

Мицкевич Андрей Алексеевич —

кандидат экономических наук, доцент Высшей школы финансов и менеджмента Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.

Литвиненко Михаил Иванович —

кандидат экономических наук, доцент Высшей школы финансов и менеджмента Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.

Andrey A. Mitskevich —

Russian Academy of National Economy and Public Service under the President of the Russian Federation.

Mikhail I. Litvinenko —

Russian Academy of National Economy and Public Service under the President of the Russian Federation.

Дивидендная политика госкорпораций: агентский конфликт

Дивидендная политика (ДП) в СССР была проста: все в госкотел, а там разберемся. Дивидендная политика госкорпораций в современной России кажется такой же простой: 50% прибыли в «закрома Родины», а с остальным — разбирайтесь сами.

Однако дьявол в деталях: 50% какой прибыли — по МСФО или по РСБУ? Как ее считать? Как ее планировать и контролировать? Ведь в финансовой теории и практике хорошо

известно, что прибыль весьма волатильный и манипулируемый показатель. Достаточно ли средств, оставшихся в распоряжении госкорпорации, на развитие?

Кроме государства у госкорпораций появились и частные собственники. Они рассматривают госкорпорацию как отдельную сущность и заинтересованы прежде всего в дивидендах. В общем случае у государства система интересов сложнее, многие госкорпорации как вступают в самые разные отношения

УДК 334.72

В статье рассматривается, каким образом дивидендная политика провоцирует или сглаживает потенциальные или открытые конфликты интересов частных инвесторов, государства и менеджмента госкорпораций. Лозунг сегодняшнего дня — «даешь в дивиденды 50% прибыли» — был бы не таким страшным для частного инвестора, если бы не было проблем счета этой самой прибыли. Прибыль должна считаться по МСФО или по РСБУ? Какие корректировки должны применяться к бухгалтерской прибыли? Прибыль в группе компаний считать по консолидированной отчетности или по отчетности головной компании? Как учитывать инвестпрограмму: опять лоббирование или алгоритм, обязательный для всех?

Кроме этого в статье рассматриваются другие вопросы корпоративного управления: как привлечь частных инвесторов к участию в капитале госкорпораций и как обеспечить их интересы; каким должно быть участие частных инвесторов в корпоративном управлении; какими должны быть КПЭ дивидендной политики и дивидендная политика как фактор мотивации топ-менеджмента.

Ключевые слова

Дивидендная политика, государственные корпорации (госкорпорации, акционерные общества с государственным участием), ключевые показатели эффективности (КПЭ), агентский конфликт в госкорпорациях, конфликт интересов частных инвесторов и менеджмента госкорпораций.



между собой, так и подчиняются ведомствам, у которых свои цели. Хотя в период «новой экономической реальности» и государство взяло прицел на дивиденды. Еще в прошлом году оно требовало не менее 25% прибыли, а с 2016 г. уже не менее 50%. В долгосрочной перспективе государство и частных акционеров должно интересовать устойчивое развитие госкорпораций, в краткосрочном периоде — своевременное получение налогов и получение максимально возможной суммы дивидендов.

ДП является частью более широкой проблемы повышения управляемости госсектора экономики наряду с целевым планированием, системой ключевых показателей эффективности (КПЭ), управлением инновациями, нормированием вознаграждения топ-менеджмента и многими менее крупными проблемами. Именно поэтому ДП должна вписываться в более широкий диапазон решений, чем решения с позиций частного инвестора. Хотя большая часть вопросов ДП все равно остается общей для государства и частного.

Dividend Policy of State Corporations: Agency Conflict

The article examines how the dividend policy provokes or smoothes potential or open conflicts of interests of private investors, the state and the state corporations management.

The slogan of today — “50% of profit — in dividends” — would not be so terrible for a private investor, if there were no problems with calculating this very profit. Should the profit be counted according to IFRS or RAS? What adjustments should be applied to accounting profit? Should the profit in the group of companies be calculated according to the consolidated reporting or to the reporting of the parent company? How to take into account the investment program: again lobbying or algorithm, mandatory for all?

