

Черенкова Надежда Юрьевна

аспирантка кафедры экономики предприятия
и предпринимательства экономического факультета,
Санкт-Петербургский государственный университет
ekonomika-2007@mail.ru

ДИВИДЕНДЫ И... ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ

СИСТЕМАТИЗАЦИЯ ПОДХОДОВ
К ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Аннотация

В статье рассматривается вопрос дивидендной политики российских акционерных обществ, проводится анализ существующей теоретической базы, систематизируются подходы к дивидендной политике, изучается значимость дивидендов для собственников компании и инвесторов и их роль для акционеров и рынка в целом.

Ключевые слова: дивиденды, дивидендная политика, дивидендная теория

*Чем больше мы смотрим на дивидендную картину,
тем больше она выглядит как паззл, с частями,
которые не совпадают друг с другом.*

F.S. Black

Одним из наиболее противоречивых вопросов в области корпоративных финансов на сегодняшний день является изучение значения дивидендной политики. За рубежом данный вопрос занимает умы ученых-экономистов уже более полувека в то время как в отечественных исследованиях тема находится в начальной стадии изучения. Данный диссонанс связан с относительной неразвитостью российского фондового рынка и уровня корпоративного управления в отечественных компаниях по сравнению с западными аналогами. Таким образом, на текущий

момент данная область изучения таит в себе массу нерешенных вопросов и является актуальной в силу своей высокой практической значимости.

Дивидендная политика

Большинство российских акционерных обществ до сих пор не имеют проработанной, утвержденной дивидендной политики, а их руководство зачастую не рассматривает дивиденды как фактор, способный оказать влияние на капитализацию компании и поведение текущих и потенциальных инвесторов. Акционеры, в свою очередь,

рассматривают дивидендные платежи как показатель успешности и эффективности работы организации, а не как средство получения периодического дохода, предпочитая в последнем ориентироваться на показатель изменения курсовой стоимости акций. В то же время, в решениях руководства западных компаний дивиденды занимают далеко не последнее место, обеспечивая акционерам несравненно больший (по сравнению с российскими аналогами) уровень дохода.

В условиях мировой финансовой нестабильности вопросы дивидендной политики становятся тем более актуальными в силу того, что компаниям приходится осуществлять стратегический выбор между реализацией инвестиционных программ (фактически, развитием) и выплатой дивидендов (реализацией прав акционеров на получение дохода).

Исходя из вышеизложенного, можно говорить о высокой значимости проблемы дивидендной политики современных отечественных акционерных обществ в условиях неразвитости фондового рынка и нестабильности внешних условий хозяйствования, проработка которой будет способствовать как привлечению новых инвесторов (и, соответственно, притоку капитала), так и повышению прозрачности функционирования компаний на финансовых рынках.

Дивиденды – это часть чистой прибыли акционерного общества, выплачиваемая держателям обыкновенных и/или привилегированных акций общества в соответствии с принадлежащей им долей в уставном капитале акциями или иным имуществом по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев и/или финан-

сового года¹.

Дивидендная политика, в свою очередь, отражает совокупность принимаемых руководством решений, связанных с выбором оптимальной пропорции распределения и реинвестирования прибыли в развитие компании с учетом влияния, оказываемого на ее капитализацию, а также существующих и потенциальных инвесторов².

Дивидендные теории

Наиболее важным в области дивидендной политики, на наш взгляд, представляется поиск ответа на вопрос: «Каково влияние дивидендов на благосостояние акционеров компании и играют ли они какую-либо роль для инвесторов и рынка?». Для ответа на поставленный вопрос обратимся к истокам – существующим дивидендным теориям.

Так, М. Миллер и Ф. Модильяни (4) говорят о том, что дивиденды не оказывают влияния на благосостояние акционеров, а пропорция распределения прибыли на дивиденды и инвестиции не влияет на стоимость компании. Однако стоит понимать, что данная теория предполагает наличие ряда условий (отсутствие налогов и транзакционных издержек, отсутствие асимметрии информации и пр.), невыполнимых в реальной жизни, что, на наш взгляд, делает ее неприменимой к практике существующих компаний. Таким образом, данную теорию можно рассматривать не как практический инструмент, а скорее как отправную точку, задающую дальней-

¹ Определение автора на основании новой редакции (1)

² Определение автора на основании источников (2, 3)

ший ориентир исследований в области дивидендной политики.

Другие известные ученые, М. Гордон и Д. Линтнер, выдвинули теорию о том, что акционеры сильнее ценят дивиденды («синицу в руке»), чем эфемерный доход от прироста капитала в будущем, которого с учетом нестабильности фондовых рынков может и не быть (6). Ученые доказывали, что дивиденд «в руках» менее рискован, чем возможный доход от прироста капитала «в небе» и компаниям следует выплачивать щедрые дивиденды и наращивать величину дивидендов во времени.

Однако стоит учитывать, что выплата больших дивидендов может отрицательно сказаться на будущем развитии фирмы в силу приоритетности текущего потребления. К тому же, отток средств в связи с выплатой дивидендов впоследствии придется восполнять за счет использования прочих источников финансирования, что может отрицательно сказаться на структуре капитала фирмы, и может потребовать затрат большого количества времени, усилий и средств.

