

## О МОДЕЛЯХ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ОПТИМАЛЬНЫХ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ

Дивидендная политика организации является важной частью общей стратегии любого акционерного общества. От определения оптимального размера дивидендных выплат зависит рыночная стоимость акций, из которых, в свою очередь, складывается рыночная стоимость компании. Необъективная оценка рыночной стоимости компании, которая будет сильно отличаться от балансовой стоимости предприятия, может ввести в заблуждение инвесторов различных уровней, от частных инвесторов до государственных фондов, и принести множество неприятных последствий. На данный момент, универсальной модели, позволяющей определить необходимый размер дивидендных выплат, не существует. Однако, ещё в начале 60-х годов прошлого века, ряд исследователей из США предложили несколько моделей, позволяющих определить оптимальную величину дивидендов в зависимости от ряда факторов: балансовой цены акций, стоимости акционерного капитала, показатели размера фирмы, общеэкономической ситуации в отрасли предприятия, соотношения спроса и предложения на ценные бумаги, соотношение собственных и заёмных средств предприятия, индекс ликвидности и иных, более сложных факторов. Среди этих моделей можно выделить модель Джеймса Портерфилда, основанную на том, что фирма должна выплачивать дивиденды на фиксированную сумму, после выплаты которой стоимость акций останется на прежнем уровне, модель Гордона, в которой размер дивидендов зависит от рыночной стоимости компании, модель Лернера и Карлтона, в которой стоимость акций определяется соотношением спроса и предложения на данные ценные бумаги. Данные модели, не смотря на некоторые допущения, в своей совокупности, помогут предприятию найти оптимальную величину дивидендов и сделать акции своей компании более защищёнными от резких колебаний, защищая инвесторов от высокой вероятности потерять вложенные в акции средства.

**Ключевые слова:** дивиденды, стоимость кампаний, модели, инвесторы, доход.

На современном этапе развития рыночных отношений дивидендная политика организаций является предметом активных дискуссий. Одну сторону занимают те, кто считает, что политика фирмы в части распределения чистой прибыли в виде дивидендов акционерам не оказывают влияния на стоимость акций. Другие считают, что рынок оценивает текущие и регулярные выплаты дивидендов более положительно, чем их капитализацию и реинвестирование фирмой, так как их доход фиксирован, заранее известен, и при этом не наблюдается каких-либо рисков с окупаемостью будущего проекта, на которые были потрачены потенциальные дивиденды. Выдвигаемые доказательства с одной и с другой стороны очень сложны и требуют детального анализа и проверки эмпирическими данными.

Одним из первых экономистов, исследовавших проблему дивидендной политики, был Джеймс Портерфилд. В своей работе в 1965 году, изучая инвестиционные решения, он выдвинул теорию, что фирма должна выплачивать дивиденды только в случае полной уверенности в том, что после выплаты дивидендов цена акции не упадёт ниже той величины, которая была до выплаты дивидендов, т.е. должно выполняться равенство:

$$V_1 + D_0 \geq V_0, \quad (1)$$

где  $V_1$  – прогноз рыночной стоимости акции, за вычетом предполагаемого дивиденда, но после объявления дивидендов;  $V_0$  – рыночная цена акции перед объявлением дивидендов;  $D_0$  – предполагаемый дивиденд.

Такой подход основывается на предположении, что руководители фирмы точно знают, на какую информацию ориентируются инвесторы и как они воспримут то или иное решение, принятое компанией. Для акционеров такой подход относительно удобен. Имея полную и достоверную информацию о деятельности предприятия, они могут заранее знать размер поступлений будущих дивидендов и более уверенно распоряжаться своими акциями. Однако для руководства фирмы данный подход является достаточно сложным. При прочих равных условиях для компании было бы логично перед выплатой дивидендов объявлять о дальнейших планах своей деятельности, причём не только для своих акционеров, но и для рынка в целом (например, для потенциальных покупателей). Например, при решении о невыплате дивидендов можно объявить о том, что компания собирается расширяться, или как-либо ещё оправдать сложившуюся ситуацию. В дан-

ном случае рынок будет знать причины отказа от дивидендов, и акции не упадут в цене. Но любая фирма в целях сохранения своих конкурентных преимуществ и позиций на рынке не всегда может позволить себе раскрыть ту или иную информацию, являющуюся коммерческой тайной. Вследствие асимметрии информации, присущей современным рынкам, использование такого подхода весьма затруднительно.

