

## ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ ПО ДИВИДЕНДАМ: КРАТКОСРОЧНЫЙ И ДОЛГОСРОЧНЫЙ АСПЕКТЫ

Булавко Л.В., аспирантка экономического факультета

*МГУ им. М.В. Ломоносова*

В данной статье рассматриваются подходы к решению вопроса о распределении прибыли в акционерном обществе с позиций современных направлений теории финансов и бухгалтерского учёта.

В классической теории финансов известны несколько моделей расчёта оптимальной величины дивидендов, которые строятся исходя из долгосрочных целей и задач компании. В статье же предлагается простой, лаконичный способ краткосрочного решения по дивидендам, который опирается на всё более популярную в мире бизнеса теорию заинтересованных лиц. Кроме того, приводится и пример расчёта показателя дивиденда на акцию с использованием долгосрочной модели Линтнера.

В статье также представлен обзор дискуссий о связи дивидендной политики и стоимости компаний, излагается юридический аспект решения вопроса о распределении прибыли в акционерном обществе.

Определение политики выплаты дивидендов является одним из самых сложных вопросов среди тех, которые приходится решать менеджерам компании. Ведение бизнеса в условиях ограниченности ресурсов требует очень взвешенного подхода к принятию решения об оптимальном соотношении нераспределённой прибыли, как относительно дешёвом источнике внутреннего финансирования, и размером выплачиваемых дивидендов, влияющим на объёмы внешнего финансирования. Именно поэтому вопрос о распределении прибыли, в частности дивидендная политика, входит, по мнению Брейли и Майерса, в первую десятку нерешённых проблем теории финансов.

Несмотря на то, что процесс принятия решения по дивидендам является закрытым и определяется внутренней управленческой политикой компании, основные подходы к формированию менеджерами компании дивидендной политики исследованы и изложены в работах целого ряда западных специалистов по корпоративным финансам.

Так, американскими теоретиками, классиками корпоративных финансов, предложено несколько моделей для определения оптимальной величины выплачиваемых дивидендов: модель выплаты дивидендов по остаточному принципу, модель частичной адаптации, модель постоянной выплаты дивидендов.

В основе этих моделей лежат рассуждения и выводы о том, влияет ли дивидендная политика на стоимость компании. Соответственно, из гипотезы независимости стоимости компании от дивидендной политики выводится модель выплаты дивидендов по остаточному принципу. Если гипотеза независимости не принимается, то используются две другие модели.

Ориентация на рост рыночной стоимости компании и приоритетное значение целей акционеров, собственников — это философия корпоративных финансов последних трёх десятилетий. До этого, в 1960-70 гг., типичным представлением руководства компании о миссии фирмы были корпоративный рост и диверсификация бизнеса, а интересы акционеров отдельно не выделялись.

В настоящее время всё более признаваемой среди менеджеров компаний становится, так называемая, теория заинтересованных сторон, согласно которой решения в компании принимаются с учётом интересов всех

лиц или групп лиц, могущих существенно повлиять на благосостояние предприятия. Этими лицами могут быть не только держатели финансовых требований, но и сотрудники, потребители, государство, общество.

Теория заинтересованных сторон имеет очень серьёзный недостаток — она лишена оценочного критерия работы менеджмента компании. Однако, этот недостаток нивелируется, когда в качестве долгосрочной цели компании рассматривается рост её стоимости. Создание стоимости даёт возможность менеджерам оценить соотношения между конкурирующими интересами сторон, а акционерам — измерять успешность менеджмента.

Акционеры в такой моделируемой компании не являются особыми заинтересованными лицами, имеющими привилегии над другими. Каждый участник здесь получает выгоду исходя из собственного вклада, умноженного на оговоренный внутренними соглашениями или рынком процент наращивания.

Таким образом, теория заинтересованных сторон, скорректированная на долгосрочную цель роста стоимости компании, позволяет найти довольно простое решение в задаче по определению оптимальной величины дивидендов.

Нет причин для необоснованно высоких или необоснованно низких выплат акционерам. Величина дивидендов определяется путём умножения величины предоставленного акционерами капитала на процент доходности, требуемый рынком по акциям компании. Полученная величина может быть скорректирована с учётом долгосрочной политики по выплате дивидендов, направленной на рост стоимости компании.

Классические теории выплаты дивидендов, ориентированные на стоимость компании, по своей сути определяют долгосрочную политику дивидендов и могут быть использованы менеджментом для формирования долгосрочных дивидендных программ.

Анализ же краткосрочной величины дивидендов сводится к определению двух составляющих величин, оценивающих вклад акционера в компанию — предоставленного капитала на начало периода и годового процента наращивания.

Акционеры предоставляют компании капитал исходя из требований доходности, которая складывается на рынке капитала. Требуемая норма доходности по акциям компании определяется с использованием модели по оценке доходности основных активов CAPM (capital asset pricing model):

$$R_{\text{треб.}} = R_f + b * R_{\text{ем}},$$

где

$R_{\text{треб.}}$  — требуемая (ожидаемая) доходность по акциям компании;

$R_f$  — доходность безрискового актива;

$b$  — коэффициент «бета» или показатель систематического риска для данного актива;

$R_{\text{ем}}$  — ожидаемая премия за рыночный риск.

Расчётным показателем предоставляемого акционерами капитала могут быть чистые активы организации на начало отчётного периода (конец предыдущего периода), раскрываемые в отчёте об изменении капитала.

Тогда, акционеры, предоставляя капитал, требуют чистый годовой доход, равный произведению величины чистых активов на требуемую норму доходности. Это предполагает, что сумма дивидендов может быть

ограничена этой рассчитанной величиной дохода, если она не превосходит чистую прибыль предприятия.

Однако, доход по акциям может быть капитализированным, то есть может выражаться в росте цены акций компании. В таком случае сумма дивидендов к выплате может быть скорректирована на величину капитализированного дохода.