Также существует теория сигнальной роли дивидендов и теория эффекта клиентуры, говорящие о значимости дивидендов для акционеров и рынка в целом. Так, в первом случае выплата

дивиденды – это часть чистой прибыли акционерного общества, выплачиваемая держателям обыкновенных и/или привилегированных акций

ОТТОК СРЕДСТВ В СВЯЗИ
С ВЫПЛАТОЙ ДИВИДЕНДОВ
ВПОСЛЕДСТВИИ ПРИДЕТСЯ
ВОСПОЛНЯТЬ ЗА СЧЕТ
ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПРОЧИХ

ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ

та дивидендов сигнализирует о текущем состоянии и перспективах компании, а во втором – говорит о том, что акционеры компании продадут свои акции в случае не устраивающей их дивидендной политики (7).

Сигнальная роль дивидендов

Основная идея сигнальной теории заключается в том, что указанная в финансовых отчетах прибыль компании не всегда адекватно характеризует ее текущее финансовое состояние. Дивиденды при этом оказываются красноречивее любых слов, отражая ожидания руководства организации относительно ее светлого будущего: повышение дивидендов может приводить к положительному изменению стоимости акций, тогда как их снижение – к ее падению. Однако, с другой стороны, выплаты высоких дивидендов могут восприниматься некоторыми инвесторами как сигнал об отсутствии у организации эффективных инвестиционных проектов, и, следовательно, перспектив развития. Это может оказать отрицательное воздействие на стоимость акций компании.

Суть вышеизложенных теорий мы отразили в следующей таблице (см. на с. 57).

Существующие теории можно разделить на 2 категории: незначитель-

Теории, лежащие в основе дивидендной политики организации*

Признак	Теория отсутствия значимости (безотносительности) дивидендов	Теории значимости дивидендов	
Основоположники	Миллер, Модильяни	Гордон, Линтнер, Бенарци, Мишели, Тейлер	
Основная идея	На совершенных рынках капитала структура капитала не оказывает влияния на стоимость фирмы. Инвестору безразлично: получать ли доход в виде выплачиваемых дивидендов или в виде увеличения стоимости акций. Предполагается отсутствие персональных или корпоративных подоходных налогов, издержек, связанных с размещением акций и транзакционных издержек, подразумевается одинаковая доступность информация для всех участников рынка и рациональность их поведения	Теория синицы в руках	Многие инвесторы предпочитают получать текущий доход в виде дивидендов, а не полагаться на прибыль от прироста капитала, т.к. продажа акций в этом случае связана со значительными транзакционными издержками. Всегда существует риск снижения стоимости акций по не зависящим от компании причинам, следовательно дивиденды являются более «надежным» видом дохода для инвестора
		Теория сигнализации	Инвесторы оценивают перспективы компании и ее финансовое состояние, анализируя получаемые дивиденды
		Теория клиентуры	Многие инвесторы выбирают компанию с учетом ее дивидендной политики
Связь с практикой	Невыполнима на практике вследствие введенных авторами условий и ограничений	Все три концепции в той или иной мере находят отражение на практике, однако их влияние на дивиденды зачастую спорно	
Альтернативная		Взаимодополняющие	

* Составлено автором

ности роли дивидендной политики, и, напротив, ее значимости для организации. Причем, в рамках второй категории существующие концепции можно рассматривать как взаимодополняющие, усиливающие значение друг друга, а первую категорию – как альтернативную ко всем остальным.

Вывод

Сегодня можно говорить о том, что существует несколько взглядов на дивидендную политику организации, ее роль и значимость для организации, акционеров и рынка в целом. Некоторые концепции, лежащие в основе затронутой темы, построены на упрощающих моделях и непри-

менимы к практике, а другие представляются более практическими, что позволяет задавать дальнейшие ориентиры в области исследования с целью оптимизации существующих решений по части дивидендных выплат.

На наш взгляд, сигнальная роль дивидендов велика. И важен не только объем и периодичность дивидендных выплат, но и в принципе сам факт опубликования информации о принятых руководством решения. Это позволяет повысить прозрачность рынка и доступность информации для его участников, что в конечном итоге оказывает положительное влияние на его функционирование и развитие.

Литература

1. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об Акционерных обществах» (Электронный ресурс). – Режим доступа: http://www.consultant.ru/popular/stockcomp/29_5.html#p950.
2. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика. – 1993. – С. 772.

3. Бригхем Ю.Ф. Энциклопедия финансового менеджмента. – 1998. – С. 648.
4. Миллер М., Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? – 1999. – С. 86–115.
5. Миллер М., Модильяни Ф. Дивидендная политика, рост и оценка стоимости акций // Журнал оф бизнес. – 1963. – Октябрь. – С. 411–433.
6. Линтнер Дж. Дивиденды, прибыли, леввередж, цены акций и обеспечение корпораций капиталом // Ревью оф экономикс энд статистикс. – 1962. – Август. – С. 243–269.
7. Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М. Основы финансового менеджмента. – 11-е изд. – 2005. – С. 656–657.
8. Ковалев В.В. Финансовый анализ. – Изд. 2-е, перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – С. 321.
9. Black F. 1976. The dividend puzzle. Journal of portfolio manager. 2. 5–8.
10. Black F. and Scholes M. 1974. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. Journal of financial economics. 1. 1–22.

pp

Nadezhda Y. Cherenkova

Postgraduate Student of Company and Entrepreneurship Economics Chair of Economics Department, Saint Petersburg State University

Systematization of Approaches to the Dividend Policy of the Organization

Abstract

The article deals with the dividend policy of Russian companies, analyzes the existing theoretical framework, systematize approach to dividend policy, studies the importance of dividends to the company's owners and investors and their role for the shareholders and the market in general.

Keywords: dividend, dividend policy, dividend theory