

Тема 5. ДИВИДЕНДЫ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

Основной целью менеджмента акционерного общества является максимизация стоимости бизнеса и ее ценности для совладельцев. Дивидендная политика является важной частью управленческой стратегии корпорации, влияющей на процессы инвестирования и использования капитала, оказывает непосредственное влияние на инвестиционные решения, структуру капитала и финансирование предприятия, выступает одной из важнейших частей его общей стратегии. Открытая, четко сформулированная и последовательно реализуемая дивидендная политика значительно увеличивает инвестиционную привлекательность компании, повышает ее корпоративный имидж, что положительно отражается на динамике курса акций.

5.1. Дивиденды и порядок их выплаты

Дивиденд – это часть прибыли, которую получают акционеры по имеющимся у них акциям. Дивиденды являются вознаграждением акционерам за капитал, вложенный ими в организацию. Они начисляются и выплачиваются только по тем акциям, которые находятся в обращении, и не начисляются по акциям, купленным организацией и находящимся на ее балансе.

Решение о выплате промежуточных дивидендов, их размере и форме выплаты по различным типам акций принимается советом директоров (наблюдательным советом). Решение по годовым дивидендам принимается общим собранием акционеров по рекомендации совета директоров. Величина годовых дивидендов не может быть больше рекомендованной советом директоров и меньше величины промежуточных дивидендов. Отсюда следует, что совет директоров играет решающую роль в определении самого факта выплаты дивидендов. Если промежуточные дивиденды не выплачивались и совет директоров не рекомендовал объявление годовых дивидендов, то общее собрание акционеров не сможет повлиять на это решение. В случае невыплаты или неполной выплаты дивидендов владельцам привилегированных акций они получают право голоса на всех последующих собра-

ниях акционеров до момента первой выплаты дивидендов в полном объеме. Владельцы привилегированных акций имеют право голоса при обсуждении вопросов дивидендной политики, когда затрагиваются их интересы (изменение величины дивиденда, очередности выплаты и др.).

В большинстве стран, в том числе Беларуси, размер дивиденда объявляется без учета налогов. В соответствии с законодательством организация, выплачивающая дивиденды физическим лицам (как резидентам, так и нерезидентам Республики Беларусь) обязана в качестве налогового агента по налогу на доходы физических лиц исчислить, удержать из суммы выплачиваемых дивидендов и уплатить в бюджет соответствующую сумму подоходного налога (рисунок 5.1).

Источником выплаты дивидендов является чистая прибыль организации за истекший год. В случае недостаточности чистой прибыли или убыточности акционерного общества дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться только за счет и в пределах резервного фонда этого общества.

Дивиденд устанавливается либо в процентах к номинальной стоимости акции, либо в рублях на одну акцию. По привилегированным акциям размер дивиденда или неизменный способ его определения устанавливается при их выпуске. Выплата дивидендов может осуществляться как деньгами, так и в случаях, предусмотренных Уставом общества, иным имуществом: вновь выпущенными акциями акционерного общества, облигациями, другими видами ценных бумаг, товарами.

Дивиденды, выплачиваемые акциями, представляют собой завуалированную форму сплита (расщепление акций) и вызывают снижение ее цены. Если дивиденды выплачиваются собственными акциями, то такая практика носит название капитализации доходов, или реинвестирования. В мировой практике выплата дивидендов собственными акциями довольно распространена. При этом дивиденд устанавливается в определенной количественной пропорции выплачиваемых акций относительно имевшимся ранее.

Наиболее распространенная форма выплаты дивидендов – денежная. Выплата дивидендов осуществляется либо самим обществом, либо по его поручению депозитарием, ведущим реестр акционеров общества. По невыплаченным и неполученным дивидендам проценты не начисляются.