Для расчёта требуемой доходности по акциям российской компании можно использовать базовые показатели для развитой экономики с последующей корректировкой на российскую специфику. В качестве безрисковой ставка на начало отчетного периода используется доходность к погашению долгосрочных еврооблигаций российского правительства, номинированных в долларах США. Рыночную премию за риск для развивающихся рынков капитала с политическим риском – России, Восточной Европы, Южной Америки – принимают равной 8,5% с последующей корректировкой на коэффициент  $b$ , установленный для компаний – аналогов в США. Если расчёты производятся в рублях, необходимо сделать корректировку на премию по рублевым обязательствам по сравнению с долларовыми обязательствами; премия определяется на основании данных по трехмесячным депозитам в соответствующих валютах.

В таблицах 1 – 4 представлен расчёт величины дивидендов ОАО Морское пароходство по описанной модели.

В таблице 1 рассчитана требуемая доходность по акциям, без использования финансового рычага.

Таблица 1

#### ЦЕНА СОБСТВЕННОГО (АКЦИОНЕРНОГО) КАПИТАЛА ОАО МОРСКОЕ ПАРХОДСТВО В 2004 г.

Наименование показателя	Начало 2004 г.
Безрисковая процентная ставка (ставка по российским еврооблигациям серии Euro USD 2028)	7,42% <sup>1</sup>
Рыночная премия за риск	8,5%
Коэффициент «бета» для отрасли транспорта	0,78
Цена собственного капитала по долларовым обязательствам	14,05% <sup>2</sup>
Премия по рублевым обязательствам <sup>3</sup>	3,64% <sup>4</sup>
Цена собственного капитала по рублевым обязательствам	17,69%

Акционеры, предоставляя капитал, ожидают, что к концу года этот капитал увеличится на 17,69%.

В таб. 2 рассчитан доход, который ожидают получить акционеры за текущий период. Доход рассчитывается как произведение чистых активов на начало периода на требуемую норму доходности (цену собственного капитала).

Таблица 2

#### ТРЕБУЕМЫЙ ДОХОД ПО АКЦИЯМ ОАО МОРСКОЕ ПАРХОДСТВО В 2004 г.

Наименование показателя	2004
Чистые активы на начало 2004 г. <sup>5</sup> (млн. руб.)	1 239,43
Цена собственного капитала по рублевым обязательствам	17,69%

<sup>1</sup> <http://www.expert.ru/economy/2004/01/02ex-extr>.

<sup>2</sup>  $R_f + b * R_{em} = 7,42\% + 8,5\% * 0,78 = 14,05\%$ .

<sup>3</sup> Премия по рублевым обязательствам рассчитана как разница в процентных ставках по рублевым и долларовым депозитам со сроком 3 месяца.

<sup>4</sup> <http://www.expert.ru/economy/2004/01/02ex-extr>: 9,38-5,74=3,64.

<sup>5</sup> Отчёт об изменениях капитала ОАО Морское пароходство за 2004 г.

Наименование показателя	2004
Требуемый доход по акциям <sup>6</sup> (млн. руб.)	219,26

Доход по акциям может быть получен не только из чистой прибыли, но и через увеличение рыночной стоимости акций предприятия.

В таблице 3 показано, как изменилась за год рыночная стоимость собственного капитала компании.

Таблица 3

#### РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ОАО МОРСКОЕ ПАРХОДСТВО В 2004 г.

Наименование показателя	Начало 2004 г.	Конец 2004 г.
Количество акций (шт.)	943 454	943 454
Цена акций (руб.)	636	640
Рыночная стоимость собственного капитала (млн. руб.)	600	603,8
Изменение рыночной стоимости собственного капитала (млн. руб.)		3,8

Решение о выплате дивидендов принимается путём сопоставления величин чистой прибыли, требуемого дохода по акциям и изменений рыночной стоимости собственного капитала.

В соответствии со ст. 42 Федерального закона от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах», дивиденды начисляются и выплачиваются из чистой прибыли, исчисленной по российским стандартам бухгалтерской отчётности. Требуемый доход по акциям – это тот минимальный доход, на который рассчитывают акционеры, предоставляя свой капитал. Если акции компании за год выросли в цене, то этот доход может быть скорректирован на величину прироста капитала.

В таблице 4 собраны сопоставляемые данные для принятия решение о сумме выплачиваемых дивидендов.

Таблица 4

#### ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ О ВЫПЛАТЕ ДИВИДЕНДОВ ОАО МОРСКОЕ ПАРХОДСТВО ЗА 2004 г.

Наименование показателя	2004
Чистая прибыль (млн. руб.)	675,3
Требуемый доход по акциям (млн. руб.)	219,26
Изменение рыночной стоимости собственного капитала (млн. руб.)	3,8
Возможное решение о выплате дивидендов (млн. руб.)	
---Минимум	215,46
---Максимум	675,3

Для ОАО Морское пароходство обоснованное выше возможное решение о выплате дивидендов может быть следующим: минимальный размер дивидендов определяется уровнем скорректированного требуемого дохода по акциям, максимальный – размером чистой прибыли предприятия.

Приведённый пример по принятию решения в ОАО Морское пароходство довольно удачно вписался в общую логику рассуждений. Однако, рассмотрим другой пример, когда значения показателей заставляют принимать более неординарное решение.

В таблицах 5-8 приведён алгоритм принятия решения по выплате дивидендов для ОАО Газовый монополист.

Из табл. 5, требуемая доходность по акциям ОАО Газовый монополист составляет 17,18%.

<sup>6</sup> Цену собственного капитала умножаем на чистые активы.

Из табл. 6 видно, что требуемая доходность по акциям не обеспечена чистой прибылью (требуемый доход по акциям меньше чистой прибыли).