Правило дивидендной политики Портерфилда позволяет учесть некоторое падение, происходящее после того, как рынок получает информацию о дивидендах. Как показывают эмпирические исследования, даже при увеличении суммы дивидендов по сравнению с прошлым периодом, всегда происходит незначительное снижение цен на акции, т.к. рынок оценивает данные действия как отказ от определённой части прибыли, которая могла бы быть использована для развития фирмы и увеличения её стоимости, тем самым увеличивая стоимость акций в долгосрочном периоде.

Также эмпирические свидетельства показывают, что при отклонении дивидендной политики фирмы от равенства Портерфилда рано или поздно происходит падение стоимости акций фирмы. Это связано с тем, что дивиденды, превосходящие оптимальные, должны финансироваться за счёт заёмных средств, и высокая стоимость такого финансирования будет вызывать уменьшение дальнейшего размера дивидендов. Такое падение, в свою очередь, вызывает снижение общего благосостояния акционеров, т.е. невыполнение основного назначения компании. Помимо этого, некоторые экономисты, например, Мирон Гордон, дополняя равенство Портерфилда, выдвигали теорию, согласно которой небольшой размер дивидендов относительно компании тоже приводит к падению цен на акции, но в более долгом периоде. Они поясняют, что при политике минимальных дивидендов стоимость компании будет весьма небольшой по сравнению с её истинным потенциалом. Вследствие этого осложняется процесс привлечения средств для развития компании, тем самым ограничивается её потенциал и возможности роста. Компания попадает в состояние стагнации, и, наблюдая сложившуюся ситуацию, акционеры, видя отсутствие перспектив, со временем начинают избавляться от акций данной организации, тем самым снижая её стоимость.

Ещё одно условие, влияющее на дивидендную политику организации – наличие внешних возможностей. Оно также объясняет нерациональность выплат небольших дивидендов, но уже при достаточно высокой стоимости акций. Если при вложении средств в акции компании, цена которых не занижена по сравнению с истинной стоимостью компании, выплаты дивидендов невелики, то инвестор несёт альтернативные издержки. В данной ситуации для него рационально избавиться от принадлежащих ему акций и приобрести ценные бумаги другой компании, за ту же цену, но с большей суммой причитающихся инвестору дивидендов. Данные действия акционеров могут, как и в предыдущем случае, могут вызвать массовые продажи акций данной компании, падение спроса на них и, соответственно, падение стоимости компании.

Следовательно, любое отклонение от правила оптимального решения будет вызывать снижение стоимости акций инвестора относительно некоего оптимального значения. Соблюдение вышеупомянутых особенностей может помочь компании определить оптимальную дивидендную политику.

Модель роста дивидендов Мирона Гордона, выдвинутая в 1962 году, основывается на стоимости акционерного капитала и имеет вид:

$$k_e = \frac{D_0}{V_e} + g, \quad (2)$$

где  $k_e$  – стоимость акционерного капитала;  $D_0$  – текущий дивиденд не использующий заёмный капитал фирмы;  $V_e$  – текущая рыночная стоимость акции;  $g$  – ожидаемый коэффициент роста дивидендов, который складывается из процента ежегодно удерживаемых прибылей –  $b$ , и дохода по этим удержаниям –  $r$ . Согласно модели,  $b$  и  $r$  величины считаются неизменными в течении всего периода анализа. Преобразование модели с учётом вышеупомянутых допущений даст нам следующую формулу стоимости компании:

$$V_e = \frac{D_0}{k_e - b \cdot r}. \quad (3)$$

С учётом того, что текущий дивиденд ( $D_0$ ) равен годовому доходу фирмы ( $Y$ ) минус доля прибылей, которая была реинвестирована ранее ( $b$ ), получаем выражение:

$$V_e = \frac{(1-b) \cdot Y}{k_e - b \cdot r}. \quad (4)$$

Использование модели ограничено компаниями со стабильными темпами роста. Для корректного использования данные для определения темпов роста должны быть тщательно отобраны. Модель Гордона больше всего подходит компаниям, чьи темпы роста равны номинальным темпам роста экономики или ниже их, при этом у этих компаний есть определенная политика выплаты дивидендов, которую они намерены проводить и в будущем.