Besides, the article examines other issues of corporate governance: how to attract private investors to participate in the state corporations capital and how to ensure their interests; what should be the participation of private investors in corporate governance; what should be KPI of the dividend policy and dividend policy as a motivation factor for top management.

Keywords

Dividend policy, state corporations (joint-stock companies with state participation), key performance indicators (KPI), agency conflict in state corporations, conflict of interests of private investors and state corporations management.

Рассмотрим основные проблемы более подробно.

Прибыль должна считаться по МСФО или по РСБУ?

Страна постепенно переходит на МСФО, и в будущем острота этого вопроса будет снижаться. У нефинансистов возникает вопрос: а почему прибыль по МСФО существенно отличается от прибыли по РСБУ? Что из этого следует? Не будет ли нанесен ущерб госкорпорациям за счет перехода в дивидендной политике на МСФО или, наоборот, на РСБУ? В большинстве госкомпаний базой начисления дивидендов является МСФО.

Вариантов решения проблемы немного.

Перейти на МСФО, обязав госкорпорации (и не только их) вести учет и формировать отчетность по МСФО на уровне требования закона. Это решение кажется самым привлекательным, но практически нереализуемым, так как «родовая травма» российской системы бухгалтерского учета — ориентация на первоочередное удовлетворение информационных потребностей налоговых органов и связанное с этим превалирование так называемого юридического направления в развитии учета — не может быть быстро преодолено как по объективным, так и по субъективным (что важнее) причинам. МСФО же базируется исключительно на экономической трактовке факта хозяйственной жизни при его отражении в отчетно-

сти. Но это в будущем, и весьма далеко. А как действовать сегодня?

Максимум из прибыли по МСФО и по РСБУ. Интересно, почему максимум, а не минимум? Потому что сегодня очень нужны деньги? Аргументов в широкой дискуссии пока нет.

Вообще уйти от прибыли как образующего дивиденды показателя: перейти на денежный поток. Почему в мировой практике доминирует образование дивидендов в долях от прибыли? Да потому что прибыль есть прирост богатства, говоря бухгалтерским языком, прирост собственного капитала компании, то есть капитала собственников. Делиться приростом богатства логично, а денежный поток не отражает в общем случае прироста богатства. Поэтому, заплатив, к примеру, 10% от него, можно нанести ущерб компании, ее акционерам.

Вывод следующий. Все решения на сегодня несовершенны, и надо ускорить переход на МСФО.

Предлагаем более мягкий вариант: информация о финансовых результатах, формируемая в соответствии с РСБУ, нерелевантна для принятия решений при формировании и осуществлении ДП ГК.

Тем более что с 2012 г. (гораздо раньше) этот магистральный путь провозглашен в России в целом, а не только в рамках дивидендной политики. Желательно осуществить переход на выплату дивидендов госкомпаний по МСФО не менее чем с трехлетним периодом планирования со стороны государства.

Как именно должна считаться прибыль?

Методические рекомендации по разработке дивидендной политики в акционерных обществах с государственным участием (утверждены приказом Росимущества от 29 декабря 2014 г. № 524) базой для расчета дивидендов определяют «чистую прибыль по консолидированной отчетности группы с учетом доли в прибыли зависимых и совместно контролируемых обществ без учета доходов и расходов, полученных от переоценки финансовых вложений, положительных курсовых разниц



➤ Кроме государства у госкорпораций появились и частные собственники. Они рассматривают госкорпорацию как отдельную сущность и заинтересованы прежде всего в дивидендах.

и прочих нерегулярных (разовых) неденежных составляющих чистой прибыли, составленной по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) или по Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО)». Что это значит?

«Без учета положительных курсовых разниц» означает, что часть прибыли, полученная за счет положительных курсовых разниц, не включается в дивидендную базу. (1) «Отрицательные курсовые разницы» включаются в дивидендную базу и уменьшают выплаты дивидендов, тем самым защищая общества от чисто рыночных потерь. (2) Увеличение нераспределенной прибыли за счет нераспределения положительного эффекта от изменения валютных курсов демпфирует для общества последующие «отрицательные курсовые разницы».