Таблица 5

**ЦЕНА СОБСТВЕННОГО (АКЦИОНЕРНОГО) КАПИТАЛА ОАО ГАЗОВЫЙ МОНОПОЛИСТ В 2004 Г.**

Наименование показателя	Начало 2004 г.
Безрисковая процентная ставка (ставка по российским еврооблигациям серии Euro USD 2028)	7,42%
Рыночная премия за риск	8,5%
Коэффициент «бета» для газовой промышленности	0,72
Цена собственного капитала по долларovým обязательствам	13,54%
Премия по рублевым обязательствам	3,64%
Цена собственного капитала по рублевым обязательствам	17,18%

Таблица 6

**ТРЕБУЕМЫЙ ДОХОД ПО АКЦИЯМ И ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ОАО ГАЗОВЫЙ МОНОПОЛИСТ В 2004 Г.**

Наименование показателя	2004
Чистые активы на начало 2004 г. (млн. руб.)	1 707 211
Цена собственного капитала по рублевым обязательствам	17,18%
Требуемый доход по акциям (млн. руб.)	293 299
Чистая прибыль (млн. руб.)	161 084

Однако, компания является монополистом на сырьевом рынке, и цена акций за год поднялась на 102%, оправдывая ожидания акционеров с большой премией (табл. 7).

Таблица 7

**РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ОАО ГАЗОВЫЙ МОНОПОЛИСТ В 2004 Г.**

Наименование показателя	Начало 2004	Конец 2004
Количество акций (млн. штук)	23 689	23 689
Цена акций на начало года (руб.)	37,94	76,78
Рыночная стоимость собственного капитала (млн. руб.)	898 760	1 818 841
Изменение рыночной стоимости собственного капитала (млн. руб.)		920 081

В табл. 8 приведено решение о выплате дивидендов в ОАО Газовый монополист.

В такой благоприятной ситуации роста рыночной стоимости акций дивиденды можно не выплачивать. Если же компанией принята долгосрочная программа выплаты дивидендов, к примеру, в виде процента от чистой прибыли по российским стандартам бухгалтерской отчётности, то размер дивидендов можно ограничить суммой, описанной в программе.

Долгосрочная программа по дивидендам, как правило, является частью стратегии компании и направлена на рост её стоимости.

Таблица 8

**ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ О ВЫПЛАТЕ ДИВИДЕНДОВ ОАО ГАЗОВЫЙ МОНОПОЛИСТ ЗА 2004 Г.**

Наименование показателя	2004
Чистая прибыль (млн. руб.)	161 084
Требуемый доход по акциям (млн. руб.)	293 299
Изменение рыночной стоимости собственного капитала (млн. руб.)	920 081

Наименование показателя	2004
Возможное решение о выплате дивидендов (млн. руб.)	
---Не выплачивать	
---Выплачивать в рамках реализуемой долгосрочной программы выплаты дивидендов	

Таким образом, приведённый выше алгоритм является простым, обоснованным методом принятия краткосрочного решения о дивидендах. Он также может быть использован для анализа дивидендной политики компании.

Для принятия долгосрочной программы выплаты дивидендов, как уже сказано выше, можно применить одну из классических моделей выплаты дивидендов. Причём выбор модели связан с признанием или не признанием влияния дивидендов на стоимость компании. Научные споры о том, влияют ли дивиденды на стоимость компании, продолжаются до сих пор.

В 1961 году Ф. Модильяни и М. Миллер сформулировали теорему о независимости стоимости компании от величины выплачиваемых дивидендов. Богатство акционеров, по их мнению, определяется способностью фирмы генерировать прибыль, и в большей степени зависит от правильности инвестиционной политики, а не от того, в какой пропорции прибыль распределяется на выплаченную в виде дивидендов и реинвестированную. Другими словами, оптимальной дивидендной политики как фактора повышения стоимости фирмы не существует в принципе. Основой теории Миллера-Модильяни является идея о том, что стоимость фирмы определяется только её способностью получать доход. Распределение же выгоды от этих доходов существенной роли не играет.

Однако теорема Миллера-Модильяни требует выполнения ряда нереальных допущений, связанных с эффективными, совершенными рынками капитала.

Оппоненты теории независимости дивидендной политики, М. Гордон и Дж. Линтнер, утверждали, что дивидендная политика существенна и влияет на стоимость компании. Основной их аргумент заключался в том, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды доходам, лишь потенциально возможным в будущем, в том числе и возможному приросту акционерного капитала. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределённости инвесторов относительно целесообразности и выгоды 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.

В конце 70-х – начале 80-х годов были опубликованы результаты исследований Р. Литценбергера и К. Рамасвами, получившие в дальнейшем название теории налоговой дифференциации, согласно которой с позиции акционеров приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность. Литценбергер и Рамасвами проанализировали данные Нью-Йоркской фондовой биржи с 1936 по 1977 г. и обнаружили, что скорректированная доходность акций выше для тех компаний, которые выплачивают более высокие дивиденды. Требуемая инвесторами общая доходность увеличивалась приблизительно на 0,24% на каждый процент увеличения дивидендной доходности. Отсюда они сделали вывод, что дивиденды нежелательны, поскольку повышенная доходность нужна в данном случае для того, чтобы компенсировать инвесторам владение

высокодходными акциями. Кроме того, по налоговому законодательству США 1992 года доход по дивидендам облагался по ставке до 31%, а доход от прироста капитала – 28%, и уплата налога на доход от капитализации осуществляется лишь при его реализации. Тогда, акционеры фирмы, имеющей относительно высокий уровень дивидендов, должны требовать повышенный доход на акцию, чтобы компенсировать потери в связи с повышенным налогообложением. То есть, компании невыгодно платить высокие дивиденды, а её рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли.

В современной теории финансов также выделяют несколько теорий, объясняющих дивидендную политику компаний: клиентская теория, сигнальная теория и гипотеза денежной наличности. Все эти теории, по своей сути, обращаются к теореме Миллера-Модильяни, так как строят свои доказательства на реальных признаках несовершенства финансовых рынков, а именно, связывают логику рассуждений с транзакционными издержками или асимметрией информации. Так, клиентская теория указывает на то, что менеджмент компаний стремится к постоянному составу акционеров, что имеет своим итогом стремление к сохранению сложившейся дивидендной политики, связанной с тем, какой доход предпочитают их акционеры – текущий или будущий. Крупные инвесторы, которые платят налоги по высшей ставке, как правило, предпочитают вкладывать деньги в компании, которые платят меньше дивидендов и обеспечивают более высокий курс акций. Однако, пенсионеры, мелкие инвесторы предпочитают иметь акции компаний, выплачивающих высокие дивиденды. Постоянство состава акционеров приводит к тому, что, изменяя уровень дивидендов, компания вовлекает своих акционеров в нежелательные для них транзакционные издержки. Именно поэтому компании с постоянным составом акционером предпочитают иметь постоянную долгосрочную дивидендную политику.