Если компания решила использовать теорию Портерфилда и Гордона в качестве метода принятия дивидендного решения, то они должны решить, в какой степени рынок считает 1 рубль дивидендов и 1 рубль прибыли равноценными. Как упоминалось выше, некоторые инвесторы считают, что сумма выплаченных дивидендов оценивается выше, т.к. они понятны и известны, и не несут в себе никаких рисков. Другие, наоборот, считают, что предпочтительнее иметь капитализированную прибыль, так как впоследствии возможно несколько большее получение прибыли. Третья группа считает, что принципиальной разницы в оценке нераспределённой прибыли и выплаченных дивидендов нет.

В 60-70-х годы прошлого века экономисты ожесточённо спорили на этот счёт. Одной из наиболее популярных теорий того времени являлась модель Модильяни и Миллера. В 1961 году они выдвинули теорию о том, что рынок капитализирует чистые операционные доходы, и поэтому ему безразлично, как они распределяются – в виде прироста капитала или в виде дивидендов. Однако данная модель применима только на рынке совершенной конкуренции. В ней присутствуют множество допущений, которые при их введении доказывают её несостоятельность.

Но в конце 1980-х годов экономисты пришли к выводу, что единого правила отношения дивидендов к прибыли нет. Данное отношение является субъективным, т.к. зависит от личных целей инвесторов. Для тех инвесторов, целью которых является извлечение относительно быстрой прибыли за счёт спекуляции акциями, предпочтительнее иметь большую капитализацию дивидендов, чтобы акции росли в цене. Для инвесторов, которые приобретали акции в счёт обеспечения своей будущей пенсии так же предпочтительнее капитализация. А вот для

инвесторов, целью которых является получение стабильного дохода от вложенных денег, предпочтительнее будет получать текущие дивиденды без капитализации.

На данный момент многие компании, выбирая политику дивидендов, косвенно определяют своих потенциальных акционеров, свою деятельность, свою норму прибыли и план развития (который ожидает потенциальный класс акционеров).

К сожалению, даже в наше время имеющейся информации недостаточно, чтобы решить проблему дивидендных выплат. Описанные выше теоритические модели Портерфилда и Гордона включают в себя такие переменные, как рыночные ожидания, риск, неопределённость. Такие данные не могут быть получены непосредственно из жизни. Поэтому многие экономисты стараются провести анализ зависимости цен акций от дивидендов путём исследования исторических закономерностей. Часть инвесторов использует исторически сложившиеся тенденции поведения рынка для анализа и прогнозирования будущих дивидендов и стоимости акций. Однако, при данном подходе нужно учитывать определённую статистическую погрешность. Хотя Модильяни и Миллер считали, что инвесторы более высоко оценивали текущие дивиденды, чем прирост капитала, именно из-за статистической ошибки. Также до сих пор точно не определены факторы, которые необходимо учитывать в ретроспективном анализе.

Одна из наиболее серьёзных атак на проблему дивидендной политики была предпринята Мироном Гордоном. Он стремился сформулировать сложный вариант своей модели оценки дивидендов, которая бы выражала в количественной форме корреляцию между стоимостью акции и шестью переменными:

1. Текущий дивидендный доход фирмы;
2. Ожидаемый темп роста дивидендов, предполагая, что он соответствует темпу роста дивидендов в прошлом;
3. Показатель нестабильности прибылей прошлых лет (отклонения);
4. Соотношение собственных и заёмных средств;
5. Индекс ликвидности;
6. Показатель размера фирмы.

Гордон утверждал, что результаты его исследования безусловно поддерживают дивидендную гипотезу, а размеры компании – уровень ликвидности, тогда как стабильность доходов помогает выяснить стоимость акций. После анализа по некоторым акциям корреляционная модель Гордона нашла своё подтверждение.