«Без нерегулярных (разовых) неденежных составляющих чистой прибыли». С ними все

понятно. Нерегулярные составляющие чистой прибыли исключаются из всех «приличных» формул прибыли (ЕБИТДА и др.). Неденежные составляющие чистой прибыли — амортизация, расходы по созданию резервов, результат обесценения основных средств и другие, как правило, являются нерегулярными.

Консолидированная отчетность или отчетность головной компании?

«Обычная» крупная госкорпорация обрастает множеством дочек (ДЗО) и может перекидывать прибыль с головной фирмы на ДЗО. А частные инвесторы (иногда и государство тоже) владеют только акциями головной компании, поскольку именно ее акции обращаются на рынке. Соответственно и 50% прибыли могут обратиться в реальный ноль. Решение очевидно: консолидированная отчетность вместо манипулирования отчетностью дочерних обществ в целях минимизации выплат дивидендов [1]. Тем не менее, поскольку ответственность обществ по этому пункту не обозначена, нарушения пока носят массовый характер, особенно в случае заинтересованности менеджмента в минимизации дивидендов и максимизации управленческой ренты. В качестве одного из возможных решений требуется обеспечить формирование достаточных финансовых ресурсов в головной компании (с учетом текущих законодательных ограничений) для выплат дивидендов в соответствии с пожеланиями акционеров.

Размышления бухгалтера

Само по себе то, что предлагает приказ Росимущества от 29 декабря 2014 г. № 524, есть бред с точки зрения здравого смысла бухгалтера, а именно: нельзя распределить «чистую прибыль группы» по одной простой причине. Распределение прибыли происходит на собрании акционеров, то есть собственников конкретного юридического лица, которое имеет свою прибыль. А чистую прибыль группы нельзя распределить в принципе, так как группа не является юридическим лицом. Понятие группы дается, например, в МСФО (IFRS) № 10 «Консолидированная финансовая отчетность». Так, в соответствии с этим стандартом «группа — это материнская организация и ее дочерние организации». Иначе говоря, «группа» — это некое

виртуальное образование из двух (как минимум) самостоятельных (!) юридических лиц, акционеры каждого из которых обладают эксклюзивными правами при распределении прибыли. Другое дело, что если у госкорпорации есть ДЗО, то ГК может предварительно изъять 100% чистой прибыли (а может и не изъять), а затем распределить свою чистую прибыль плюс прибыль ДЗО. Еще раз: чистая прибыль группы есть виртуальная величина, рассчитанная в соответствии с МСФО (IFRS) № 10 «Консолидированная финансовая отчетность», ее нельзя распределить. Распределять можно только прибыль дочерней компании (как отдельного юридического лица) и материнской компании (тоже как отдельного юридического лица).

Динамика дивидендных выплат госкомпаний

Динамика дивидендных выплат госкомпаний — важный показатель с позиций как макроэкономики, так и корпоративного управления (особенно в части дисциплины соблюдения разнообразных и иногда противоречивых указаний сверху). В отношении к консолидированной прибыли по МСФО показывает тенденцию к постепенному увеличению выплат. В 2015 г. доля дивидендных выплат составила в среднем 54,9% от прибыли РСБУ (без учета Сбербанка — 20%).

Только в последние годы доля дивидендных выплат по МСФО российских ПАО с госучастием стала сравнима, а по отдельным обществам даже выше, чем у крупных зарубежных компаний. И это уже само по себе достижение.

Выплаты дивидендов российскими ПАО с госучастием с 2011 г. постепенно увеличиваются и приближаются к крупным мировым аналогам (см. таблицу).

Инвестпрограмма или прибыль?