Сигнальная теория рассматривает дивидендную политику как средство, используемое менеджерами (инсайдерами) для передачи внутренней информации рынку. Согласно этой теории, большая стоимость фирмы сигнализируется большими дивидендами, то есть цена фирмы является возрастающей функцией от дивидендов. Таким образом, дивиденды являются инструментом, с помощью которого менеджеры информируют рынок о том, что у них в компании всё хорошо.

Наконец, гипотеза свободного денежного потока постулирует, что дивиденды используются для вывода излишка денежной наличности от менеджеров и передачи их акционерам.

Говоря о новейших исследованиях в области дивидендной политики, следует указать на то, что многие авторы обращают внимание на желание крупнейших институциональных инвесторов владеть акциями фирм, которые производят регулярные дивидендные выплаты. Одновременно, институциональные инвесторы в большей степени желают и способны проводить мониторинг корпоративного менеджмента, чем это делают более мелкие и более расплывчатые собственники. Как результат, корпоративная дивидендная политика может быть предназначена для того, чтобы привлечь институциональных инвесторов, которые, в свою очередь, предоставляют услуги по мониторингу.

В 2003 г. лучшей публикацией авторитетного журнала Financial Analysts Journal была признана статья Роберта Арнотта и Клиффорда Аснесса «Сюрприз! Более высокие дивиденды = Более высокий рост прибыли», что подтверждает актуальность темы дивидендной политики компаний.

В своей статье авторы на основе эконометрического анализа доказывают, что выплата дивидендов является базой для последующего 10-летнего роста прибыли компаний.

С 1995 г. и по настоящее время коэффициент выплаты дивидендов в Соединённых Штатах был на самом низком уровне за всю историю наблюдений, показывая беспрецедентное падение за период с конца 1999 до середины 2001 (рис. 1).

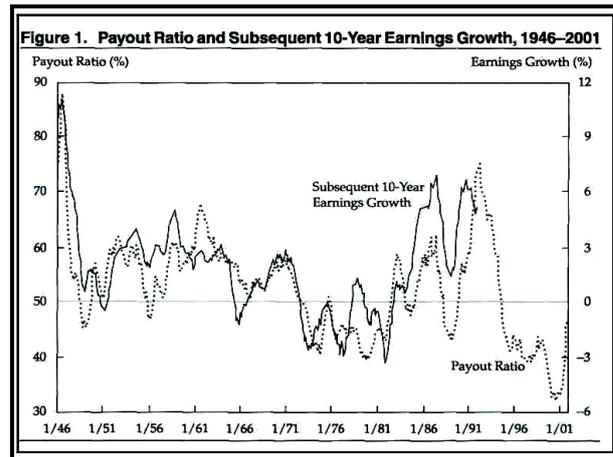


Рис. 1. Коэффициент выплаты дивидендов (Payout Ratio) и последующий 10-летний рост прибыли (Earnings Growth), 1946–2001<sup>7</sup>

С другой стороны, коэффициенты капитализации прибыли (доля прибыли, не распределяемая по дивидендам) в последнее время находился на самом высоком уровне за всё время. Некоторые рыночные исследователи, включая стратегов Уолт Стрит, предсказывают исключительно долговременный рост показателей прибыли, указывая причину этому, среди прочих факторов, низкие дивидендные выплаты в настоящем. Авторы же приводят результаты эконометрических исследований, доказывающих позитивную связь между выплатой дивидендов и последующим ростом прибыли.

Приводя теоретические аргументы, объясняющие установленную связь, авторы, ссылаясь на классика корпоративных финансов Линтнера, подчёркивают, что высокий коэффициент выплаты дивидендов свидетельствует о менеджерской уверенности в стабильности и росте будущих доходов компании. Эта уверенность (или её отсутствие) должна быть основана не только на публичной информации, но и на частной информации.

Кроме того, авторы отмечают, что связь между дивидендами и последующим ростом прибыли согласуется с тем, что компании выплачивают дивиденды из-за желания менеджеров построить империю. Нет ничего бесчестного в их поведении: противоположная мягкая случайная политика сохранения доходов может положить конец

<sup>7</sup> Источник: Financial Analysts Journal, January/February 2003

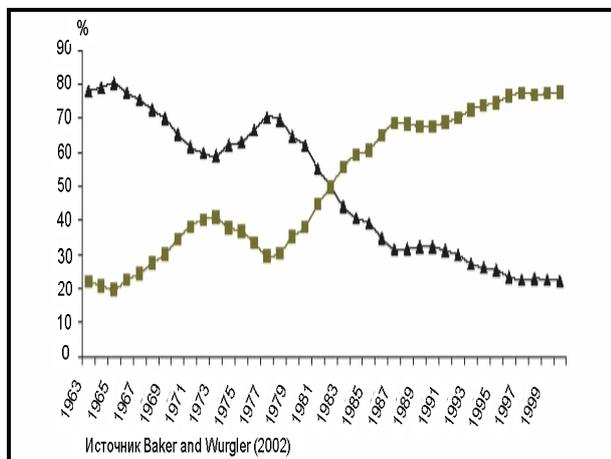
желанию строить империю путём создания скрытых запасов и резервов, прожигая дыру в корпоративном кармане. Наоборот, финансирование через выпуск акций и выплаты существенных дивидендов, хотя и уменьшают налоговую эффективность, но позволяют оценивать действия менеджмента и снижают конфликты интересов. Неэффективное строительство империи порождает основу для ничтожного роста прибыли в будущем, в то время как дисциплина и минимизация конфликтов имеет противоположный, благотворный эффект.

Таким образом, за более чем 40 лет после того, как Миллер и Модильяни сформулировали теорему о дивидендной политике на эффективных рынках капитала, многочисленные эмпирические и теоретические исследования поставили под сомнение гипотезу об эффективных рынках, являющуюся базисом для формулировки теоремы.

