжении крупную сумму свободных наличных денег; очевидно, что такая предпосылка верна не всегда — более того, ситуация, когда компания испытывает нужду в наличных денежных средствах, встречается гораздо чаще, причем это не обязательно связано с неудовлетворительным финансовым состоянием. Во-вторых, выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что с позиции долгосрочной перспективы может отрицательно сказаться на последующих прибылях компании, т.е. и на благосостоянии ее владельцев. В-третьих, восполнять нехватку финансирования после оттока средств в связи с выплатой дивидендов придется путем мобилизации других источников; это потребует времени и расходов. При такой схеме рассуждений напрашивается прямо противоположный вывод — большие дивиденды невыгодны.

В теории финансов получили известность три подхода к обоснованию оптимальной дивидендной политики: 1) теория иррелевантности дивидендов (*Dividend Irrelevance Theory*), 2) теория существенности дивидендной политики («*Bird-in-the-Hand*» *Theory*), 3) теория налоговой дифференциации (*Tax Differential Theory*). Существенную характеристику этих подходов можно найти в специальной литературе.¹⁰

¹ *Rozeff M.* How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios // The Revolution in Corporate Finance / Ed. by J.M. Stern, D.H. Chew. Jr. 2-nd ed. Blackwell, 1992. P. 460.

² Уже стал хрестоматийным пример с «перекладкой» отчетности из российского формата в форматы, предписываемые Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) или американским ГААП (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP – общепризнанные принципы бухгалтерского учета), когда предприятие, показавшее значимую прибыль по российским стандартам, по стандартам, например, МСФО, вынуждено показать не менее значимый убыток; возможно и обратное: так, принципиально различные подходы в распределении по годам выручки от реализации лизингового проекта, предусматриваемые отечественными бухгалтерскими регулятивами и МСФО, приводят к абсолютному несовпадению финансового результата как в целом по проекту, так и в годовой разбивке – убыток в *k*-м году, исчисленный по российским регулятивам, может трансформироваться в прибыль, если применить МСФО (подробнее см.: *Ковалев Вит. В.* Учет, анализ и бюджетирование лизинговых операций: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2005).

³ *Резервный заемный потенциал (Reserve Borrowing Capacity)* — это способность предприятия в случае необходимости привлекать заемный капитал в требуемых объемах и на приемлемых условиях, по крайней мере не худших, чем в среднем на рынке. Нарастание объемов заемного финансирования влечет за собой повышение степени финансового риска как вероятности возникновения возможных осложнений во взаимоотношениях с лендерами и кредиторами. Например, фирма в свое время получила от банка крупный кредит на производство новой продукции, однако эта продукция не пользуется спросом, дополнительных поступлений нет, а гасить проценты и накапливать средства для возврата банку необходимо; как результат – финансовые проблемы, которые могут оказаться катастрофическими. Отсюда следует очевидный вывод – повышение доли заемного капитала в долгосрочных источниках снижает планку резервного заемного потенциала и (или) приводит к удорожанию вновь привлекаемых источников. Причем это касается как заемного, так и собственного капиталов. Единого количественного критерия оценки резервного заемного потенциала не существует. Возможность привлекать капитал от третьих лиц зависит от многих условий, три из которых являются основными: а) текущий уровень финансовой зависимости от кредиторов, б) авторитет и «имя» заемщика, в) уровень и стабильность фактической и ожидаемой прибылей. Эти три условия акцентированно выражаются следующей сентенцией: займы дают только богатым.

⁴ *The History of Accounting: An International Encyclopedia* / Ed. by M. Chatfield, R. Vangermeersch. Garland Publishing, Inc., 1996. P. 95.

⁵ Приведенный тезис об использовании прибыли на выплату дивидендов нельзя понимать буквально: денежного потока здесь еще не образовалось. Более того, саму прибыль фактически и нельзя использовать для выплаты дивидендов – это не деньги, а источник средств, причем обезличенный в плане его материального воплощения. В принципе прибыль является источником любых средств, приведенных в активе баланса; прибыль, образно говоря, «размазана» по активам.

⁶ Подробнее об операциях модификации и пермутации см.: *Ковалев В.В., Ковалев Вит. В.* Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности: Основы балансоведения. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Изд-во «Проспект», 2005. С. 54–56.

⁷ Строго говоря, не вся чистая прибыль может быть использована на выплату дивидендов; так, согласно российскому законодательству, открытое акционерное общество обязано формировать резервный капитал путем отчислений из чистой прибыли, поэтому лишь остаток может быть использован при определении величины дивидендов.

⁸ Упомянем, например, о фонде переоценки (Revaluation Fund, Revaluation Reserve), который в принципе может обособляться как самостоятельный источник в составе акционерного капитала. Этот и подобные ему фонды ни в коем случае не могут быть потрачены на выплату дивидендов.

⁹ *Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D.* Fundamentals of Corporate Finance. Richard D. Irwin, Inc., 1991. P. 521.

¹⁰ См., напр.: *Бригхем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2 т. / Пер. с англ.; Под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997; *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.