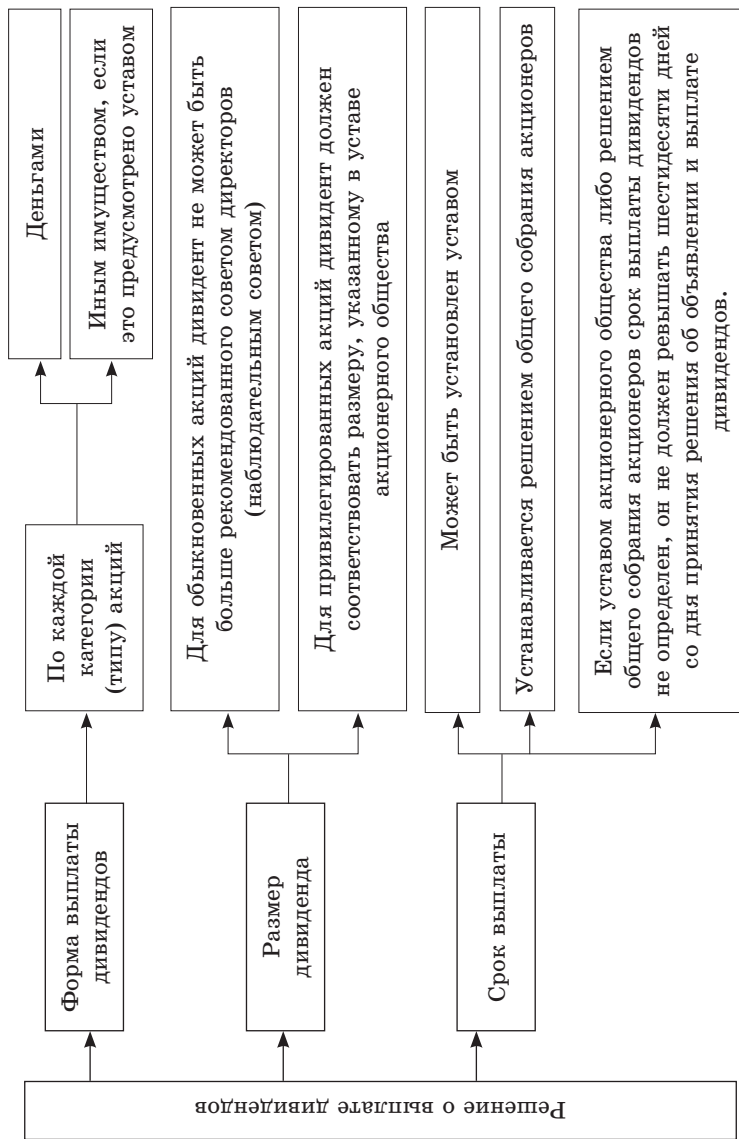


Рисунок 5.1 – Порядок выплаты дивидендов по акциям

Решение о выплате дивидендов дополнительными акциями принимается в том случае, если нераспределенная прибыль направляется на развитие организации и гарантирует акционерам значительный рост дивидендных выплат в будущем.

5.2. Дивидендная политика

В рамках финансового менеджмента организации, наряду с инвестиционными решениями, определяющими степень увеличения активов и дополнительную потребность организации в денежных средствах, большое значение отводится дивидендной политике. Без учета особенностей дивидендной политики финансовые менеджеры не могут принять решения по структуре источников финансирования и направлениям инвестиционной политики организации.

Дивидендная политика – это политика организации в области формирования доли прибыли, выплачиваемой собственникам в соответствии с долей их вклада в капитал предприятия.

В основе дивидендной политики общества лежат следующие *принципы*:

- обеспечение оптимального сочетания интересов общества и его акционеров при распределении чистой прибыли общества;
- создание необходимых условий для роста инвестиционной привлекательности и капитализации общества;
- максимизация доходности от деятельности общества и величины чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов;
- уважение и строгое соблюдение предусмотренных действующим законодательством Республики Беларусь и наилучшей практикой корпоративного поведения прав и интересов акционеров;
- повышение благосостояния акционеров за счет выплаты дивидендов и роста капитализации общества;
- обеспечение обществом гарантированных выплат дивидендов акционерам;
- прозрачность механизмов определения размера дивидендов и их выплаты.

Практика разработки дивидендной политики предприятий базируется на следующих основных *теориях дивидендной политики*: ирревалентности дивидендов; существенности дивидендной политики; налоговой дифференциации; сигнализирования дивидендов; клиентуры.

Теория иррелевантности дивидендов основана на утверждении, что стоимость фирмы определяется исключительно доходностью ее активов и ее инвестиционной политикой и что пропорции распределения дохода между дивидендами и реинвестированной прибылью не оказывают влияния на совокупное богатство акционеров. Следовательно, оптимальной дивидендной политики как фактора повышения стоимости фирмы не существует.