Для того чтобы обзор исследований по дивидендной политике был достаточно полным, необходимо остановиться и на том, как объясняет поведенческая (бихевиористская) теории финансов принятие решения по дивидендам менеджерами компании. В поведенческой теории финансов исследуются мотивы менеджеров в принятии решения о том, платить или не платить дивиденды. Вопрос же стоимости компании в соотношении с дивидендной политикой прямо здесь не ставится, хотя опосредованная связь с этим вопросом прослеживается.

Можно утверждать, что поведенческая теория финансов даёт довольно стройное объяснение значительным изменениям в дивидендной политике компаний за последние сорок лет.

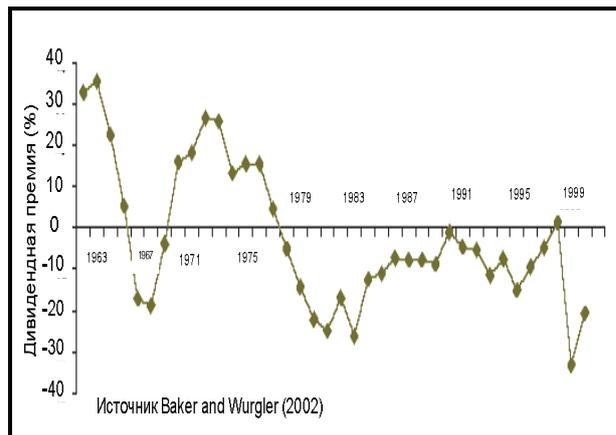
В период, когда Миллер и Модильяни создавали классическую теорию корпоративных финансов, почти 80% американских фирм платили дивиденды своим акционерам, а в 2000 г. доля таких фирм не превышала 25% (рис. 2).



**Рис. 2. Процентное соотношение компаний США, выплачивающих и не выплачивающих дивиденды, по годам**

Для объяснения этого явления Бейкер и Верглер, представители бихевиористской теории финансов, предложили теорию, согласно которой менеджеры формируют дивидендную политику в зависимости от спроса на дивиденды со стороны инвесторов. Существуют периоды, когда среди инвесторов повышается спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, и они готовы пе-

реплачивать за них. В результате появляется, так называемая, дивидендная премия, т. е. превышение цены акций над фундаментальной стоимостью компании из-за повышенного спроса у инвесторов на акции. В другие периоды настроения инвесторов меняются, и спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, падает. Тогда, относительно безрисковым акциям и дивидендам инвесторы начинают отдавать предпочтение более рискованным акциям компаний, у которых имеются значительные возможности роста. В результате дивидендная премия снижается и даже становится отрицательной, появляется дивидендный дисконт. Цена на акции, по которым выплачиваются дивиденды, становится ниже фундаментальной стоимости компаний (рис. 3).



**Рис. 3. Дивидендная премия на американском фондовом рынке**

В основе изменения настроений инвесторов лежат сложные феномены изменения их предпочтений и склонности к риску. Соответственно, рациональные менеджеры должны реагировать на изменения в настроениях инвесторов, подчиняясь главной цели снижения стоимости капитала для фирмы. В периоды, когда растет спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, менеджеры принимают решение о выплате дивидендов. В периоды, когда спрос на дивиденды снижается и дивидендная премия исчезает, менеджеры прекращают выплату. В любом случае, рациональные менеджеры должны реагировать на изменения в настроениях инвесторов, которые отражаются в дивидендной премии, из-за недостаточной эффективности фондовых рынков.

Итак, теоретические дискуссии по поводу дивидендной политики продолжаются до сих пор. Тем не менее, неоспоримым является то, что крупнейшие компании на Западе всё же предпочитают регулярно выплачивать дивиденды. Примеры такого подхода, отдающего приоритет стабильности в дивидендной политике, приводятся в западной литературе. Известны также и уникальные свидетельства отношения ряда компаний к выплате дивидендов. Так, компания «American Telephone and Telegraph Company» (AT&T), действующая на рынке связи и телекоммуникаций с 1885 г., на протяжении своей истории не только постоянно выплачивает дивиденды, но даже ни разу не снизила их размера. Ряд американских компаний постоянно выплачивает дивиденды в течение почти 150 лет, а корпорация «Chemical New York» делает это с 1827 г.

Кроме того, имеются многочисленные свидетельства о том, что любые серьезные изменения в области дивидендной политики немедленно отражаются на цене акций данной компании. Приведём некоторые примеры. Когда в мае 1987 г. известная фирма «Apple Computer» впервые в своей истории объявила о выплате дивидендов в размере четырёх центов на акцию (всего 5 млн. долл.), рыночная цена её акций в тот же день возросла на 219 млн. долл.

Большинство практиков считает проблему оптимизации дивидендной политики чрезвычайно актуальной. Однако признаётся и тот факт, что какого-то единого формализованного алгоритма в выработке дивидендной политики не существует – она определяется многими факторами, в том числе и трудно формализуемыми, например, психологическими. Поэтому каждая компания должна выбирать свою субъективную политику исходя, прежде всего, из присущих ей особенностей.

Для построения долгосрочных дивидендных программ можно использовать классические модели, которые обращаются к эконометрическому и инвестиционному анализу. Ниже приводится объяснение построения одной из таких моделей – модели частичной адаптации.

Идея принятия решения о выплате дивидендов через анализ модели частичной адаптации принадлежит Линтнеру, т.е. рассуждения строятся из предположения, что дивидендная политика влияет на стоимость компании. С помощью этой модели Линтнер вывел три этапа подготовки решения о выплате дивидендов.

Этап 1. Сопоставляются коэффициенты выплаты дивидендов для данной компании с нормативными значениями, например, с аналогичными коэффициентами для компаний-конкурентов или средними по отрасли. Определяется целевой, желаемый уровень дивидендов.

Этап 2. Сравняется величина дивидендов за прошлые периоды с желаемым уровнем будущих дивидендов и определяется отклонение. Записывается уравнение зависимости дивидендов текущего периода от дивидендов предыдущего периода и скорректированной величины отклонения.