Сообщающиеся сосуды... Пожалуй, это самый важный и сложный вопрос, на который нельзя дать однозначный ответ. Комитеты совета директоров и сами советы директоров ПАО с госучастием недостаточно вовлечены в практическое формирование инвестиционной полити-

Доля дивидендов от прибыли по МСФО за 2011–2015 гг., %*

ПАО	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Ростелеком	40,4	25,0	37,0	25,2	118
Алроса	28,1	25,1	35,0	46,1*	50
Газпром	16,2	12,0	15,0	107,2	24
Транснефть	1,5	2,7	5,2	5,0	9
Интер РАО	0,0	0,0	0,0	1,4	8
ФСК ЕЭС	0,0	0,0	0,0	16,5	38
РусГидро	8,0	25*	26,5	23,6	48
Россети	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Роснефть	24,8	25,0	24,8	25,0	35
Башнефть				46,5	49
Аэрофлот	13,0	18,7	34,6	0,0	0
Банк ВТБ	10,3	17,4	14,8	439,0	309
Итого	15,6	14	17	48	29

* При отрицательной прибыли по МСФО указывается по РСБУ.

➤ В прошлом году доходы топ-менеджеров в «нефтегазе» и энергетике зачастую росли абсолютно независимо от того, какой финансовый результат получили руководимые ими компании.

По идее, совет директоров должен обеспечивать гармонизацию стратегических планов общества и долгосрочных и краткосрочных интересов акционеров, делая так, чтобы уровень потенциальной доходности и качество управления рисками при реинвестировании прибыли приводили к увеличению рыночной стоимости бизнеса и увеличению прибыли в дальнейшем. Если реинвестирование не удовлетворяет таким условиям в текущем периоде, соответствующая часть прибыли должна выплачиваться в виде дивидендов. На практике такой подход, хотя он и закреплён в распоряжении Правительства РФ от 29 мая 2006 г. № 774-р, как представляется, не используется в полной мере в ПАО с госучастием. С учетом инфраструктурной и социальной роли ряда ПАО, думается, необходимо еще наладить более действенный контроль обеспечения эффективности при формировании инвестиционных программ с ограничением планово-убыточных инвестиций в максимально возможном объеме.

Максимизация прибыли компании в среднесрочном периоде или рост рыночной капитализации

Рост капитализации в совокупности с ростом дивидендов приводит к увеличению совокупной доходности для акционеров, выражаемому показателем TSR: *Общий акционерный доход в процентах = (Цена акции в конце периода – Цена акции в начале периода + Дивиденды, выплаченные в течение периода / Цена акции в начале периода) × 100%*.

Он включен в рекомендуемые государством КПЭ под первым номером, но далеко не всегда попадает в системы КПЭ госкомпаний. Тем не менее, в 2015 г. большинство российских ПАО с госучастием внедрили КПЭ, в состав которых входят TSR и другие показатели доходности, хотя вес данного показателя в си-

стеме мотивации высшего менеджмента, как представляется, не всегда достаточный (в том числе с учетом отсутствия долгосрочных систем мотивации).

Дивидендная политика как фактор мотивации топ-менеджмента

Совокупная акционерная доходность (TSR) за рубежом является основным ключевым показателем эффективности (КПЭ) долгосрочных программ мотивации и часто для годового вознаграждения целевые значения устанавливаются по аналогам. Система КПЭ, основанная на TSR и других индикаторах доходности, была внедрена в госкомпаниях уже в 2014 г. Вес TSR в системах мотивации госкомпаний, как правило, 10–15%. Он обычно считается недостаточным. Не согласимся. Прибыль, дивиденды — это краткосрочные, годовые показатели. Они сильно зависят от конъюнктуры. Менеджмент отвечает и за нефинансовые показатели. Следуя напрямую советам классиков сбалансированной системы показателей (ССП), можно сделать вывод, что вес последних не менее 50%. А потому и относительный вес TSR в финансовой составляющей удваивается (20–30%), что вполне достаточно для краткосрочной и только дивидендной составляющей, когда есть еще и выручка, EBITDA, управление затратами и рабочим капиталом. Так что практика уже сегодня правильно поставила приоритеты.

К сожалению, менеджмент в нашем госсекторе склонен воспринимать вверенные ему корпорации как некую «вещь в себе», забывая, что цель любой компании (не важно, с приставкой «гос-» или без нее) — заработать деньги в интересах акционеров, главным из которых как раз и является государство. В западных и азиатских госкомпаниях, акции которых торгуются на бирже, менеджменту и советам директоров, напротив, всегда приходится ориентироваться на рост прибыли, капитализации фирмы и на размер выплачиваемых дивидендов.

