

## **Дивидендная политика предприятия.**

**Дивиденд** – это часть прибыли, которую получают акционеры по имеющимся у них акциям. В соответствии с НК РФ (ч. 1 ст. 43) дивидендом признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в т.ч. в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям).

**Дивидендная политика** – это политика О<sup>0</sup>-ции в области использования прибыли, по которой определяется, в каком режиме компании следует выплачивать дивиденды акционерам: выплатить сразу в полном объеме или реинвестировать прибыль с целью получения с нее дохода с последующей выплатой дивидендов в бóльшем размере.

**Цель дивидендной политики** – определить оптимальное соотношение между потребляемой и капитализируемой частями прибыли, что в дальнейшем позволит обеспечить стратегическое развитие О<sup>0</sup>-ции, максимизировать ее рыночную стоимость и определить конкретные меры, направленные на увеличение рыночной стоимости акций.

При этом под **капитализацией** чистой прибыли понимают ее использование на производственное развитие, реинвестирование чистого денежного потока от инвестиций, осуществление дивидендных выплат в форме новых акций, направление суммы депозитного процента на прирост депозитного вклада и т.д. Следует заметить, что реинвестирование прибыли является относительно дешевой формой финансирования для компании по сравнению с выпуском новых акций и позволяет сохранить сложившуюся систему контроля собственников за ее деятельностью. Увеличение суммы капитализируемой прибыли свидетельствует о росте имущественного состояния К<sup>0</sup>-ия, увеличении его собственных средств.

При определении соотношения между потребляемой и капитализируемой частями прибыли учитываются следующие факторы:

- нормативные документы, регулирующие порядок выплаты дивидендов;
- наличие свободных денежных средств;
- доступность привлечения средств из других источников и их стоимость;
- интересы акционеров.

### ***Виды и источники дивидендных выплат.***

Порядок, определяющий выплату дивидендов и их источник, регламентируется российским законодательством.

Источником выплаты дивидендов является чистая прибыль К<sup>0</sup>-ия за истекший период.

В случае недостаточности чистой прибыли дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться из специально созданных для этой цели фондов за счет прибыли прошлых лет.

Дивиденд устанавливается либо в процентах к номинальной стоимости акции, либо в рублях на одну акцию.

Выплата дивидендов может осуществляться:

- 1) деньгами (денежная форма выплата дивидендов) – например, наличными из кассы К<sup>0</sup>-ия, чеком, платежным поручением, почтовым переводом. В этом случае применяются различные варианты определения величины дивидендных выплат;
- 2) иным имуществом (в случае если это предусмотрено Уставом общества): вновь выпущенными акциями АО, облигациями, другими видами ценных бумаг, товарами.

### **В современной теории дивидендной политики и ее влияния на рыночную стоимость К<sup>0</sup>-ия существует три подхода:**

1) **Иррелевантность дивидендов (Модильяни и Миллер)** – согласно данной теории акционерам безразлично, в какой форме будет осуществляться распределение чистой прибыли: в форме дивидендов или дохода от прироста стоимости капитала. А также при определенных идеальных условиях дивидендная политика не влияет на стоимость компании.



Рис. 1. Поведение инвесторов согласно теории иррелевантности дивидендов

2) **Теория «синицы в руках» (Гордон и Линтнер)** – согласно данной теории дивидендная политика существенно влияет на прирост капитала. Поэтому инвесторы отдадут предпочтение менее рискованным текущим дивидендным выплатам по сравнению с потенциально возможным приростом капитала в будущем, следуя поговорке: «лучше синица в руках, чем журавль в небе».

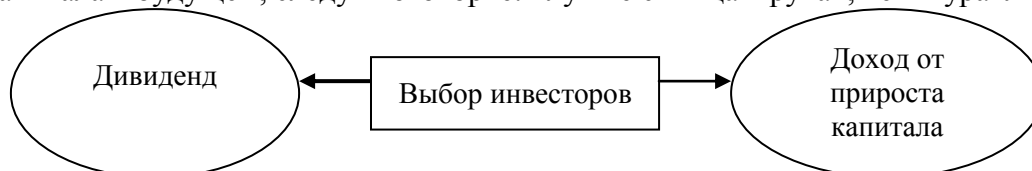


Рис. 2. Поведение инвесторов согласно теории «синицы в руках»

3) **Теория налоговой дифференциации (Литценбергер и Рамасвами)** – согласно данной теории на выбор дивидендной политики влияет действующая практика налогообложения доходов акционеров. При наличии налоговых преференций в области инвестирования капитала акционеры могут предпочесть выплате дивидендов капитализацию прибыли.