Этап 3. Строится регрессия зависимости дивидендов текущего периода от текущего дохода и дивидендов предыдущего периода. По построенной регрессии определяется направление корректировки курса, необходимого для достижения целевых показателей.

Пусть желаемый уровень дивидендов равен

$$D_t^* = PE_t, \quad (1)$$

где

$P$  – долгосрочный коэффициент выплаты дивидендов (long-run payout ratio);

$E_t$  – прибыль за текущий период.

Тогда решение о величине дивидендов можно записать в виде:

$$D_t = D_{t-1} + \delta(D_t^* - D_{t-1}), \quad (2)$$

или

$$D_t = D_{t-1} + \delta(PE_t - D_{t-1}). \quad (3)$$

Здесь  $D_t^*$  – ожидаемое целевое значение выплаты дивидендов,

$D_{t-1}$  – значение выплаты дивидендов за предыдущий период,

$D_t$  – значение выплаты дивидендов за текущий год,

$\delta$  – коэффициент частичной корректировки, отражающий институциональные и технологические ограничения.

Для того чтобы разрешить уравнение относительно коэффициента частичной корректировки  $\delta$ , используем уравнение регрессии:

$$D_t = b_0 + b_1 E_t + b_2 D_{t-1} + e_t, \quad (4)$$

где

$$b_1 = P\delta, \quad b_2 = (1 - \delta).$$

Получив значения  $b_1$  и  $b_2$ , можно вычислить значения  $\delta$  и  $P$

$$\delta = 1 - \hat{b}_2; \quad P = \frac{\hat{b}_1}{(1 - \hat{b}_2)}. \quad (5)$$

Из данной модели следует, что компании устанавливают величину дивидендов в зависимости от величины доходов. Коэффициент  $\delta$  трактуется как средняя скорость адаптации. А выражение  $(1 - \delta)$  – как фактор безопасности, с помощью которого менеджеры избегают такого увеличения дивидендов, который они в будущем не смогут поддержать.

Регрессионную модель частичной адаптации (уравнение (4)) можно применить и для относительных показателей прибыли и дивидендов. Годовые показатели прибыли на акцию (EPS) и дивиденда на акцию (DPS) для Bank of America за 1966-1986 гг. используются в модели в качестве независимых переменных:

$D_t, D_{t-1}$  – DPS для компании за периоды  $t$  и  $t-1$  соответственно;  $E_t$  – EPS для компании за период  $t$ ;  $b_0, b_1, b_2$  – коэффициенты регрессии;  $e_t$  – поправочный коэффициент.

Данные по корпорации Bank of America Corporation (по изданию Moody's Industrial Manual, 1997) введены и обработаны с помощью программы Microsoft TSP. Для удобства работы в этой программе используются обозначения: obs – год (наблюдение), DPS, DPS\_1, DPS\_2 – значения дивиденда на акцию за периоды  $t$ ,  $t-1$ ,  $t-2$  соответственно, EPS – значение прибыли на акцию за период  $t$ .

Таблица 9

BANK OF AMERICA CORPORATION

obs	EPS	DPS	DPS_1	DPS_2
1966	0.839000	0.417000	–	–
1967	0.964000	0.458000	0.417000	–
1968	1.039000	0.458000	0.458000	0.417000
1969	1.109000	0.550000	0.458000	0.458000
1970	1.192000	0.550000	0.550000	0.458000
1971	1.329000	0.550000	0.550000	0.550000
1972	1.396000	0.570000	0.550000	0.550000
1973	1.605000	0.625000	0.570000	0.550000
1974	1.861000	0.700000	0.625000	0.570000
1975	2.195000	0.740000	0.700000	0.625000
1976	2.410000	0.790000	0.740000	0.700000
1977	2.720000	0.870000	0.790000	0.740000
1978	3.410000	1.020000	0.870000	0.790000
1979	4.100000	1.265000	1.020000	0.870000
1980	4.380000	1.410000	1.265000	1.020000
1981	3.020000	1.500000	1.410000	1.265000
1982	3.030000	1.520000	1.500000	1.410000

obs	EPS	DPS	DPS_1	DPS_2
1983	2.180000	1.520000	1.520000	1.500000
1984	1.770000	1.520000	1.520000	1.520000
1985	2.680000	1.160000	1.520000	1.520000
1986	3.740000	0.000000	1.160000	1.520000

Таблица 10

**ТАБЛИЦА РЕГРЕССИИ DPS ПО ПОКАЗАТЕЛЯМ EPS И DPS ПРЕДЫДУЩЕГО ПЕРИОДА**

LS // Dependent Variable is DPS  
 Date: 4-26-2006 / Time: 11:47  
 SMPL range: 1967 – 1986  
 Number of observations: 20

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	0.0946994	0.0816612	-1.1596618	0.262
EPS	0.1289727	0.0163793	7.8741272	0.000
DPS_1	0.8451870	0.0772006	10.947927	0.000
R-squared	0.913975	Mean of dependent var		0.888800
Adjusted R-squared	0.903855	S.D. of dependent var		0.448234
S.E. of regression	0.138985	Sum of squared resid		0.328388
Durbin-Watson stat	1.919074	F-statistic		90.30874
Log likelihood	12.71414			

Таблица 11

**COVARIANCE MATRIX**

VARIABLES	COVARIANCE	VARIABLES	COVARIANCE
C, C	0.006669	C, EPS	-0.000455
C, DPS	-0.005437	EPS, EPS	0.000268
EPS, DPS_1	9.18E-06	DPS_1, DPS_1	0.005960

