

Абалакина Татьяна Владимировна
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
Доцент кафедры финансового менеджмента
Кандидат экономических наук, доцент
Abalakina T.V.
Financial University under the Government of the Russian Federation
Associate Professor of Financial Management Department
E-Mail: t.abalakina@yandex.ru

Абалакин Александр Алексеевич
ФГБОУ ВПО Академия гражданской защиты МЧС России
Доцент кафедры экономики, финансов и менеджмента
Кандидат экономических наук, доцент
Abalakin A.A.
Civil Defence Academy Emercom of Russia
Department of Economics, Finance and Management
E-Mail: abalakina707@mail.ru

Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании

Dividend policy and its impact on the company cost

Аннотация: В статье рассмотрены теоретические вопросы формирования дивидендной политики компании, основные подходы к обоснованию оптимальной дивидендной политики, дана характеристика научным дискуссиям о влиянии дивидендной политики на стоимость компании.

Abstract: In article theoretical questions of formation of dividend policy of the company are considered, the main approaches to justification of optimum dividend policy, the characteristic is given to scientific discussions about influence of dividend policy on company cost.

Ключевые слова: Дивиденд, дивидендная политика, акционерный капитал, прибыль, стоимость компании, государственное регулирование.

Key words: Dividend, dividend policy, share capital, profit, company cost, state regulation.

Вопросу формирования эффективной дивидендной политики в условиях рыночной экономики посвящены многочисленные научные исследования. В теоретических подходах процесс формирования дивидендной политики компании рассматривается с позиции ее влияния на рыночную стоимость компании и благосостояние собственников.

Под рыночной стоимостью компании принято понимать цену, по которой эта компания может быть продана на рынке в условиях свободной конкуренции. В большей степени эти вопросы относятся к акционерным компаниям. Рост стоимости активов компании приносит сегодня основной доход владельцам капитала. Инвесторы капитала также заинтересованы, прежде всего, в повышении рыночной цены акций. В основе максимизации рыночной стоимости акций компании лежит предположение о том, что повышение благосостояния владельцев фирмы заключается в повышении рыночной цены акций, а не в увеличении доходов в виде дивидендов. Поэтому в последнее время наблюдается устойчивый интерес и потребность в оценке рыночной стоимости компании и совершенствовании практических

инструментов ее управления, а также управления самими процессами увеличения рыночной стоимости компании. Так в теории менеджмента в последнее время возникло новое направление – концепция управления стоимостью компании.

Механизм формирования стоимости включает в себя процесс распределения чистой прибыли компании. Решение о распределении прибыли принимает совет директоров с последующим утверждением его на общем собрании акционеров. Распределение прибыли включает в себя обоснование оптимальных пропорций между средствами, направляемыми на расширение производства, формирование резервного фонда и выплаты доходов по ценным бумагам: дивидендов по акциям и процентов по облигациям. В практической деятельности принятие управленческих решений в этой области осуществляется в рамках дивидендной политики. Величина дивидендов не является постоянной и зависит от суммы прибыли и ее доли, распределяемой между акционерами. Поэтому разработка и реализация эффективной дивидендной политики является одним из важных направлений деятельности финансового менеджера и требует глубокого понимания влияющих на нее факторов, а также взаимосвязей с другими управленческими решениями.

Формирование дивидендной политики имеет свои особенности для конкретной компании, однако можно выделить общие этапы:

- выбор вида дивидендной политики в соответствии с разработанной стратегией развития;
- определение условий и формы выплаты дивидендов;
- оценка эффективности дивидендной политики.

В экономической литературе сегодня встречаются различные определения терминов дивидендной политики и дивиденда. Наиболее распространенным и обобщающим можно выделить следующее: дивидендная политика представляет собой механизм формирования и распределения прибыли между акционерами. Дивидендная политика может рассматриваться как элемент финансовой стратегии, направленной на эффективное распределение прибыли с целью максимизации благосостояния акционеров. По определению Р. Брейли и С. Майерса дивидендная политика – это компромисс между реинвестированием прибыли, с одной стороны, и выплатой дивидендов за счет выпуска новых акций - с другой [5].

В соответствии с Гражданским кодексом РФ дивидендом признается полученный акционером от акционерного общества при распределении прибыли доход по принадлежащим акционеру акциям пропорционально долям акционеров в уставном капитале этого акционерного общества [1]. Налоговый кодекс РФ определяет дивиденд как любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации (т.е. дивиденд — доход на вложенный участниками капитал при любой форме долевого финансирования)¹.

Через дивиденд реализуется право акционера на участие в прибыли, получаемой акционерным обществом. Порядок и условия получения дивидендов, а также и их величина определяются проводимой акционерной организацией дивидендной политики. Отсюда вытекают роль и значение дивидендной политики в деятельности организации и внимание, которое ей уделяется в предпринимательской деятельности, в финансовом менеджменте и в

¹ Статья 43 НК РФ.

финансовой науке.

Таким образом, основные вопросы в теории дивидендной политики следующие: влияют ли дивидендные выплаты на рыночную стоимость фирмы и как оценивает рынок те компании, которые выплачивают своим акционерам большие дивиденды?