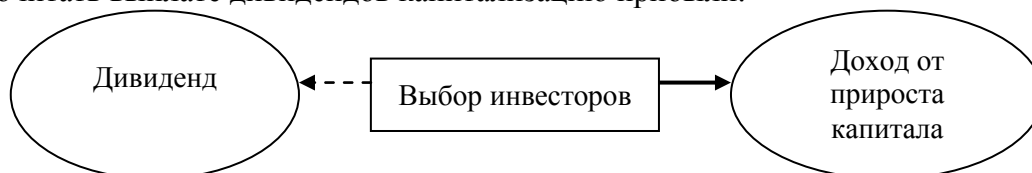


Рис. 3. Поведение инвесторов согласно теории налоговой дифференциации

Выбор такой дивидендной политики обосновывается большей доходностью от капитализации дивидендов, чем от их выплаты.

**Практика формирования дивидендной политики фирмы складывается из ряда этапов:**

**Первый этап** – оценка основных факторов, определяющих формирование дивидендной политики. При этом все факторы принято подразделять на четыре группы:

1) **Факторы, характеризующие инвестиционные возможности К<sup>0</sup>-ия:**

- стадия жизненного цикла К<sup>0</sup>-ия;
- необходимость расширения инвестиционных программ фирмы;
- степень готовности высокоэффективных инвестиционных проектов к реализации.

2) **Факторы, характеризующие возможности формирования финансовых ресурсов из альтернативных источников:**

- достаточность резервов собственного капитала, величина нераспределенной прибыли прошлых лет;
- стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- стоимость привлечения дополнительного заемного капитала;
- доступность кредитов на финансовом рынке;
- рейтинг кредитоспособности К<sup>0</sup>-ия.

3) **Факторы, связанные с объективными ограничениями:**

- уровень налогообложения дивидендов;
- уровень налогообложения имущества К<sup>0</sup>-ия;
- достигнутый эффект финансового левериджа;
- фактический размер получаемой прибыли и уровень рентабельности собственного капитала.

4) **Прочие факторы:**

- конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является К<sup>0</sup>-ие;
- уровень дивидендных выплат компаниями – конкурентами;
- неотложность платежей по ранее полученным кредитам;

- возможность утраты контроля над управлением фирмы.

**Второй этап** – выбор типа политики, которая соответствовала бы стратегии К<sup>о</sup>-ия.

**Третий этап** – определение механизма распределения прибыли, соответствующего стратегии фирмы. В результате определяется *уровень дивидендных выплат на одну обыкновенную акцию (УДВ<sub>оа</sub>)*, который рассчитывается по формуле:

$$УДВ_{оа} = \frac{ФДВ - ВП}{K_{оа}},$$

где: ФДВ – фонд дивидендных выплат, сформированный в соответствии с избранным типом дивидендной политики;

ВП – фонд выплат дивидендов владельцам привилегированных акций;

K<sub>оа</sub> – количество обыкновенных (простых) акций, эмитированных АО.

**Четвертый этап** – оценка эффективности дивидендной политики фирмы путем формирования и расчета следующих показателей, представленных в таблице 8.1.

**Ограничения для выплаты дивидендов.** При выработке дивидендной политики К<sup>о</sup>-ия необходимо учитывать существование ряда ограничений, которые можно объединить в следующие группы:

1. **Ограничения правового характера** – связаны с институциональными ограничениями. Дивидендная политика АО строится в соответствии с ГК РФ (гл. 4 ст. 102), ФЗ «Об АО» от 26.12.1995г. № 208-ФЗ и др. НПА.

Порядок выплаты дивидендов согласно российскому законодательству может осуществляться ежеквартально, раз в полгода, раз в год. Решение о выплате дивидендов, их размере и форме выплаты принимается Советом директоров.

Согласно законодательству К<sup>о</sup>-ие не вправе объявлять и выплачивать дивиденды, если:

- а) неполностью оплачен уставный капитал общества;
- б) обществом не выкуплены в полном объеме собственные акции, по которым у их владельцев возникло право требовать их выкупа;
- в) имеются в наличии признаки банкротства общества на момент выплаты дивидендов или данные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;
- г) стоимость чистых активов АО меньше его уставного капитала и резервного фонда либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов.

2. **Ограничения организационно-управленческого характера** – связаны с интересами акционеров и выражается как в политике уменьшения, так и увеличения дивидендов.

*В сторону уменьшения дивидендов действуют следующие факторы:*

- а) решение проблемы, связанной с появлением новых акционеров в случае дополнительной эмиссии акций в качестве привлечения средств на финансирование;
- б) высокий уровень доходов акционеров. Инвесторы с низким доходом предпочитают политику высоких дивидендов, а инвесторы с высоким уровнем дохода предпочитают реинвестирование дивидендов, которое позволяет минимизировать налогообложение их доходов, и политику низких дивидендов.

*В сторону увеличения дивидендов действуют следующие факторы:*

- а) необходимость сохранения стабильности К<sup>о</sup>-ия, т.к. низкий уровень дивидендов может привести к падению рыночной стоимости акций, массовому «сбросу» акций акционерами, поглощению общества другой компанией;
- б) несовершенство рынка финансовой информации (как правило, инвесторы хуже информированы об уровне будущих дивидендов, чем менеджеры общества).