Таблица 12

**ТАБЛИЦА РЕГРЕССИОННЫХ ОСТАТКОВ**

Residual Plot	obs	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
.   * .	1967	0.07593	0.45800	0.38207
.   * .	1968	0.03160	0.45800	0.42640
.   * .	1969	0.11457	0.55000	0.43543
.   * .	1970	0.02611	0.55000	0.52389
.   * .	1971	0.00844	0.55000	0.54156
.   * .	1972	0.01980	0.57000	0.55020
.   * .	1973	0.03094	0.62500	0.59406
.   * .	1974	0.02644	0.70000	0.67356
.   * .	1975	-0.04003	0.74000	0.78003
.   * .	1976	-0.05156	0.79000	0.84156
.   * .	1977	-0.05380	0.87000	0.92380
.   * .	1978	-0.06041	1.02000	1.08041
.   * .	1979	-0.03118	1.26500	1.29618
.   * .	1980	-0.12936	1.41000	1.53936
.   * .	1981	0.01349	1.50000	1.48651
.   * .	1982	-0.04387	1.52000	1.56387
.   * .	1983	0.04885	1.52000	1.47115
.   * .	1984	0.10173	1.52000	1.41827
.   * .	1985	0.31566	1.16000	0.84434
.   * .	1986	-0.40336	0.00000	0.40336

Построенную регрессию можно записать в виде:

$$\bar{R}^2 = 0,9039;$$

$$D_t = -0,0947 + 0,1290E_t + 0,8452D_{t-1} \quad (6)$$

(7,8741)      (10,9479).

Здесь  $\bar{b}_0 = -0,0947$ ,  $\bar{b}_1 = 0,1290$ ,  $\bar{b}_2 = 0,8452$ .  
 Оценим качество построенной регрессии:

1) Коэффициент детерминации  $\bar{R}^2$ , который показывает долю объяснённой дисперсии зависимой переменной  $D_t$ , является высоким, близким к единице ( $\bar{R}^2 = 0,9039$ ).

2) Как видно из таблицы 10, значения t-статистик, которые соизмеряют значения коэффициентов  $\bar{b}_0, \bar{b}_1, \bar{b}_2$  с их стандартными ошибками (стандартные ошибки в уравнении регрессии вынесены в скобках), равны соответственно:

- для коэффициента  $\bar{b}_0$ :  $t_{cm}^0 = -1,1597$ ,
- для коэффициента  $\bar{b}_1$ :  $t_{cm}^1 = 7,8741$ ,
- для коэффициента  $\bar{b}_2$ :  $t_{cm}^2 = 10,9479$ .

Проверим значимость коэффициентов по t-статистикам. При уровне значимости 5% и числе степеней свободы, равном  $20 - 2 = 18$  (20 – число наблюдений), критическое значение  $t_{крит}(5\%, 18) = 2,101$ . При уровне значимости 1%  $t_{крит}(1\%, 18) = 2,878$ .

Тогда, сопоставляя значения t-статистик с критическим уровнем, приходим к выводу, что коэффициенты  $\bar{b}_1$  и  $\bar{b}_2$  являются значимыми на уровне 99%.

Свободный член в уравнении незначим, т.е. нет высокой вероятности того, что его истинное значение отличается от нуля. Экономическое обоснование этому коэффициенту можно не давать, ограничиваясь геометрическим обоснованием – свободный член адсорбирует все смещения и сдвиги построенной регрессии. Исключить этот член тоже нельзя, т.к. это может привести к смещению коэффициентов  $\bar{b}_1$  и  $\bar{b}_2$ .

3) Значимость уравнения в целом можно исследовать через F-статистику. По таблице 10 значение F-ст. = 90,3087. Критическое значение F-статистики с уровнем значимости 1% и степенями свободы 2 и 18 ( $k = 2$  – число независимых переменных в регрессии)  $F_{крит}(1\%, 2, 18) = 3,55$ . Отсюда, уравнение в целом значимо.

4) Значение статистики Дарбина-Уотсона близко к 2 (по таблице 10 Durbin-Watson statistic = 1,9191), из чего можно заключить, что автокорреляция для данной регрессии отсутствует.

Итогом анализа, представленного в пп. 1-4 может быть вывод о том, что выборка является репрезентативной.

С помощью уравнений (5) вычислим значения коэффициента частичной корректировки  $\delta$  и долгосрочного коэффициента выплаты дивидендов  $P$ .

$$\delta = 1 - 0,8452 = 0,1548; \quad P = 0,1290(1 - 0,8452) = 83,33\%.$$

Коэффициент частичной корректировки показывает, с какой скоростью компания достигает целевого значения уровня дивидендных выплат в 83,33%.

Значение коэффициента частичной корректировки  $\delta = 0,1548$  означает, что Bank of America за каждый платёжный период приближает уровень дивидендных платежей к плановому значению на 15,48%.

Если в 1987 году прибыль на акцию компании составляет  $E_{1987} = 2,012$ , а дивиденды в 1986 не выплачивались, т.е.  $D_{1986} = 0$ , тогда, согласно модели частичной адаптации, в 1987 году следует выплатить

$$D_t = -0,0947 + 0,1290E_t + 0,8452D_{t-1} = \\ = -0,0947 + 0,1290 \times 2,012 + 0,8452 \times 0 = 0,3542$$

доллара на одну акцию.

Таким образом, по данной модели можно рассчитать прогнозное значение дивидендных выплат в рамках реализации долгосрочного плана по дивидендам.

Нужно отметить, что многие фирмы в долгосрочном периоде придерживаются политики стабильных дивидендов. Связано это с тем, что снижение дивидендов может оказать негативный информационный эффект и привести к снижению рыночной цены акций.

Если компания имеет стабильное производство, то она может планировать свои дивиденды с высокой степенью уверенности. Однако, к примеру, в циклических отраслях очень трудно поддерживать уровень дивидендов. Такие компании устанавливают очень низкий «регулярный» дивиденд и затем подкрепляют его «дополнительным» дивидендом.

Итак, для расчёта оптимальной величины дивидендов можно использовать модели, сочетающие в себе реализацию краткосрочной цели взвешенного подхода к определению суммы вознаграждения акционеру и долгосрочной цели, связанной с ростом стоимости компании.

Обратимся к юридической стороне вопроса, связанного с размером выплачиваемых дивидендов.

В современной континентальной системе права в качестве источника для выплаты дивидендов рассматривается прирост чистых активов предприятия, так как прибыль в юридическом смысле понимается именно как прирост чистых активов. Баланс имеет две трактовки – статическую и динамическую. Задачей баланса в статической трактовке является консервативный расчёт стоимости имущества; прибыль рассматривается как прирост чистых активов, и именно этот прирост может быть выплачен собственникам в виде дивидендов. Задачей баланса в динамической трактовке является исчисление финансовых результатов с целью анализа хозяйственного развития предприятия.