Авторы теории Ф. Модильяни и М. Миллер строят свои предположения на следующих предпосылках:

- существуют только совершенные рынки капитала, подразумевающие бесплатность и равнодоступность информации для всех инвесторов, отсутствие транзакционных расходов (затрат по выпуску и размещению акций), рациональность поведения акционеров;

- новая эмиссия акций полностью размещается на рынке;

- отсутствуют налоги;

- равноценность для инвесторов дивидендов и доходов от прироста капитала. Это означает, что поскольку реинвестированные средства находят свое отражение в стоимости акций, то для акционеров не важно, в какой форме будет выплачен дивиденд. Они всегда смогут продать свои акции на рынке и таким образом получить часть прибыли компании.

Рассматривая дивиденды как пассивный остаток, размер которого определяется наличием выгодных инвестиционных проектов, Ф. Модильяни и М. Миллер разработали три варианта выплаты дивидендов:

- 1) если инвестиционный проект обеспечивает уровень рентабельности, превышающий требуемый, акционеры предпочтут вариант реинвестирования прибыли;

- 2) если ожидаемая прибыль от инвестиций находится на уровне требуемой, то для акционера ни один из вариантов не является предпочтительным;

- 3) если же ожидаемая прибыль от инвестиционного проекта не обеспечивает требуемый уровень рентабельности, акционеры предпочтут выплату дивидендов.

Оппоненты теории Модильяни – Миллера – сторонники **теории существенности дивидендной политики**, видными представителями которой являются М. Гордон и Дж. Линтнер. Второе название их теории – «синица в руках» (*«bird in the hand*

theory»). Основной их аргумент – лучше синица в руках, чем журавль в небе.

Сторонники этой теории считают, что дивидендная политика существенно влияет на величину совокупного богатства акционеров. Исходя из стремления избежать риска акционеры всегда предпочтут дивидендные выплаты сегодня потенциально возможным в будущем, в том числе и приросту стоимости капитала. Поскольку размер выплачиваемых дивидендов свидетельствует о стабильности и целесообразности инвестирования в данную компанию, акционеров удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, что приводит к возрастанию рыночной стоимости компании. Напротив, отказ от выплаты дивидендов увеличивает риск инвестирования и вызывает повышение требуемого уровня нормы дохода, что ведет к снижению рыночной стоимости капитала. Таким образом, путем увеличения доли прибыли, направляемой на дивидендные выплаты, компания может повысить благосостояние акционеров.

Сторонники **теории налоговой дифференциации** (*tax differential theory*), разработанной в конце 70-х – начале 80-х гг. XX века Р. Литценбергером и К. Рамсвами, считают, что для акционеров важнее не дивидендная доходность, а доход от капитализации стоимости. Поскольку в США доход от капитализации облагается налогом по меньшей ставке, чем полученные дивиденды, инвестиции в фирму, накапливающую прибыль, но не выплачивающую дивиденды, должны быть более прибыльными. Из-за разницы в ставках налогообложения этих доходов акционеры должны требовать больший дивидендный доход, чтобы компенсировать потери в связи с повышенным уровнем налогообложения. Следовательно, компаниям невыгодно выплачивать большие дивиденды, поскольку ее рыночная стоимость максимизируется при низком уровне расходов на дивидендные выплаты.

Сигнальная теория дивидендов (*signaling theory of dividends*) (или теория сигнализирования) построена на том, что в основу оценки рыночной стоимости акций заложен размер выплачиваемых по ним дивидендов. Следовательно, рост уровня дивидендных выплат вызывает возрастание рыночной стоимости акций, что при их реализации приносит акционерам дополнительный доход. Кроме того, выплата высоких дивидендов сигнализирует о том, что компания находится на подъеме и ожидает рост прибыли в предстоящем периоде. Эта теория основана на высокой про-

зрачности фондового рынка, на котором информация оказывает существенное влияние на изменение рыночной стоимости акций.

