

Нужны ли дивиденды государству: опыт развитых стран

Акционерные общества с государственным участием подчиняют свою деятельность одновременно нескольким целям, выполняя обязанности регулятора по отношению к отрасли, которую представляют, реализуя государственную политику, исполняя социальные обязательства и обеспечивая приемлемый уровень прибыли на вложенный капитал.

В итоге, режим работы и механизм управления государственными компаниями отличается от обычных принципов корпоративного управления, приобретает «политический» оттенок. Проявляется толерантность к низким показателям финансовой устойчивости и рентабельности, упование на «особые рычаги воздействия» для выправления финансовой ситуации. Не все акционерные общества с государственным участием ориентируются на рыночные способы привлечения финансовых ресурсов, работают с инвесторами, заботятся о капитализации. Это выражается в труднопредсказуемости дивидендных платежей. Наличие стратегических, инфраструктурных, социальных, политических задач допускает отказ от выплаты дивидендов даже в условиях устойчивого увеличения чистой прибыли, ее направление на реализацию крупных проектов в интересах государства и т.п.

Привлекательность участия в таких обществах для частных инвесторов зависит от четко установленного порядка расчета и выплаты дивидендов, уверенности в соблюдении данных правил. Эти условия закрепляются дивидендной политикой, которая в компаниях с государственным участием с точки зрения сбалансирования противоречивых целей и интересов представляет на порядок более сложную задачу.

Директива корпоративного управления: инструкция к применению

В 2005 г. Организацией экономического сотрудничества и развития была разработана Директива корпоративного управления компаний с государственным участием (**Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises**)¹. Директива базируется на общих принципах корпоративного управления, утверждая, что присутствие государства в уставном капитале компании является **фактором риска**, который реализуется в случае неопределенности его действий как крупного акционера². Установленная политика собственника помогает избежать чрезмерной автономии компаний с государственным

¹ OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises. - Organization for Economic Co-operation and Development, 2005

участием. Для минимизации риска государство должно озвучить цель своего присутствия в бизнесе компании и следовать ей³.

Большинство стран следуют на практике требованиям Директивы. Различия между ними определяются **национальными особенностями, структурой государственной собственности и ее размерами, завершенности процессов приватизации**. Изучение зарубежного опыта дивидендной политики целесообразно рассмотреть на примере четырех групп стран (рис.1).

Рисунок 1. -Группы стран по отношению к дивидендной политике в компаниях с государственным участием



Ia. Все равны перед законом

США, Канада, Япония, Великобритания, Германия представляют группу стран с развитой экономикой и небольшой долей государственного участия в акционерных обществах в виде «сухого остатка» массовой приватизации. Например, в **США** соотношение активов государственного и корпоративного сектора составляет всего **0,4%**⁴. В руках государства традиционно остаются: железнодорожные компании, почтовые службы. (Таблица 1). Эти компании, в купе с высокой стратегической значимостью часто не представляют коммерческого интереса, а вопросы дивидендной политики не приобретают должной актуальности.

² Данная директива носит рекомендательный характер и предназначена для всех государств, имеющих доли участия в акционерных обществах не ниже блокирующей.

³ Целью может являться: поддержание свободной конкуренции в отрасли, достижение высокого уровня прибыльности бизнеса, устойчивости дивидендных выплат, обеспечение рабочими местами и т.д.

⁴ По данным Бюро статистики США (www.census.gov)

Таблица 1. Государственное участие в акционерном капитале в странах с небольшой долей государственного сектора в экономике⁵