Вознаграждение управленцев за рубежом четко привязано к росту стоимости акций, а обязательства по росту совокупной доходности бизнеса для акционеров (в рамках так называемой стратегии *Total Shareholder Return*,

TSR) зафиксированы в программных корпоративных документах.

В России подобной практики мало. Например, еще в прошлом году доходы топ-менеджеров в «нефтегазе» и энергетике зачастую росли абсолютно независимо от того, какой финансовый результат получили руководимые ими компании. Здесь можно вспомнить нашумевшую «суперпремию» бывшему председателю правления Русгидро за 2013 г. на фоне хронических убытков компании. Вспоминаются и премии руководству «Газпрома» по итогам 2014 г., увеличившиеся практически в два раза на фоне резкого снижения прибыли по МСФО. Это, конечно, «антирекорды», и примеров такого рода больше. Так, в «Транснефти» по итогам 2014 г. чистая прибыль по МСФО снизилась на 62%, а доходы членов правления выросли на 9%. В общем случае такое соотношение может быть оправданным, но вот оправданий наши госкомпании не предъявляют (по крайней мере общественности).

Напомним также о практическом отсутствии в госкомпаниях долгосрочных систем мотивации топ-менеджмента. Поэтому желательно учитывать TSR в системах долгосрочного премирования и принять программы среднесрочного стимулирования высшего менеджмента с учетом приоритетов ДП, в том числе путем гармонизации интересов за счет владения акциями.





КПЭ дивидендной политики

КПЭ дивидендной политики должны учитывать не только финансовые показатели, но и, например, согласование с частными акционерами и курирующими госорганами своевременность выплат дивидендов. Важным финансовым показателем может стать достаточность нераспределенной прибыли для целей развития.

Использование аналогов

В практике западных компаний установление целевых значений для TSR по аналогам или индексам биржи является нормой. В методических рекомендациях Росимущества по КПЭ TSR рекомендовано определять с учетом индексов биржи. В большинстве госкомпаний еще только предстоит опробовать такой подход. Можно отметить только систему КПЭ АК «Башнефть», где значения доходности устанавливаются исходя из аналогов. С первого взгляда ориентация на аналоги вызывает сомнения, слишком часто зарубежный опыт оказывается неприменим напрямую в нашей стране. Тем не менее на сегодняшней стадии развития отечественного корпоративного управления мы положительно оцениваем переход российских госкомпаний к практике установления дивидендов с учетом в том числе не только инвестиционных потребностей компании, но и аналогов.

Как привлечь частных инвесторов к участию в капитале госкорпораций, составляющих большую часть российской экономики, и как обеспечить их интересы?

Российское начальство взяло верный курс на привлечение частного капитала (зарубежного

в том числе), и здесь многое зависит от дивидендной политики. Крупные зарубежные компании имеют относительно высокий уровень дивидендных выплат (для многих компаний — 50–70%). Отечественная политика соответствует этому вектору развития. Спасибо кризису.

Практика выплаты промежуточных дивидендов (раз в квартал, в полгода) за рубежом больше соответствует интересам акционеров. У нас с этим пока проблемы.

➤ Пока реформирование дивидендной политики проводится «сверху», а не является результатом внутренних процессов повышения качества корпоративного управления.