Исследования в области сигнального эффекта дивидендов на фондовых рынках показали, что если в стране основным источником является банковское финансирование, а фондовому рынку уделяется малое внимание, то проблемы информационной непрозрачности смягчаются и значимость уровня дивидендов снижается. Текущие дивиденды компаний таких стран менее чувствительны к прошлым дивидендам и более чувствительны к текущей прибыли.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (*clientele theory*) (или теория клиентуры) предполагает, что компания должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям большинства акционеров. Если большинство акционеров отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления. И наоборот, если основной состав акционеров предпочитает увеличение рыночной стоимости акций, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая не согласна с такой дивидендной политикой, реинвестирует свой капитал в акции других компаний, в результате чего состав клиентуры станет более однородным.

Таким образом, единой дивидендной политики компаний в настоящее время не существует. На разных этапах своего становления и развития, в различных ситуациях, складывающихся на рынке, компании стремятся либо форсировать накопление, либо наращивать дивидендный доход акционеров.

Принято выделять *три принципиальных подхода к формированию дивидендной политики* – **«консервативный»**, **«умеренный»** (**«компромиссный»**) и **«агрессивный»**. Каждому из этих подходов соответствуют определенные *типы дивидендной политики* (таблица 5.1).

1. Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что фонд выплаты дивидендов образуется после того, как за счет прибыли удовлетворена потребность в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей предприятия. Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней

Таблица 5.1 – Основные типы дивидендной политики и подходы к ее формированию в акционерном обществе

Определяющий подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
Консервативный подход	1. Остаточная политика дивидендных выплат. 2. Политика стабильного размера дивидендных выплат.
Умеренный (компромиссный) подход	3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды.
Агрессивный подход	4. Политика стабильного уровня дивидендов. 5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов.

ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то основная часть прибыли должна быть направлена на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников. Преимуществом политики этого типа является обеспечение высоких темпов развития предприятия, повышение его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики заключается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых их размеров в предстоящем периоде и даже отказ от их выплат в период высоких инвестиционных возможностей, что отрицательно сказывается на формировании уровня рыночной цены акций. Такая дивидендная политика используется обычно лишь на ранних стадиях жизненного цикла предприятия, связанных с высоким уровнем его инвестиционной активности.

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплату неизменной их суммы на протяжении продолжительного периода (при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции). Преимуществом этой политики является ее надежность, которая создает чувство уверенности у акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обсто-

ятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того, чтобы избежать этих негативных последствий стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на относительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала.

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (или политика «экстра-дивиденда») по весьма распространенному мнению представляет собой наиболее взвешенный ее тип. Ее преимуществом является стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимально предусмотренном размере (как в предыдущем случае) при высокой связи с финансовыми результатами деятельности предприятия, позволяющей увеличивать размер дивидендов в периоды благоприятной хозяйственной конъюнктуры, не снижая при этом уровень инвестиционной активности. Такая дивидендная политика дает наибольший эффект на предприятиях с нестабильным в динамике размером формирования прибыли. Основным недостатком этой политики заключается в том, что при продолжительной выплате минимальных размеров дивидендов инвестиционная привлекательность акций компании снижается и соответственно падает их рыночная стоимость.

4. Политика стабильного уровня дивидендов предусматривает установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к сумме прибыли (или норматива распределения прибыли на потребляемую и капитализируемую ее части). Преимуществом этой политики является простота ее формирования и тесная связь с размером формируемой прибыли. В то же время основным ее недостатком является нестабильность размеров дивидендных выплат на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли. Эта нестабильность вызывает резкие перепады в рыночной стоимости акций по отдельным периодам, что препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия в процессе осуществле-

ния такой политики (она сигнализирует о высоком уровне риска хозяйственной деятельности данного предприятия). Даже при высоком уровне дивидендных выплат такая политика не привлекает обычно инвесторов (акционеров), избегающих риска. Только зрелые компании со стабильной прибылью могут позволить себе осуществление дивидендной политики этого типа; если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства.

5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов (осуществляемая под девизом – «никогда не снижай годовой дивиденд») предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Возрастание дивидендов при осуществлении такой политики происходит, как правило, в твердо установленном проценте прироста к их размеру в предшествующем периоде (на этом принципе построена модель Гордона, определяющая рыночную стоимость акций таких компаний). Преимуществом такой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у потенциальных инвесторов при дополнительных эмиссиях. Недостатком же этой политики является отсутствие гибкости в ее проведении и постоянное возрастание финансовой напряженности – если темп роста коэффициента дивидендных выплат возрастает (т. е. если фонд дивидендных выплат растет быстрее, чем сумма прибыли), то инвестиционная активность предприятия сокращается, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются (при прочих равных условиях). Поэтому осуществление такой дивидендной политики могут позволить себе лишь реально процветающие акционерные компании – если же эта политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она представляет собой верный путь к ее банкротству.