Страна	Компании с государственным участием и их специфика
США	Национальная железнодорожная корпорация Amtrak (правительству принадлежат все привилегированные акции, обыкновенные акции не обращаются на организованном рынке, дивиденды не платятся, члены Совета директоров назначаются президентом); Навигационная компания - Tennessee Valley Authority (дивиденды не выплачиваются, компания активно выпускает т.н. «энергетические облигации»); Почтовая служба - United States Postal Service (дивиденды не выплачиваются).
Канада	Национальная радио и телевизионная компания Каанады - Canadian Broadcasting Corporation (CBC) . Совет директоров и исполнительный директор назначаются кабинетом министров; Воздушный перевозчик Air Canada .
Великбритания⁶	В начале 90-х гг. была принята новая концепция управления государственной собственностью - "Инициатива частного финансирования" (Private Finance Initiative - PFI), по которой в рамках концессионных и иных соглашений о партнерстве функции управления государственными объектами производственной и социальной инфраструктуры передавались частному бизнесу.
Япония	Почтовая служба - Japan Post , по совместительству крупнейший в мире держатель депозитов населения (28% в 2007 г.). Будучи государственным агентством, в 2003 г. прошла IPO, с целью последующей приватизации. Однако решение о сроках и способах ее проведения далось с трудом. К 1 октября 2007 г. готовится ее разделение на 4 компании с продажей частному капиталу в 2017 г.
Германия	Телекоммуникационная компания - Deutsche Telekom AG , Почтовая связь - Deutsche Post AG , Железнодорожная компания - Deutsche Bahn AG . Государство последовательно сокращает свою долю в этих компаниях и объявляет эти намерения приоритетными в политике управления государственной собственностью.

В таких странах действует равенство всех акционеров перед законом, дивидендная политика не является сферой государственных интересов.

II. Вопрос государственной важности

При большом размере государственной собственности и большом количестве акционерных обществ с государственным участием (в Норвегии на их долю на начало 2007 г. приходилось около 40% всей рыночной капитализации)⁷ вопрос дивидендной политики является национальным приоритетом (Таблица 2).

Таблица 2 - Сводная характеристика подходов к дивидендной политике стран с развитой экономикой при значительном участии государства в экономике

Подход	Централизованный	Децентрализованный	Смешанный
Компании с государственным участием	Коммерчески ориентированные - «стержень» экономики	Выполняют функции регулятора отрасли, часто социально-ориентированные	Как «стержневые», так и социально ориентированные компании
Приоритетность дивидендных выплат	Имеют приоритет, но не должны снижать финансовую устойчивость	Имеют приоритет, но не должны препятствовать выполнению социальных и регулятивных	Имеют приоритет в периоды успешной деятельности. Возможно изъятие

⁵ По данным Организации экономического сотрудничества и развития (www.oecd.org)

⁶ По данным Министерства финансов Великобритании (www.hm-treasury.gov.uk)

⁷ По данным Норвежской фондовой биржи (www.ose.no)

		обязательств	«сверхдивидендов»
Минимальный коэффициент дивидендных выплат	Установлен.	Не установлен	Установлен для «стержневых» компаний
Государственное аналитическое ведомство	Да	Нет	На уровне министерства, курирующего «стержневые» компании
Величина дивидендных выплат	В среднем более 60% от чистой прибыли	В среднем 30-50% от чистой прибыли	В среднем 50-60%

Па. Централизованная дивидендная политика (на примере Австралии, Новой Зеландии) – «одна политика-одно министерство»

Дивидендная политика компаний с государственным участием проводится министерством финансов при сотрудничестве с профильным отраслевым министерством⁸. Используются принципы приоритета дивидендных отчислений перед наращиванием собственного капитала при условии сохранения финансовой устойчивости.

Для компаний с государственным участием **устанавливается минимальный коэффициент выплаты дивидендов** (для Австралии - более **60%** чистой прибыли,⁹ для Новой Зеландии – более **50%**¹⁰). Повышение эффективности дивидендной политики связано с пересмотром структуры капитала компании, а также с поддержанием механизмов «льготного финансирования» ее деятельности в случае ухудшении финансового положения.

Критерием оптимальности структуры капитала является приближенность соотношения заемного капитала к собственному к среднему его значению по группе аналогичных компаний негосударственного сектора. В случае если данное соотношение является заметно ниже, чем по негосударственным компаниям-аналогам - проводится наращивание дивидендных выплат и возмещение образующегося дефицита источников финансирования за счет выпуска долговых обязательств, кредитов и займов. В случае если отношение заемного капитала к собственному является высоким, - проводится капитализация части дивидендных выплат (рис. 2).

Для выравнивания диспропорций в уровне конкурентоспособности используется **институт централизованных заимствований региональных органов власти**, которые размещают от своего имени облигации, обеспеченные принадлежащими им активами. Полученные средства используются для выдачи льготных кредитов компаниям с государственным участием¹¹.