Именно поэтому вопрос о распределении прибыли, в частности дивидендная политика, входит, по мнению Р. Брейли и С. Майерса, в первую десятку нерешённых проблем теории финансов. По настоящее время эти вопросы остаются предметом дебатов в среде ученых и практиков [8].

Как известно, началом широких научных дискуссий по вопросам дивидендной политики послужила статья М. Миллера и Ф. Модильяни.² Авторы показали, что в условиях совершенного рынка стоимость фирмы не зависит от дивидендного выбора, а богатство акционеров, по их мнению, определяется способностью фирмы генерировать прибыль, и в большей степени зависит от эффективности инвестиционной политики, а не от способов распределения прибыли. Представленная ими модель заложила основы теории иррелевантности дивидендов. Другими словами, дивидендная политика не является фактором влияния на рыночную стоимость фирмы, из чего следовало, что дивиденды должны начисляться по остаточному принципу после финансирования приемлемых инвестиционных проектов.

Развитие теоретических подходов к вопросу о дивидендной политике в дальнейшем осуществлялось с учетом снижения значимости допущений иррелевантности дивидендов.

Майрон Гордон и Джон Линтнер выступали как оппоненты теории независимости дивидендной политики и в своих трудах утверждали, что дивидендная политика существенна и влияет на величину совокупного богатства акционеров. Инвесторы всегда стремятся исключить или свести к минимуму финансовый риск, поэтому для них предпочтительней получить дивиденды, чем ожидать будущих доходов, которые возможны в случае продажи акций. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределённости инвесторов относительно целесообразности и выгодности инвестирования в данную компанию, тем самым их удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве коэффициента дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала.

По их мнению, рынок будет оценивать компании, выплачивающие большие дивиденды, значительно выше. Эта теория, известная также как теория существенности дивидендной политики или «синицы в руках», исходит из того, что существует дивидендная политика, определяющая целевой (оптимальный) размер дивидендов [6].

На размер дивидендов оказывают влияние следующие факторы:

- уровень текущей прибыли;
- перспективы развития отрасли;
- инвестиционные планы предприятия;
- потребности во внешних источниках финансирования;
- способность менеджеров оценивать уровень дивидендов и их влияние на цену акции;

² М.Н.Миллер, Ф.Модigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961, p. 411-433.

- дивидендная политика конкурентов;
- политика в области структуры капитала.

К наиболее дискуссионным и значимым факторам, определяющим поведение инвесторов на рынках, относится уровень налогообложения доходов инвесторов. Труды Роберта Литценбергера и Кришны Рамасвами положили начало теории налоговой дифференциации, согласно которой с позиции акционеров приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность, так как доход от капитализации облагался меньшим налогом, чем доходы, полученные в виде дивидендов. Если ставка налога на дивиденды больше ставки налога на доход от прироста капитала, то инвесторы требуют повышенной доходности вложений в акции фирм, выплачивающих дивиденды, что приводит к относительно более низким ценам акций фирм, выплачивающих дивиденды. Таким образом, фирмам становится не выгодно выплачивать высокие дивиденды. Важность теории налоговой дифференциации подтверждается вниманием властей к налоговому регулированию уровня выплат дивидендов [4].

В различных странах по-разному подходят к проблемам установления ставок налогообложения этих двух видов доходов по отдельным категориям налогоплательщиков. Например, в Германии и Японии ставка налога на прибыль выше, чем на дивиденды, а во Франции — ниже; в Великобритании, Австралии, Канаде ставки налога на дивидендный доход и реинвестированную прибыль одинаковы. Во многих странах ставки налогов дифференцированы в отношении различных категорий налогоплательщиков, поэтому часто дивидендная политика акционерных обществ строится в зависимости от той или иной группы инвесторов.

До 2003г. в США существовала диспропорция в уровне налогообложения дивидендов и доходов на прирост капитала. Налог на дивиденды составлял 31%, а на доходы от прироста капитала -28%. Для уменьшения неблагоприятных последствий от роста рыночных котировок была введена прогрессивная шкала налогообложения дивидендов с более низкими ставками. В среднем ставки снизились с 40 до 15%. Не смотря на то, что компании не обязаны выплачивать акционерам в каждом отчетном периоде весь свободный остаток средств, многие крупные западные компании регулярно выплачивают дивиденды.

В российской Федерации также был пересмотрен порядок налогообложения дивидендов. С введением Налогового кодекса была снижена ставка налога на дивиденды до 6% для физических и юридических лиц, вследствие чего произошел рост предприятий, производивших выплаты дивидендов. Поскольку наблюдался рост доходов определенной категории – акционеров – на рыночной капитализации предприятий изменение налогообложение не отразилось, в результате, с 2005г. ставка налога на доходы физических лиц, полученных в виде дивидендов, была увеличена до 9%, что по – прежнему меньше, чем ставка на доходы физических лиц 13%. В целом, анализ показал, что увеличение ставки налога на дивиденды вызывает снижение количества компаний, выплачивающих дивиденды, но не оказывает статистически значимого влияния на уровень дивидендных выплат [9].