Определяя свою дивидендную политику акционерное общество должно учитывать свои инвестиционные возможности и ограниченности внешних источников финансирования или их высокую стоимость.

Рассмотрим порядок определения размера дивидендных выплат потребности во внешнем финансировании на примере.

Пример. Акционерный капитал предприятия состоит из 1000 обыкновенных акций номиналом 0,5 млн руб. Сумма чистой прибыли по итогам года составила 46 млн руб. В развитие предприятия

необходимо инвестировать 35 млн руб. Определить в соответствии с различными методиками выплаты дивидендов:

- 1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года;
- 2) размер дивидендов на одну акцию;
- 3) долю чистой прибыли, направляемой на дивиденды;
- 4) потребность во внешнем финансировании.

1. При остаточной политике дивидендных выплат расчет будет следующим:

- 1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:
 $46 \text{ млн руб.} - 35 \text{ млн руб.} = 11 \text{ млн руб.};$
- 2) размер дивидендов на одну акцию:
 $11 \text{ млн руб.} : 1000 = 11 \text{ тыс. руб.};$
- 3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:
 $11 \text{ млн руб.} : 46 \text{ млн руб.} = 0,239$, или 23,9 %;
- 4) потребность во внешнем финансировании отсутствует, так как
 $35 \text{ млн руб.} = 46 \text{ млн руб.} - 11 \text{ млн руб.}$

2. Политика стабильного размера дивидендных выплат. Если на предприятии в установленном порядке размер дивидендов на одну акцию определен в размере 12,5 тыс. руб., то получим следующие данные:

- 1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:
 $12,5 \text{ тыс. руб.} \cdot 1000 = 12,5 \text{ млн руб.};$
- 2) размер дивидендов на одну акцию равен 12,5 тыс. руб.;
- 3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:
 $12,5 \text{ млн руб.} : 46 \text{ млн руб.} = 0,2717$, или 27,17 %;
- 4) потребность во внешнем финансировании:
 $35 \text{ млн руб.} - (46 \text{ млн руб.} - 12,5 \text{ млн руб.}) = 1,5 \text{ млн руб.}$

3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды. Если гарантированный минимум дивидендов на акцию составляет 12,5 тыс. руб., а с суммы чистой прибыли, превышающей 21 млн руб., 40 % направляется на выплату экстра-дивидендов, то получим следующие данные:

- 1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:
 $12,5 \text{ тыс. руб.} \cdot 1000 + (46 \text{ млн руб.} - 21 \text{ млн руб.}) \cdot 0,4 =$
 $= 22,5 \text{ млн руб.};$
- 2) размер дивидендов на одну акцию равен:
 $22,5 \text{ млн руб.} : 1000 = 22,5 \text{ тыс. руб.};$
- 3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:
 $22,5 \text{ млн руб.} : 46 \text{ млн руб.} = 0,4891$, или 48,91 %;
- 4) потребность во внешнем финансировании:
 $35 \text{ млн руб.} - (46 \text{ млн руб.} - 22,5 \text{ млн руб.}) = 11,5 \text{ млн руб.}$

4. *Политика стабильного уровня дивидендов.* Если в предыдущие годы 20 % чистой прибыли было направлено на выплату дивидендов, то получим следующие данные:

1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:

$$46 \text{ млн руб.} \cdot 0,2 = 9,2 \text{ млн руб.};$$

2) размер дивидендов на одну акцию:

$$9,2 \text{ млн руб.} : 1000 = 9,2 \text{ тыс. руб.};$$

3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды, равна 20 %;

4) потребность во внешнем финансировании отсутствует, так как

$$35 \text{ млн руб.} < (46 \text{ млн руб.} - 9,2 \text{ млн руб.})$$

5. *Расчет по методике постоянного возрастания размера дивидендов.* Если в предыдущем году было выплачено 12,0 тыс. руб. дивидендов на одну акцию и ежегодное возрастание выплат составляет 10 %, то получим следующие данные:

1) размер прибыли, направляемой на дивиденды по итогам года:

$$(12,0 \text{ тыс. руб.} \cdot 1,1) \cdot 1000 = 13,2 \text{ млн руб.};$$

2) размер дивидендов на одну акцию:

$$13,2 \text{ млн руб.} : 1000 = 13,2 \text{ тыс. руб.};$$

3) доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды:

$$13,2 \text{ млн руб.} : 46 \text{ млн руб.} = 0,287, \text{ или } 28,7 \%;$$

4) потребность во внешнем финансировании:

$$35 \text{ млн руб.} - (46 \text{ млн руб.} - 13,2 \text{ млн руб.}) = 2,2 \text{ млн руб.}$$

На рисунке 5.2 графически отражена динамика размера дивидендов на одну акцию при различных типах дивидендной политики.

Инвесторы выберут предприятие, которое реинвестирует прибыль вместо выплаты дивидендов, если доходность (рентабельность) его активов после реинвестирования превышает ту доходность, которую инвесторы могут получить самостоятельно при аналогичном уровне риска. Например, если компания реинвестирует в проект, обеспечивающий 30 % рентабельности, а наивысшая доходность на рынке по дивидендам составит 20 %, то акции компании будут расти в цене.

В дивидендной политике есть определенная инерционность. Если дивидендный выход оптимален, компания стремится не менять его.

На практике в первые годы своего существования компания обычно использует остаточную дивидендную политику. Затем с учетом влияния различных факторов устанавливается оптимальное значение дивидендного выхода как ориентира.

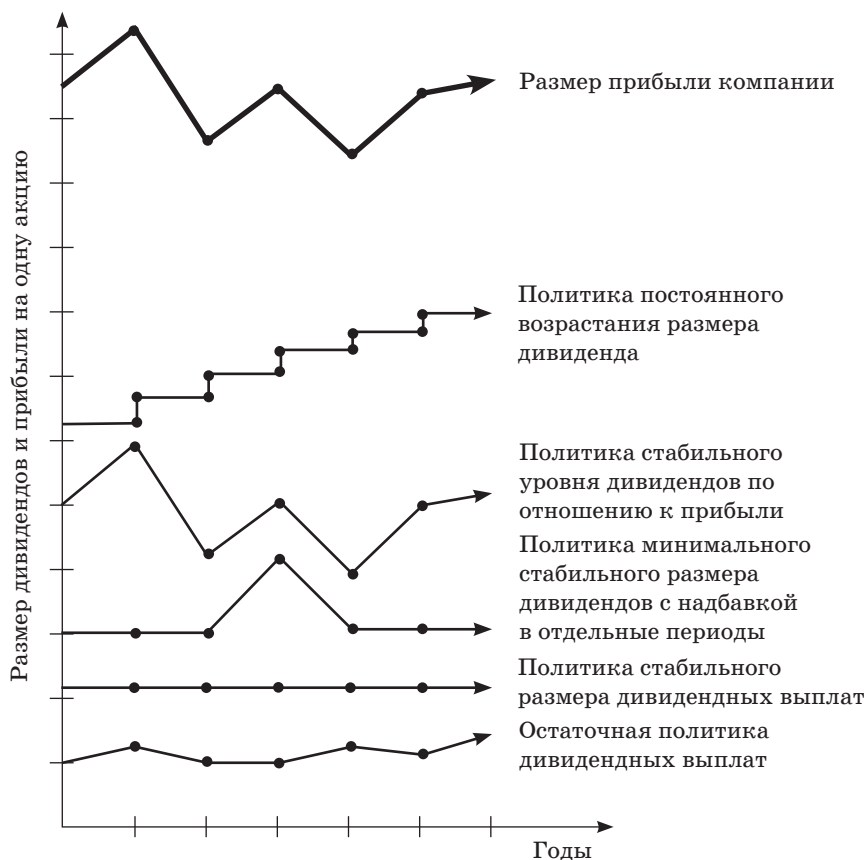


Рисунок 5.2 – Динамика размера дивидендов на одну акцию при различных типах дивидендной политики

Увеличивать дивиденды можно только при уверенности в возможности и далее поддерживать рост прибыли. Но уменьшение дивиденда на акцию нежелательно.

