

**Ю. А. Мышковец**

*Институт бизнеса БГУ, Минск, Беларусь, shahdag@yahoo.com*

## **ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИИ: ТИПОЛОГИЯ И ФАКТОРЫ, ОБУСЛОВЛИВАЮЩИЕ ВЫБОР ЕЕ МОДЕЛИ**

*В условиях современного фондового рынка существует очевидная взаимосвязь между финансовыми решениями менеджмента компаний и доходами ее акционеров, владельцев простых акций компаний. Поэтому дивидендная политика играет важнейшую роль во взаимоотношениях компаний с акционерами и во многом определяет, как, в частности, рынок акций реагирует на результаты деятельности конкретной компании.*

**Ключевые слова:** дивидендная политика, нераспределенная прибыль, структура совокупного капитала компании, показатель прибыли на акцию, выплата дивидендов путем проведения дополнительных выпусков акций, деление номинала акций, обратный выкуп акций

**Y. Myshkavets**

*School of Business of BSU, Minsk, Belarus, shahdag@yahoo.com*

## **COMPANY DIVIDEND POLICY: TYPOLOGY AND FACTORS HAVING MAIN IMPACT ON CHOOSING OF ITS MODEL**

*In the conditions of the modern stock market, there is an obvious relationship between the financial decisions of the management of companies and the income of its shareholders, owners of ordinary shares of companies. Therefore, the dividend policy plays a crucial role in the connecting companies with shareholders and largely determines how, in particular, the stock market reacts to the performance of a particular company.*

**Keywords:** dividend policy, retained profit, company's gearing level, EPS, scrip dividend, stock split, share repurchase

### **Нераспределенная прибыль как источник внутренних финансовых ресурсов компании**

Для многих компаний именно нераспределенная прибыль как элемент собственного капитала выступает в качестве важного, порой основного источника финансирования их текущей и инвестиционной деятельности. При этом вопрос какая доля нераспределенной прибыли может быть реинвестирована в бизнес, а какая ее часть выплачена в виде дивидендов акционерам является весьма важным для менеджмента большинства компаний.

Основными преимуществами нераспределенной прибыли как источника финансирования текущей и инвестиционной деятельности компании являются:

- гибкость использования в качестве источника финансирования (компания не связана какими-либо суммами и графиками погашения задолженности как, например, в случае привлечения банковских кредитов, либо выпуска облигаций);
- сохранение структуры собственников компании, и, как следствие, элиминирование возможности утраты контроля над руководством компанией (dilution of control);
- отсутствие расходов (issue costs) связанных, например, с проведением компанией IPO (в частности, на проведение аудиторской проверки финансовой отчетности и оценку адекватности процедур внутреннего контроля компании требованиям фондовых бирж, на осуществление процедур road show и т. д.).

Использование нераспределенной прибыли в качестве источника финансовых ресурсов компании не лишено и определенных недостатков. Одним из них можно считать негативное отно-

шение акционеров к решению менеджмента реинвестировать нераспределенную прибыль, нежели выплатить дивиденды. Поэтому, как правило, именно по этой причине менеджменту приходится ограничивать самофинансирование и частично направлять нераспределенную прибыль на выплату дивидендов акционерам. Вместе с тем банки как институциональные инвесторы и кредитные организации не приветствуют выплату значительных сумм дивидендов акционерам и вознаграждений представителям топ-менеджмента компаний.

#### **Факторы, влияющие на дивидендную политику**

В числе наиболее важных факторов, которые принимаются во внимание топ-менеджментом компаний при определении дивидендной политики, можно выделить следующие:

- обеспечение прибыльности работы компании (очевидно, что неприбыльная компания не сможет выплачивать дивиденды в течение длительного периода используя нераспределенную прибыль прошлых периодов);
- соблюдение законодательных норм, регулирующих распределение прибыли компаний;
- наличие кредиторской задолженности перед банковскими учреждениями, графики погашения которой влияют на выплату дивидендов акционерам;
- наличие инфляции, и, как следствие, необходимость реинвестирования дополнительной доли нераспределенной прибыли в целях сохранения операционной устойчивости и прибыльности компании;
- сохранение приемлемой структуры совокупного капитала компании (company's gearing level) с целью поддержания необходимых целевых пропорций собственного и заемного капитала;
- ликвидность компании (благоприятнее финансовое состояние компании с позиции ликвидности гарантирует выплату акционерам объявленных дивидендов);
- реакция на величину выплачиваемых дивидендов (signalling effect) со стороны акционеров и фондового рынка в целом.