Полемика о дивидендной политике представлена сегодня тремя противоположными точками зрения. Одна группа – консерваторы правого толка – полагает, что увеличение дивидендных выплат ведет к росту стоимости фирмы. Другая группа – левые радикалы – считают, что такое увеличение снижает ее стоимость. Промежуточную позицию между ними занимают центристы, по мнению которых дивидендная политика не имеет никакого отношения к стоимости [5].

Современные исследования дивидендной политики различных компаний показывают, в последнее время увеличивается число инвесторов, для которых становятся более

привлекательны акции компаний, регулярно выплачивающих дивиденды своим акционерам. Одновременно, институциональные инвесторы в большей степени желают и способны проводить мониторинг корпоративного менеджмента, чем это делают более мелкие и более распылённые собственники. Как результат, корпоративная дивидендная политика может быть предназначена для того, чтобы привлечь институциональных инвесторов, которые, в свою очередь, предоставят услуги по мониторингу.

Сегодня сложилось неоднозначное отношение к дивидендной политике. Ее определяют как атрибут успешной деятельности акционерного общества и показатель устойчивости системы корпоративного управления. Показателем эффективности дивидендной политики в современной компании является не только дивидендный доход на акцию, но и детальность и гибкость установленного порядка расчета размера дивидендов в зависимости от финансового состояния и стратегий развития общества. Закрепление во внутренних документах акционерного общества порядка расчета, утверждения и выплаты дивидендов служит целям информирования акционеров и заинтересованных лиц о принципах реализации имущественных прав по обыкновенным и привилегированным акциям.

В России вопросам исследования дивидендной политики и особенностям ее формирования все еще уделяется недостаточно внимания, несмотря на экономические преобразования в российской экономике. Однако ведущие компании страны к настоящему времени разработали и регламентировали основные принципы формирования дивидендной политики, механизм распределения прибыли, порядок расчета и условия дивидендных выплат, закрепив их в своих локальных актах. Однако сравнительный анализ деятельности ведущих компаний показывает, что в зависимости от условий функционирования и этапов своего развития они придерживаются различных типов дивидендной политики – от политики остаточного принципа до поддержания стабильного размера или роста дивидендных выплат. К компаниям, постоянно увеличивающим размеры дивидендных выплат можно отнести ОАО «Газпром», «Лукойл», «Роснефть» и др. В России в целом сложилась практика низких дивидендных выплат по сравнению с другими развивающимися рынками. Российские компании направляют на выплату дивидендов 10-20% прибыли, тогда как в мировой практике эта величина достигает 40%. При этом выплата дивидендов компании не рассматривается как механизм изменения ее рыночной стоимости. Основной задачей дивидендной политики является повышение инвестиционной привлекательности компании за счет увеличения размера дивидендов.

Дивидендная политика и на развитых, и на развивающихся рынках определяется одинаковыми условиями:

- эффективность деятельности;
- размер компании;
- потенциал роста [9].

Приоритеты между интересами инвесторов и интересами акционерного общества могут смещаться в разные стороны.

При консервативной политике, преимущества остаются на стороне бизнеса, реинвестирующего свою прибыль. Часто такой тактикой пользуются молодые предприятия, или предприятия с недостаточными темпами роста прибыли, но и сейчас многие ведущие мировые компании, в том числе и в России используют ее. Дивиденды выплачиваются по остаточному принципу (т.е. в том случае, когда прибыль больше, чем сумма, необходимая для обеспечения оптимального бюджета капиталовложений) и часто имеют постоянный размер.

Умеренная политика предполагает минимальный гарантированный процент

выплаченной акционерам прибыли и дополнительные бонусы при хорошем положении финансовых дел.

Последний вид – агрессивная политика смещает приоритеты в сторону потребления, т.е. акционеров.

Таким образом, можно сделать вывод, что единой дивидендной политики компаний в настоящее время не существует [3]. На разных этапах своего становления и развития, в различных ситуациях, складывающихся на рынке, деятельность компании направлена или на увеличение накопления, или на рост дивидендных выплат акционеров, что в большей степени способствует повышению инвестиционной привлекательности и финансово-хозяйственной деятельности компании в целом, чем росту ее рыночной стоимости.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гражданский кодекс Российской Федерации.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации.
3. Абалакина Т.В. Стоимость компании как основной критерий эффективности бизнеса. Материалы международной (заочной) научно-практической конференции - Ярославль- Москва: Издательство «Канцлер», 2013.
4. Абалакин А.А. Финансовый контроль и его развитие в рыночных условиях. Межвузовский научно-практический сборник: «Экономика. Право. Лингвистика.», 2010.
5. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.- М.: Олимп-Бизнес, 2012.
6. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика.- М.: ООО «ТК Велби», Проспект, 2007.
7. Корпоративные финансы: Учебник для вузов // Под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой.- СПб.: Питер, 2011.
8. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент.- М.: Эксмо, 2009.
9. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках// Аудит и финансовый анализ, 2008 №2.

Рецензент: Силаева Лидия Павловна, д.э.н., профессор, профессор кафедры финансов и статистики АНО ВПО ЦС РФ «Российский университет кооперации».