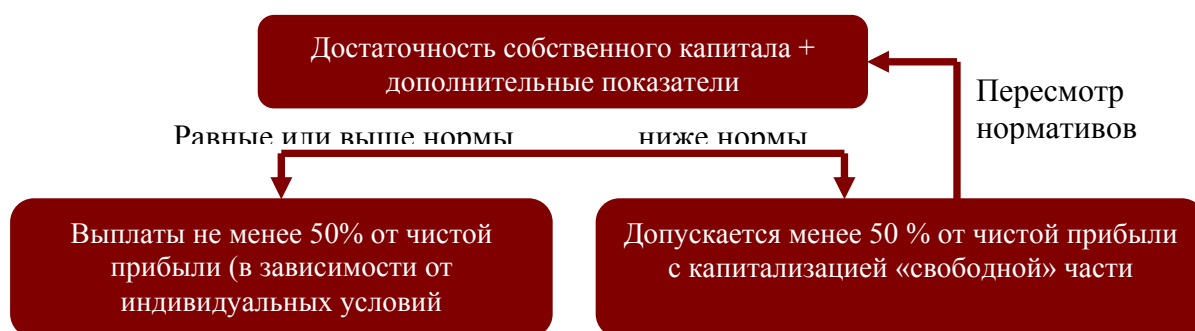
⁸ Dividend Policy Issues for Government Business. Enterprises engaged in providing water services. Report for the National Competition Council, 2002

⁹ Governance Arrangements for Commonwealth Government Business Enterprises June 1997 (<http://www.finance.gov.au>).

¹⁰ Owner's Expectation Manual (<http://www.ccmaw.govt.nz/pdfs/oem-final-version-310502.pdf>).

¹¹ Размер процентных платежей по кредитам определяется путем добавления определенного количества процентных пунктов в зависимости от уровня кредитного рейтинга каждой компании к проценту, установленному по данным облигациям.

Рисунок 2 - Определение величины дивидендных выплат



Центральное место в реализации дивидендной политики на государственном уровне занимает система корпоративного управления. **Среднесрочная программа** определяет основные параметры развития компании на период 3 года, включая минимальный коэффициент выплаты дивидендов. Программа согласуется с министерством, ответственным за реализацию дивидендной политики. За обоснованностью показателей Программы министерство «следит» с помощью **аналитических институтов**, имеющих статус государственного ведомства, ведущих систематическую работу по расчету и анализу отраслевых показателей и выдающих соответствующие рекомендации¹². Аналитическими исследованиями предваряются любые изменения в дивидендной политике государства.

Пв. Страны с децентрализованным подходом к дивидендной политике (на примере Финляндии и Норвегии) – «одно министерство – одна политика»

В общем случае, **единая дивидендная политика** на уровне государства **отсутствует**. Соответственно, не устанавливается минимальное значение коэффициента дивидендных выплат. Вопросы дивидендов решаются индивидуально на уровне **«отраслевое министерство – подведомственное ему предприятие»**. В отдельных случаях возможна унификация подходов к дивидендной политике у компаний, одного министерства. **Среднесрочная программа** утверждается на уровне предприятия, а позиция государства отражается в нем через его уполномоченных представителей в совете директоров. Данный подход отличается индивидуальным и гибким учетом интересов каждой компании. При этом величина и порядок расчета дивидендов разнятся от отрасли к отрасли, из года в год в зависимости от ситуации.

¹² В Австралии и Новой Зеландии уполномоченными органами, ведущими научную и аналитическую деятельность, являются Government Businesses and Private Financing Advice Unit и Crown Company Monitoring and Advisory Unit, соответственно.

В Финляндии воздушный перевозчик **Finnair Oyj** (относится к министерству транспорта и коммуникаций) демонстрирует коэффициент дивидендных выплат на уровне **70-80%**, при этом дивиденды выплачиваются даже в условиях убыточной деятельности¹³.

Компании, подведомственные Министерству торговли и промышленности, (**Fortum Corporation, Kemira Oyj**) имеют более определенный порядок расчета дивидендов: **40-55%** от прибыли предыдущего года вне зависимости от ситуации.

В Норвегии крупнейшая нефтяная компания - **Statoil AS (доля государства – 70,9%)** при устойчивом финансовом положении направляет на дивиденды ежегодно 45-50% чистой прибыли¹⁴. **Почта Норвегии (Posten Norge)** в соответствии с постановлениями парламента в 2003-2005 гг. отчисляла 30% от чистой прибыли на дивиденды, однако с 2006 г. размер дивидендов определяется путем умножения процентной ставки по государственным обязательствам на размер акционерного капитала компании, но не более 75% чистой прибыли¹⁵.