Не смотря на это, корреляционная модель Гордона стала предметом дискуссий. Одно из замечаний состоит в том, что модель несколько искажает логику инвестирования, которая предполагает изменение коэффициента выплаты прибыли в виде дивидендов, которую Гордон считал постоянной (ведь инвесторы вкладывают деньги в акции, предполагая увеличить свой доход также и за счёт планируемого роста дивидендов). Сам Гордон согласился с данным утверждением и признал, что модель ещё не имеет окончательного вида. В 1970-х годах Михаэль Кинан провёл анализ по нескольким выборкам и пришёл к выводу, что хотя знаки корреляции в общем соответствовали результатам Гордона, их величины были разными для различных выборок. Исходя из этого Кинан заявил, что, пользуясь моделью Гордона, можно сказать весьма немного о влиянии дивидендов на стоимость акции.

Вероятно, наиболее известной теорией является теория Лернера и Карлтона. Они предположили, что как и для всех других товаров, равновесная цена акции зависит от соотношения спроса и предложения. Поэтому они рассматривали цену на акции как определяемую факторами спроса и предложения на эти акции. Факторы предложения в данной теории включают в себя требуемый доход на акции и дивидендную политику. Они предположили, что фирма определяет свою долю прибыли, нераспределяемую на дивиденды, на основе двух моделей.

Одна из них представляет собой модель оценки акций, которую, как полагает фирма, используют инвесторы. Эта модель формулируется аналогично модели Гордона, за исключением того, что стоимость капитала представляется функцией ставки процента при отсутствии риска и класса риска, к которому относится фирма. Далее, предполагается, что доход от реинвестирования зависит от величины нераспределен-

ной прибыли. В этой модели фирма определяет конкретную величину нераспределяемой доли прибыли, берет на себя обязательство получить данный доход. Вторая модель (модель спроса на фонды) определяет доход, который фирма может ожидать от любого данного объема реинвестиций. Также как и в модели предложения, Лернер и Карлтон предполагали, что доход от реинвестирования падает по мере роста доли нераспределенной прибыли.

Математические уравнения этих двух моделей могут быть решены совместно для определения такой доли нераспределяемых прибылей, которая обеспечит наибольшую возможную цену акций фирмы. Для получения решения оценка влияния удерживаемой доли прибыли должна быть одинаковой в обеих моделях. Допущения, фактически принятые инвесторами относительно влияния доли удерживаемой прибыли, должны правильно отражаться в модели предложения фондов и согласовываться с допущениями, используемыми в модели спроса.

Лернер и Карлтон утверждают, что такая ситуация должна существовать в условиях экономического равновесия. Работа над общими моделями находится пока еще на самой ранней стадии. Это означает, что мы сможем со временем решать такие сложные задачи, как, например, поиск дивидендных решений с одновременным учетом и других двух элементов (инвестиций и финансирования). К сожалению, взаимосвязь между различными финансовыми переменными имеет такой сложный характер, что до сих пор не предложено методов эмпирической проверки результатов, полученных с помощью таких моделей.

Перечисленные выше теории выполняются, хоть и с большими погрешностями, только для «рынков с совершенной информацией». Если это предположение неверно, то маловероятно, что какая-либо теория приведет инвесторов к оптимальным результатам. Например, руководство может принять проект с очень высокой чистой дисконтированной стоимостью, но стоимость акций останется неизменной, если рынок не будет убежден в ценности проекта. И действительно, стоимость акций может изменяться и в направлении, противоположном тому, которое предсказывают описанные в статье теории, если информация, исходящая от руководства фирмы, не вызывает доверия.

Профессиональные инвесторы держат в строжайшем секрете, какие модели оценки они реально используют и как они делают оценки, необходимые для этих моделей. Например, в несколько иной области Лернер, изучая банковские тресты, установил, что руководство трестов использует грубые модели управления запасами для определения, какие ценные бумаги продать, а какие купить. Также он выразил очень серьезные сомнения относительно того, что демонстрирующее рациональное и целеустремленное поведение индивидум может быть реалистически описано моделями максимизации. Хотя и существует потребность в дальнейших исследованиях в этой области, до настоящего времени не предложено таких альтернатив предположению о том, что инвестор действует как максимизатор дисконтированной стоимости, которые давали бы лучшие прогнозы.