Участие частных инвесторов в корпоративном управлении

Бытовой рецепт прост: договаривайтесь, и конфликты между менеджментом и всеми группами акционеров будут минимизированы. В целом система качественного корпоративного управления и должна быть нацелена на то, чтобы обеспечить акционерам сравнимый с аналогами доход, обеспечивая одновременно долгосрочное устойчивое развитие общества. Вот пример того, что договориться не всегда удается. Фонд УСП — крупнейший миноритарный инвестор «Транснефти», которому, по данным самой монополии, принадлежит около 71% привилегированных акций, или 15,5% всего уставного капитала (у государства — 100% обыкновенных акций, или 78,1% уставного капитала). По итогам 2015 г. собранием акционеров было решено потратить на дивиденды 100% прибыли по РСБУ, из них 11,52 млрд руб. — на обыкновенные акции (2077 руб. на одну бумагу) и 1,28 млрд руб. — на привилегированные (823,31 руб.). Это решение УСП оспаривает в суде, при этом указывается, что устав «Транснефти» содержит «гарантию» того, что дивиденды по привилегированным акциям (эти бумаги с фиксированной доходностью на жаргоне рынка называются «префы») будут не меньше, чем по обыкновенным акциям (в пересчете на одну бумагу), в противном случае компания должна доплатить разницу.

Вариантов институционального решения конфликтов такого рода немного. Переход на единую обыкновенную акцию, казалось бы, очень просто снимает одну из проблем: занижение дивидендов по префам. Но возможности такого перехода ограничены. Выпуская префы, компания создает себе дополнительный источник собственного капитала, получая при этом такие преимущества перед выпуском обыкновенных акций или облигаций:

- *длинные деньги*, ибо срок префов не ограничен;
- *фиксированная доходность*: из-за колебаний на рынке инвесторы боятся брать на себя акционерные риски и предпочитают синицу в руках — бумаги с фиксированной доходностью;
- *расширение кредита*: демпфирование ограничения для компании возможности взять в долг напрямую; сохранение контроля над компанией;
- *возможность конвертации*: владельцы префов имеют право поставить вопрос о конвертации своих акций в обыкновенные, если дивиденды де-факто оказались меньше по префам, чем по обыкновенным акциям. Тем самым защищаются права меньшинства, которые и представлены частными инвесторами. Напомним, что, согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах», конвертация привилегированных акций в обыкновенные акции и привилегированные акции иных типов допускается только в том случае, если это предусмотрено уставом общества, а также при реорганизации общества. Владельцы префов получают право голосовать, если не были выплачены или не в полной мере выплачены дивиденды.

Таким образом, для крупных госкомпаний выпуск только обыкновенных акций нелогичен. Тем более на основе запретительных мер государства, которое в этом случае напоминало бы слона в посудной лавке.

* * *

Известно, что один из эффективных путей построения системы КПЭ заключается в иници-

ативе снизу: дайте людям возможность самим «разработать» систему КПЭ, а затем поправьте вместе с ними полученные предварительные результаты. Как правило, одного прохода «снизу-вверх» недостаточно. Правильный процесс разработки и внедрения изменений в компаниях не быстр. Таким путем пошли и в России. Процесс разработки КПЭ, дивидендной политики запущен госкорпорациями в 2013 г. Реакция снизу получена. Ввели КПЭ достаточно быстро, опросили крупные госкорпорации. Получили обратную связь. Нужен новый цикл разработки. Сейчас самое время дать сверху новый импульс этому важному процессу в российской экономике.

Пока реформирование дивидендной политики проводится «сверху», а не является результатом внутренних процессов повышения качества корпоративного управления.

Повышение качества компонентов корпоративного управления позволит обеспечить баланс интересов частных акционеров и государства как в получении дивидендов, так и в обеспечении долгосрочного эффективного развития ПАО с госучастием, что особенно важно для госкомпаний, подготавливаемых к частичной приватизации.

Кроме того, следует отметить, что ПАО с госучастием служат в России в определенной степени ориентирами финансового рынка. Поэтому повышение качества корпоративного управления, операционной эффективности и нацеленность на долгосрочный рост ценности госкомпаний окажут благоприятное воздействие на инвестиционную привлекательность рынка в целом.

ПЭС 16162 / 30.11.2016

Источник

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (действующая редакция, 2016) [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

Reference

1. Federal'nyy zakon "Ob aktsionernykh obshchestvakh" ot 26 dekabrya 1995 g. no. 208-FZ (deystvuyushchaya redaktsiya, 2016) [The Federal Law "On Joint-Stock Companies" of December 26, 1995 No. 208-FZ (current version, 2016)]. Konsul'tantPlyus, available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/