Приоритетной целью статического бухгалтерского учёта является сохранение собственного капитала, а интерпретация прибыли в балансе как прибыли, возможной к распределению между собственниками, может оцениваться, как попытка обеспечить его сохранение.

Предшественницей статического бухгалтерского учёта является венецианская модель камеральной бухгалтерии; целью такого учёта является защита, в первую очередь, интересов кредиторов, задачей – определение стоимости имущества, а в основе лежит концепция ликвидации предприятия на отчётную дату, концепция ликвидности.

Главной целью динамического бухгалтерского учёта является измерение, непрерывное или через близкие интервалы времени, эффективности хозяйственной деятельности предприятия. Баланс здесь отражает стоимость имущества только настолько, насколько это требуется для расчёта финансовых результатов. Важнейшее требование к прибыли, – не её точность (так как точности можно добиться только временно), а сопоставимость по периодам и между предприятиями. В динамической концепции бухгалтерского учёта в явном или неявном виде актив понимается как вложенный капитал, а цель учёта сводится к управлению его кругооборотом.

Экономическая наука и право всегда интерпретируют коммерческий баланс как дуалистический баланс (исчисление стоимости имущества и финансовых результатов), при этом на протяжении развития бухгалтерского учёта существовали разные приоритеты. Параллельное развитие балансового права и трактовок баланса привело к тому, что современный баланс включает как статические, так и динамические элементы. Баланс, относящийся к имуществу и кредиторской задолженности, имеет статическую основу, тогда как структура баланса и экономическая принадлежность статей баланса – динамическая. Правила оценки также динамические (всеобщий принцип оценки по ценам приобретения или заготовления), правила переоценки – статические. Поэтому новое балансовое право содержит как статические, так и динамические элементы.

Согласно российскому законодательству (федеральный закон «Об акционерных обществах»), дивиденды могут быть начислены и выплачены только за счёт чистой прибыли акционерного общества отчётного периода. Нераспределённая акционерами прибыль прошлых лет не может быть источником для начисления указанных дивидендов. Та часть прибыли, которая ранее уже была распределена акционерами, оставлена в распоряжении акционерного общества и фактически была использована на соответствующие цели, не может быть перераспределена акционерами повторно. Нераспределённая акционерами прибыль прошлых лет может быть направлена (распределена) акционерами на любые цели, не связанные с выплатой дивидендов по акциям.

Законодательные ограничения на размер выплачиваемых дивидендов, по своей сути, призваны защитить кредиторов и иных третьих лиц, и являются элементом статического баланса в континентальной системе права.

Таким образом, российские правовые и бухгалтерские правила распределения прибыли в акционерном обществе согласуются со статической трактовкой баланса, целью которого является консервативная оценка распределения прибыли для выплаты дивидендов. т.е., российское законодательство по вопросам распределения прибыли стоит, прежде всего, на стороне защиты интересов кредиторов и сохранения капитала предприятия.

Таблица 13

**ПРИРОСТ ЧИСТЫХ АКТИВОВ КАК ВОЗМОЖНОЕ РЕШЕНИЕ О ВЫПЛАТЕ ДИВИДЕНДОВ ОАО ГАЗОВЫЙ МОНОПОЛИСТ ЗА 2004 Г.**

Наименование показателя	2004
Чистые активы на начало 2004 г. (млн. руб.)	1 707 211
Чистые активы на конец 2004 г. (млн. руб.)	1 851 960
Прирост чистых активов за период (млн. руб.)	144 749
Чистая прибыль за период (млн. руб.)	161 084
Возможное решение о выплате дивидендов (млн. руб.)	144 749

В таблице 13 приведено возможное решение о выплате дивидендов через определение прироста чистых активов предприятия. На приоритетное удовлетворение требований кредиторов, соответствующее статической трактовке баланса, указано также в федеральном законе «О несостоятельности (банкротстве)».

Итак, дивидендная политика компаний несёт очень важную информацию о состоянии дел в компании, так

как основана не только на публичной информации, но и на частной, внутренней информации фирмы. Именно поэтому очень важно, чтобы разработка этой политики была понятна всем заинтересованным в её эффективной деятельности лицам.

Несмотря на то, что расчёт оптимальной величины выплачиваемых дивидендов до сих пор является нерешённой проблемой в финансовом менеджменте, можно найти подходы к обоснованному определению и анализу оптимальной величины дивидендов, опираясь на современные направления и выводы теории финансов и бухгалтерского учёта.

### Литература:

1. Gordon M. Dividends, Earnings and Stock Prices. //Review of Economics and Statistics, May 1959.
2. <http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2005/06/23>.
3. Lintner J. Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty. //The Quarterly Journal of Economics, February 1964.
4. Litzenberger R., Ramaswamy K. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices. //Journal of Financial Economics, June 1979.
5. Mihir A. Desai, C. Fritz Foley. Dividend Policy inside the Multinational Firm. Harvard University, March 2003.
6. Miller M., Modigliani F. Divident Policy, Growth, and the Valuation of Shares //Journal of Business, October 1961.
7. Robert D. Arnott, Clifford S. Asness. Surprise! Higher Dividends=Higher Earnings Growth. //Financial Analysts Journal, January/February 2003.
8. Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: в 2-х т. / Пер. с англ. под. ред. В.В. Ковалёва. СПб.: Экономическая школа, 2001.
9. Новодворский В.Д., Клестова Н.В., Шпак А.В. Прибыль предприятия: бухгалтерская и экономическая. //Финансы, N 4, 2003.
10. Обербринкманн Франк. Современное понимание бухгалтерского баланса. – М.: Финансы и статистика, 2003.
11. Ричард Брейли, Стюарт Майерс. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.
12. Ришар Ж. Бухгалтерский учёт: теория и практика: Пер. с фр./ Под ред. Я.В. Соколова. – М.: Финансы и статистика, 2000.
13. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».
14. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000.

*Булавко Людмила Васильевна*