Однако совершенно очевидно, что, какие бы модели инвесторы ни использовали, они вынуждены полагаться на очень несовершенную информацию при выработке своих оценок. Это может привести к неточным предсказаниям. Несколько авторов высказали предположение, что этой трудности можно частично избежать, если фирма представит финансовые планы, показывающие те потоки денежных средств, которые она ожидает получить в будущем. До появления таких планов рынок вынужден строить свои прогнозы в основном на прошлой информации, содержащейся в балансовых отчетах и в отчетах о финансовых результатах, а также на отрывочной информации, которую можно почерпнуть из таких документов, как отчеты директоров и промежуточные финансовые отчеты. Эти отчеты и документы обычно содержат мало такой информации, на которой можно было бы строить прогнозы, так как представляемые в них данные, как правило, относятся только к компании в целом.

Поэтому такие документы дают обычно мало информации и относительно состава существующего или будущего портфеля проектов фирмы или прибыльности конкретных проектов. Поэтому приведенные здесь модели следует рассматривать не как точный практический инструмент для реальных инвестиционных оценок, а скорее как средство выявления и изучения тех финансовых переменных, которые

оказывают наибольшее влияние на решения, почти независимо от того, какого типа моделью оценки пользуется рынок или информацией какого типа вынужден пользоваться рынок при формулировании своих прогнозов.

При анализе дивидендной политики до сих пор не используется какая-либо точная методика. Разработанные в 60-х годах модели Портфилда и Гордона до сих пор являются ведущими методами оценки дивидендной политики, хотя они и имеют ряд серьезных допущений.

Говоря о нынешнем состоянии дивидендной политики, многие экономисты утверждают, что каждая акционерная компания весьма индивидуальна, и подобрать конкретную модель для определения конкретного размера дивидендов весьма сложно. Существуют фирмы, дивидендная политика которых проводилась в противовес теориям Портфилда и Гордона (например, различные стартапы).

В целом, мнение подавляющего числа экономистов сходится в следующем утверждении: один из лучших общепризнанных вариантов дивидендной политики – сохранение постоянного уровня дивидендов и отказ от резких и внезапных изменений суммы дивидендов. В таком случае компания может обеспечить себе лояльность клиентов за счёт стабильности и отсутствия резких колебаний курсов акций.

С данной точкой зрения трудно не согласиться. Дивидендная политика весьма сильно влияет на курс акций, и следовательно, на рыночную стоимость компании. Одним из ярких примеров данной зависимости является дивидендная политика ОАО «Сбербанк России». 17 апреля 2015 года Герман Греф, руководитель данного банка, объявил, что «Сбербанк» выплатит дивиденды в размере 45 коп. на одну акцию – и обычную, и привилегированную. Это составит 3,5% от чистой прибыли банка. Вслед за информацией о незначительном размере дивидендов привилегированные акции Сбербанка на Московской бирже России упали на 6% до 51,26 руб. за бумагу. Обыкновенные акции Сбербанка снизились на 3,74% до 73,64 руб. Греф заявил, что решение продиктовано необходимостью поддерживать уровень капитала, который испытал давление из-за макроэкономических событий. Безусловно, многие решения, касающиеся выплат дивидендов, зависят

от экономической ситуации, как внешней, так и внутренней. Но, при любом решении, стоит учитывать влияние дивидендной политики на курс акций, отношение собственников, и положение компании на рынке.

К сожалению, универсальной модели по определению необходимого уровня дивидендных выплат не существует. Это объясняется большим

количеством переменных, влияющих на дивидендную политику, и невозможность достаточно точно спрогнозировать реакцию рынка на дивидендные выплаты. Тем не менее, приведённые в данной статье модели, могут помочь руководству компании установить оптимальный размер дивидендов, а акционерам и инвесторам – определить оптимальную стоимость акций.