Политика выражается в постоянном или слабо увеличивающемся размере дивиденда на акцию или в стабильных выплатах невысоких дивидендов и процентных надбавок в удачные годы. Это означает низкий риск инвестирования и невысокую требуемую доходность. Акции компании при такой политике высоколиквидны, т. к. имеют постоянный спрос на фондовом рынке. Нераспределенная прибыль реинвестируется.

5.3. Факторы, определяющие дивидендную политику

В любой стране имеются определенные нормативные документы, в той или иной степени регулирующие хозяйственную деятельность, в т. ч. порядок выплаты дивидендов. Кроме того, существуют и национальные традиции в содержании дивидендной политики, общих тенденциях в отношении выплаты дивидендов.

Обстоятельства формального и неформального, объективного и субъективного характера влияют на дивидендную политику. Приведем наиболее характерные из мировой практики ограничения при выплате дивидендов.

Ограничения правового характера. Капитал собственников компании, представленный самостоятельным разделом в пассиве бухгалтерского баланса, укрупненно может быть сведен к трем элементам: акционерному капиталу, эмиссионному доходу, реинвестированной прибыли. В большинстве стран законом разрешена одна из двух схем – на выплату дивидендов может расходоваться либо только прибыль (прибыль отчетного периода и нераспределенная прибыль прошлых периодов), либо прибыль и эмиссионный доход. В частности, в США и Великобритании действуют три правила, имеющие непосредственное отношение к дивидендной политике: правило чистых прибылей, правило недопущения эрозии капитала и правило недопущения неплатежеспособности.

Согласно первому правилу дивиденды могут выплачиваться только из прибыли текущего и прошлых периодов; его трактовки в США и Великобритании несколько различаются. Так, согласно британскому закону о компаниях эмиссионный доход входит в число нераспределяемых резервов и не может быть использован для выплаты дивидендов; в США такого ограничения нет, неприкосновенен лишь уставный капитал в балансовой оценке. Второе правило тесно корреспондирует с первым: запрещена выплата дивидендов за счет уставного капитала (произведение номинальной стоимости акции и числа акций в обращении). Согласно третьему правилу компания не может выплачивать дивиденды, будучи неплатежеспособной (под неплатежеспособностью имеется в виду ситуация, когда сумма обязательств перед кредиторами превышает величину реальных активов).

В национальных законодательствах имеются и другие ограничения по выплате дивидендов. В частности, поскольку подходящим налогом облагаются только полученные акционерами диви-

денды, а отложенные к выплате дивиденды (реинвестированная прибыль) нередко облагаются налогом по пониженным ставкам и с отсрочкой платежа до момента получения капитализированного дохода, нередко компании не выплачивают дивиденды, чтобы избежать налога. В этом случае, по усмотрению местных налоговых органов, превышение нераспределенной прибыли над установленным нормативом (например, в США он равен 250 тыс. долл.) облагается налогом. Причина введения подобных ограничений – в необходимости защиты прав кредиторов и предотвращения возможного «проедания» капитала собственников компании.

Основные регламентирующие нормы по выплатам дивидендов отражены в Законе Республики Беларусь «О хозяйственных обществах». Закон содержит некоторые ограничения на выплату дивидендов.

Акционерное общество не вправе принимать решения об объявлении и выплате дивидендов, а также выплачивать дивиденды, если:

- уставный фонд оплачен не полностью;
- стоимость чистых активов акционерного общества меньше суммы его уставного фонда и резервных фондов либо станет меньше их суммы в результате выплаты дивидендов;
- акционерное общество имеет устойчивый характер неплатежеспособности в соответствии с законодательством об экономической несостоятельности (банкротстве) или если указанный характер появится у этого общества в результате выплаты дивидендов;
- не завершён в соответствии со статьей 78 Закона выкуп акций акционерного общества по требованию его акционеров.

Ограничения контрактного характера. Во многих странах величина выплачиваемых дивидендов регулируется специальными контрактами (например, в случае когда фирма хочет получить долгосрочный кредит). Для того чтобы обеспечить обслуживание такого долга, в контракте, как правило, оговаривается либо предел, ниже которого не может опускаться величина не распределяемой на дивиденды отчетной прибыли, либо минимальный процент реинвестируемой прибыли.