#### **Дивиденды как сигнал инвесторам**

Главной целью инвестиционных, финансовых управленческих решений руководства компании, безусловно, является максимизация доходов акционеров, что позволит сохранять привлекательность компании как объекта инвестирования. Необходимо учитывать, что доходы акционеров включают в себя как непосредственно выплачиваемые им дивиденды, так и рост рыночной стоимости принадлежащих им акций (market share value). Для акционеров в настоящее время доступен широкий спектр ретроспективной и прогнозной информации о финансовом состоянии компании, равно как и сведения о ее ключевых рыночных индикаторах (таких как EPS, P / E ratio, market / book ratio и т. д.). Но при этом акционеры не обладают всей оперативной информацией о планируемых денежных потоках компании, реализуемых ее инвестиционных проектах, то есть управленческими данными доступными сугубо руководству компании. Поэтому величина объявляемых дивидендов интерпретируется акционерами как сигнал менеджмента компании о возможных вариантах успешности деятельности компании в будущем.

Акционеры обычно ожидают, что дивидендная политика компании не будет претерпевать существенных изменений, величина выплачиваемых дивидендов будет стабильной и иметь тенденцию устойчивого роста, что будет являться залогом стабильности и рыночной стоимости акций, так как существенное увеличение или уменьшение выплачиваемых дивидендов может повлиять на цену акции и ее рыночные индикаторы. В целом значительное падение величины дивидендов может трактоваться акционерами как признак того, что руководство компании тем самым прогнозирует не лучшие перспективы своей деятельности в обозримом будущем.

#### **Виды (теории) дивидендной политики**

*Теория остаточного подхода к выплате дивидендов.* Указанная теория сводится к следующим основным положениям:

– если компания имеет возможность инвестировать в проекты с положительным NPV, ей обязательно необходимо сделать это и воздержаться от выплаты дивидендов;

– и только в случае, если все подобные инвестиционные возможности исчерпаны, можно инициировать выплату дивидендов.

*Традиционная теория выплаты дивидендов.* Эта теория рассматривает выплату дивидендов как очевидную необходимость вследствие того, что:

– акционеры получают дивиденды как доход от инвестирования в акции конкретной компании, который является более высоким нежели другие альтернативные варианты вложения их средств (например, процент по банковским депозитам либо купонный доход по облигациям);

– стабильность выплаты дивидендов, наличие тенденции устойчивого роста их величины благоприятно сказывается на рыночной цене акций компании, ее рыночных индикаторах, а значит, повышает привлекательность акций компании как объекта инвестирования у акционеров и фондового рынка в целом.

*Теория иррелевантности Модильяни – Миллера.* В соответствии с этой теорией, если при наличии у компании возможности инвестировать в привлекательные для нее проекты, она все-таки принимает решение выплатить дивиденды акционерам и уменьшает величину нераспределенной прибыли до уровня недостаточного для того, чтобы удовлетворить все инвестиционные потребности компании, это приводит к следующим последствиям:

– капитал, необходимый для осуществления инвестиционных проектов, компании придется привлекать на платной основе извне путем получения банковских кредитов, либо выпуска облигаций;

– использование заемного капитала может привести к уменьшению стоимости акций компании, причем указанная величина уменьшения стоимости акций будет сопоставима именно с величиной выплаченных дивидендов.

Основным аргументом против использования дивидендной политики согласно теории Модильяни – Миллера являются финансовые предпочтения акционеров: они, как правило, предпочитают получать доходы именно от текущих дивидендных выплат, и не преследуют в качестве своей цели получение в отдаленной перспективе более значительных, но по своей сути отложенных дивидендов (*deferred dividends*). Также они могут скептически оценивать возможность роста рыночной стоимости принадлежащих им акций компании вследствие влияния успешности ее инвестиционной активности на непосредственные текущие результаты деятельности (*company performance*).

В качестве примера, раскрывающего важность проведения обоснованной и взвешенной дивидендной политики менеджментом компании, рассмотрим следующую ситуацию. Предположим, что компания, основанная двумя предпринимателями более 12 лет назад, в текущем году осуществила выпуск простых акций в результате чего в настоящее время 40 % акционерного капитала компании принадлежит сторонним частным инвесторам. Сведения о динамике прибыли компании и величине выплаченных дивидендов за последние годы выглядят таким образом (табл. 1).