17.06.15

**Список литературы:**

1. Бадюкина Е.А. Дивидендная политика и рыночная стоимость компании. // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2010. – №3. – С.19-33.
2. Борисов Д.М., Киселёв С.В., Муратова А.Р. Дивидендная политика организаций // Вестник Казанского технологического университета. – 2012. – Т.15. – №23. – С.185-187.
3. Бочарова И.Ю. Дивидендная политика в системе корпоративного управления компанией // Финансы и кредит. 2011. – №47 (479). – С.2-9.
4. Брусов П.Н., Филатова Т.В., Орехова Н.П., Брусов П.П., Бруслова А.П., Филатова И.А. Какой должна быть современная дивидендная политика компании? // Вестник Финансового университета. 2012. – №4 (70) – С.57-75.
5. Даниловичин С.В. Базовые компоненты технологии формирования дивидендной политики // РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. 2010. – №1. – С. 22-26.
6. Дедова Т.В., Поспелова А.Е. Оптимизация дивидендной политики организации // Апрельские научные чтения им. профессора Л.Т. Гиляровой. 2012. – С.103-105.
7. Заволокина Л.И. Дивидендная политика компании // Труд и социальные отношения. 2012. – №6. – С.102-108.
8. Ибрагимов Р.Г. Панферов Г.А. Обобщение теории Модильяни-Миллера: миф и реальность // Вестник Финансового университета. 2014. – №3 (81). – С.114-122.
9. Корниенко Е.В. Улучшение собственного финансового состояния эмитента и оптимизация дивидендной политики // Вестник Поволжского государственного университета сервиса. 2008. – №4. – С. 95-102.
10. Рудык Н.Б. Проблемы самоконтроля и дивидендная политика корпораций // Финансовый менеджмент. 2008. – №4. – С.108-113.
11. Серебрякова А.А. Дивидендная политика российских корпораций // Законы России: опыт, анализ, практика. 2012. – №7. – С.6-9.
12. Сибова Н.М. Методика оптимального дивидендного решения // Российское предпринимательство. 2013. – №22 (244). – С.64-72.
13. Теплова Т.В., Зельцман А.А., Погосян Ю.А., Рассадкин Л.Ю. Дивидендная политика // Вестник национальной ассоциации участников фондового рынка. 2012. – №2. – С.56-59.
14. Труфанова В.А., Мельникова Л.Ф. Дивидендная политика предприятия // Современные наукоёмкие технологии. – 2014. – №71. – С. 91-92.
15. Чушева С.Ю. Дивиденд и дивидендная политика: понятие и характеристика // Вестник Орловского государственного университета. 2009. – №4 (8). – С.149-153.
16. Шипилова Е.И. Методика расчёта параметров дивидендной политики // Вестник магистратуры. 2014. – №4-2 (31). – С.90-101.
17. Силкина С.А. Дивидендная политика в системе финансового менеджмента предприятия: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10. – Москва, 2006. – 174 с.
18. Шагалева Т.Б. Особенности дивидендной политики компании развивающихся рынков капитала: диссертация ... кандидата экономических наук: 08.00.10. – Москва, 2011. – 181 с.
19. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капитальных вложений. М.: ИНФРА-М. – 1996. 432 с.
20. Грэхем Б. Разумный инвестор / пер. с. англ. М.: Альпина Бизнес Букс. -2015. 568 с.
21. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс. – 2014. 1316 с.
22. Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект. – 2014. 1104 с.
23. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. М.: Дело.– 1999. 316 с.
24. Рош Д. Стоимость компании: от желаемого к действительному. Минск: ГревцовПаблшер. – 2008. 352 с.
25. Хей Д. Миррис Д., Теория организации промышленности: в 2 т. / СПб.: Экономическая школа. – 1999, Т.2 – 384 с.

Сведения об авторах:

**Кузьмина Ирина Григорьевна**, доцент кафедры финансов и кредита Оренбургского филиала РЭУ им. Г.В. Плеханова, кандидат экономических наук

460000, г. Оренбург, ул. Пушкинская, 53, тел. (3532) 770411, e-mail: kruakir@mail.ru

**Лазарев Александр Дмитриевич**, студент Оренбургского филиала «РЭУ им. Г.В. Плеханова», e-mail: alexlz56@me.com