Ис. Страны, сочетающие централизованный и децентрализованный подход к дивидендной политике (на примере Швеции)

Единая дивидендная политика существует для крупных, стратегически значимых компаний, составляющие основу экономики. По отношению к другим группам компаний дивидендная политика носит **децентрализованный характер** и формируется на уровне отраслевых министерств (рис. 3).

Главным органом управления предприятиями с государственным участием выступает **Парламент Швеции**, которому Правительство представляет на утверждение все **важные управленческие решения** (назначение представителей государства в органы управления компании, изменение доли участия государства в ней, одобрение направлений капиталовложений, реорганизация). По результатам управления Правительство готовит годовой отчет, который утверждается Парламентом. Ответственность за оперативное управление большей частью компаний лежит на **Секретариате государственных предприятий Министерства промышленности, занятости и связи**. Другие компании находятся в сфере управления профильных министерств (рис.3).

«Оптимизация» структуры капитала компаний в виде повышения дивидендных платежей в случае недоиспользования компанией возможностей работы с заемными ресурсами в отличие от Австралии или Новой Зеландии носит несистематический характер.

¹³ State Shareholdings in Finland. Ministry of Trade and Industry, 2004, p. 11

¹⁴ <http://www.statoil.com>

¹⁵ <http://www.posten.no/Portal/English>

Парламент ежегодно принимает решения о сумме дополнительных дивидендных платежей для каждого «стержневого» предприятия с государственным участием с целью их **аккумуляции** на отдельном счете в Центральном Банке и последующего направления на цели капитальных вложений в другие предприятия с государственным участием¹⁶. В остальных случаях **вопросы дивидендной политики** решаются на уровне **отдельных министерств** без участия Правительства и Парламента.

Рисунок 3 - Организация механизма долгосрочного администрирования предприятий с государственным участием¹⁷



Какой подход ближе России?

Россия отличается значительным участием государства в стратегических, коммерчески привлекательных акционерных обществах, которые продолжают укрепляться в процессе приватизации. В таких условиях государство заинтересовано в централизованном подходе: введение единой дивидендной политики с установлением минимального коэффициента дивидендных выплат от консолидированного размера чистой прибыли¹⁸, что вызывает целый ряд опасений.

В отличие от зарубежных аналогов российские компании еще не вышли на устойчивую фазу своего развития; расширение бизнеса, реструктуризация, обновление активов вызывают

¹⁶ State ownership policy. Minister for Industry, Employment and Communications. Stockholm. - May 2005, p. 4

¹⁷ Построено на основе State ownership policy. Minister for Industry, Employment and Communications. Stockholm. - May 2005, p. 13

¹⁸ См. Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2006 N 774-р «О формировании позиции акционера - Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности».

инвестиционный «голод». Открытыми остаются вопросы перехода на МСФО¹⁹, бумажной прибыли, денежного обеспечения дивидендных платежей материнской компанией и т.д.²⁰. Отсутствуют необходимые организационные условия: оптимальный для стран с развитой экономикой минимальный коэффициент дивидендных выплат - 40-60% выглядит угрожающе; на государственном уровне нет централизованной аналитической системы; корпоративное управление в большинстве госкомпаний оставляет желать лучшего.

Немедленное внедрение централизованной дивидендной политики вызовет периодические дисбалансы в финансовых потребностях компаний и дивидендных обязательствах, что в свою очередь повысит расходы бюджета на их финансовую поддержку, приведет к мультипликации экономической неэффективности. С этой точки зрения смешанный подход выглядит более обоснованным. Единую дивидендную политику лучше апробировать на уровне однородной группы подготовленных для этих целей крупных компаний, проводя нововведение постепенно, выстраивая аналитическую систему, «нащупывая» оптимальный минимальный коэффициент дивидендов. Переход же к централизованной дивидендной политике будет следующим шагом, выполненным в подготовленных для этого внешних и внутренних условиях.

¹⁹ Методика подготовки консолидированной отчетности по РСБУ на законодательном уровне отсутствует

²⁰ Не случайно затягивается принятие разработанной МЭРТ методики расчета и выплаты дивидендов в компаниях с государственным участием.