Ограничения в связи с недостаточной ликвидностью. Как уже упоминалось выше, дивиденды в денежной форме могут быть выплачены лишь в случае, если у компании есть деньги на расчетном счете или объем денежных эквивалентов, конвертируемых в деньги, достаточен для выплаты. Теоретически

коммерческая организация может взять кредит для выплаты дивидендов, однако это не всегда возможно, кроме того, связано с дополнительными расходами. Таким образом, коммерческая организация может быть прибыльной, но не готовой к выплате дивидендов из-за отсутствия реальных денежных средств.

Ограничения в связи с расширением производства. Многие компании, особенно на стадии становления, сталкиваются с проблемой поиска финансовых источников целесообразного расширения производственных мощностей. Дополнительные источники финансовых ресурсов нужны как компаниям, наращивающим объемы производства высокими темпами (для приобретения дополнительных производственных мощностей), так и компаниям с относительно невысокими темпами роста (для обновления материально-технической базы). В этих случаях нередко прибегают к ограничению дивидендных выплат. Известна практика, когда в учредительных документах оговаривается минимальная доля текущей прибыли, обязательная к реинвестированию.

Ограничения в связи с интересами акционеров. Дивидендная политика строится с учетом ключевого принципа управления финансами – принципа максимизации благосостояния акционеров. Величина их совокупного дохода за истекший период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций. Поэтому, определяя оптимальный размер дивидендов, директорат компании и акционеры должны оценивать, как величина дивиденда может повлиять на стоимость компании в целом. Последняя, в частности, выражается в рыночной цене акций, которая зависит от многих факторов – общего финансового положения компании на рынках капитала, товаров и услуг, размера выплачиваемых дивидендов, темпа их роста и др.

Существуют и другие обстоятельства, увязывающие размер дивидендов и интересы акционеров. Так, если на рынке капитала имеются возможности участия в инвестиционных проектах с более высокой нормой прибыли, чем обеспечивает данная компания, ее акционеры могут проголосовать за более высокий дивиденд.

Определенные противоречия могут возникать среди самих акционеров. Так, в случае различия в налогообложении выплачиваемого и отложенного к выплате доходов богатые акционеры могут настаивать на реинвестировании всей прибыли, чтобы избежать налога.

Наконец, дивидендная политика тесно связана с проблемой «разводнения» права собственности (*Dilution of Ownership*). Это увеличение количества обыкновенных акций без соответствующего увеличения активов (например, в результате конвертации всех конвертируемых ценных бумаг общества в обыкновенные акции и (или) исполнения всех договоров купли-продажи собственных акций по цене ниже их рыночной стоимости). В результате подобной акции меняется величина прибыли на акцию и дивиденда на акцию. Не желая афишировать высокие дивиденды, акционеры могут сознательно ограничивать их размер.

Ограничения рекламно-информационного характера. В условиях рынка информация о дивидендной политике компаний тщательно отслеживается аналитиками, менеджерами, брокерами и др. Сбои в выплате дивидендов, любые нежелательные отклонения от сложившейся в данной компании практики могут привести к понижению рыночной цены акций. Поэтому нередко коммерческая организация вынуждена поддерживать дивидендную политику на стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры. Стабильность дивидендной политики для многих неискушенных акционеров служит своеобразным индикатором успешной деятельности компании.

Вопросы для обсуждения

1. Определить роль дивидендной политики.
2. Объяснить формы и процедуры выплаты дивидендов.
3. Чем отличаются понятия реинвестиции и дивиденд.
4. Что такое дивидендная политика и цена акций.

Литература

Основная литература

1. Бригхэм Юджин Ф. Финансовый менеджмент / Бригхэм Юджин Ф., Майкл С. Эрхардт. – СПб. : Питер, 2007. – 960 с.
2. Бланк, И. А. Финансовая стратегия предприятия : учеб. пособие / И. А. Бланк. – Киев : Ника-Центр, 2006. – 520 с.

Дополнительная литература

3. Ковалев, В. В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели : учеб. пособие / В. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – М. : Проспект, КНОРУС, 2010. – Ч. 1. – 768 с.
4. Бочаров, В. В. Корпоративные финансы / В. В. Бочаров. – СПб. : Питер, 2008. – 272 с.