Таблица 1

**Сведения о динамике прибыли компании и величине выплаченных ею дивидендов**

Год	Прибыль компании, тыс. р.	Выплаченные дивиденды, тыс. р.	Количество акций в обращении
4 года назад	176	88	800 000
3 года назад	200	104	800 000
2 года назад	240	120	1 000 000

Год	Прибыль компании, тыс. р.	Выплаченные дивиденды, тыс. р.	Количество акций в обращении
1 год назад	290	150	1 000 000
Текущий год	444	200	1 500 000

Может ли компания продолжать проводить дивидендную политику, характерную для последних лет ее деятельности после того, как ее акции стали объектом котировки на фондовом рынке?

Для ответа на этот вопрос, прежде всего, проанализируем динамику изменения величины дивидендов на акцию компании и удельного веса прибыли, направленной на выплату дивидендов (табл. 2).

Таблица 2

**Динамика изменения величины дивидендов на акцию компании  
и удельного веса прибыли, направленной на выплату дивидендов**

Год	Величина дивидендов на акцию, р.	Процент прибыли, направленной на выплату дивидендов, %
4 года назад	0,11	50
3 года назад	0,13	52
2 года назад	0,12	50
1 год назад	0,15	52
Текущий год	0,13	45

Динамика доли прибыли, направленной на выплату дивидендов, указывает на то, что менеджмент компании в рамках проводимой дивидендной политики направлял на выплату дивидендов половину прибыли.

Вместе с тем, применение такого типа дивидендной политики уместно, если показатель прибыли на акцию компании (EPS) стабилен или демонстрирует устойчивый рост. Как правило, акционеры негативно относятся к уменьшению уровня дивидендных выплат по сравнению с их величиной за предыдущие годы, поэтому уменьшение величины дивидендов на акцию по сравнению с предыдущим годом с 0,15 до 0,13 р. (на 13,33 %) не будет встречено внешними инвесторами компании позитивно и может повлиять на рыночную стоимость акций. Поэтому наилучшей величиной дивидендов на акцию, выплаченных компанией в текущем году как минимум должны были стать как минимум 0,15 р. или даже чуть больше.

Одновременно с применением различных видов дивидендной политики менеджмент компаний может использовать во взаимоотношениях с акционерами такие специальные инструменты как:

- выплата дивидендов путем проведения дополнительных выпусков акций (scrip dividend);
- деление или дробление номинала акций (stock split);
- сделки по обратному выкупу акций компанией у акционеров (share repurchase).

При использовании механизма выплаты дивидендов путем проведения дополнительных выпусков акций (scrip dividend) менеджмент компании может предложить акционерам в качестве альтернативных вариантов обычную выплату дивидендов, либо их получение не в денежной

форме, а в виде новых акций компании. При этом рыночная цена предлагаемых акций может оказаться значительно привлекательней нежели денежный вариант выплаты дивидендов.

Деление или дробление номинала акций (stock split) происходит в виде, например, деления каждой простой акции номиналом в 1 долл. США на две акции с номиналом в 0,5 долл. США. При этом для новых акций с меньшей номинальной стоимостью существует вероятность того, что они смогут обладать лучшей рыночной привлекательностью. Так если рыночная цена каждой простой акции номиналом в 1 долл. США до деления на две акции с номиналом в 0,5 долл. США составляла 6 долл. США, цена на новые две акции может установиться не на уровне ожидаемых 3 долл. США, а составить 3,1 долл. США, свидетельствуя об уверенности акционеров в будущем росте доходов компании, а значит и величине выплачиваемых дивидендов. При этом также необходимо учитывать, что деление или дробление номинала акций не изменяет общую величину собственного капитала компании, в то время как выплата дивидендов путем проведения дополнительных выпусков акций ведет к его увеличению.

Сделки по обратному выкупу акций компанией у акционеров (share repurchase) могут осуществляться по разным причинам и регулируются законодательством о рынке ценных бумаг. Так, например, во многих странах компании обладают правом покупки акций у своих акционеров, имеющих намерение продать акции.

#### **Список использованных источников**

1. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2015. – 576 с.
2. Савицкая, Г. В. Экономический анализ : учебник / Г. В. Савицкая. – 14-е изд., испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2018. – 647 с.
3. Шеремет, А. Д. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятия : учебник / А. Д. Шеремет. – 2-е изд., доп. – М. : ИНФРА-М, 2017. – 374 с.
4. Bragg, S. M. Business ratios and formulas: a comprehensive guide / S. M. Bragg. – 3rd ed. – Boston : Wiley, 2015. – 384 p.