3. **Ограничения, связанные с финансовым положением организации** – слабое ФСП характеризуется следующими признаками:

- низкой доходностью либо отсутствием стабильного дохода;
- недостаточным уровнем ликвидности, отсутствием достаточного размера средств для дивидендных выплат в денежной форме;
- высокой стоимостью привлечения дополнительного акционерного капитала;
- высокой стоимостью заемного капитала;
- отсутствием доступа к внешним источникам финансирования;
- высоким показателем отношения долговых обязательств к акционерному капиталу;

- дефицитным денежным потоком, отражающим ограниченную способность К<sup>0</sup>-ия выплачивать дивиденды;
- высоким уровнем риска деятельности;
- заключенными кредитными договорами, лимитирующими выплачиваемые дивиденды.

4. **Ограничения инвестиционного характера** – связаны с необходимостью привлечения дополнительной прибыли (и как следствие, возможное снижение уровня дивидендных выплат) на решение следующих задач:

- инвестирование дальнейшего роста быстро растущей прибыльной организации;
- функционирование К<sup>0</sup>-ия на ранних стадиях жизненного цикла;
- активация инвестиционной деятельности К<sup>0</sup>-ия в период принятия инвестиционных программ, направленных на расширенное воспроизводство основных фондов;
- ускоренная реализация и обеспечение эффективной эксплуатации инвестиционных проектов при благоприятной конъюнктуре рынка.

В данных случаях в учредительных документах К<sup>0</sup>-ия оговаривается минимальная доля текущей прибыли, обязательная к реинвестированию, в целях концентрации собственных финансовых ресурсов.

5. **Ограничения рекламно-финансового характера** – связаны с вынужденным поддержанием дивидендной политики на достаточно стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры фондового рынка, поскольку степень стабильности дивидендной политики для многих акционеров является неким индикатором успешности деятельности К<sup>0</sup>-ия.

**Задача 9.** Определите дивиденд по обыкновенной акции и расположите всех держателей ценных бумаг ОАО «Вымпел» по степени убывания доходности финансовых инструментов, если известны следующие данные: чистая прибыль – 2 000 тыс. руб.; эмиссия обыкновенных акций – 900 шт.; привилегированных акций – 100 шт.; облигаций – 200 шт.; номинальная стоимость эмитированных ценных бумаг – 10 000 руб. Купонная доходность облигации составляет 10%, дивиденд по привилегированным акциям – 12%.

Решение:

1. Рассчитаем величину дивидендов ( $D_{ps}$ ), полученных акционерами за одну привилегированную акцию:

$$D_{ps} = P_N \times (EPS_{ps} \div 100) = 10000 \times (12 \div 100) = 1200 \text{ руб.},$$

где:  $D_{ps}$  – величина дивиденда за одну привилегированную акцию, руб.;  $P_N$  – номинальная стоимость акции, руб.;  $EPS_{ps}$  – дивиденд (прибыль акционера) по привилегированным акциям, %.

2. Рассчитаем купонный доход ( $K_b$ ), выплачиваемый организацией на одну облигацию:

$$K_b = C_n \times (P_b \div 100) = 10000 \times (10 \div 100) = 1000 \text{ руб.},$$

где:  $K_b$  – величина годового купона (купонный доход), руб.;  $C_n$  – номинальная ( нарицательная) стоимость облигации;  $P_b$  – купонная доходность (ставка купона), в %.

3. Рассчитаем сумму дивидендов, полученных акционерами на одну обыкновенную акцию:

$$D_s = \frac{NP - (D_{ps} \times N_{ps}) - (K_b \times N_b)}{N_s} = \frac{2000000 - (1200 \times 100) - (1000 \times 200)}{900} = 1866,67 \text{ руб.},$$

где:  $D_{ps}$  – величина дивиденда за одну обыкновенную акцию, руб.;  $N_{ps,b,s}$  – количество эмитированных ценных бумаг (привилегированных акций, облигаций, обыкновенных акций), шт.

4. Расположим держателей ценных бумаг ОАО «Вымпел» по степени убывания доходности эмитированных ценных бумаг:

- 1) держатели обыкновенных акций – 1866,67 руб.;
- 2) держатели привилегированных акций – 1200 руб.;
- 3) облигационеры (держатели облигаций) – 1000 руб.

**Задача 10.** Капитал ОАО «ЛИНК» имеет следующую структуру: 60% - собственный капитал; 40% - заемный капитал. В плановом периоде величина инвестиций составит 1 000 тыс. руб., ожидаемая чистая прибыль – 2 000 тыс. руб. Определите величину чистой прибыли, направляемую организацией на выплату дивидендов при консервативной дивидендной политике, принятой в организации (по остаточному дивиденду).

Решение:

1. Рассчитаем величину чистой прибыли, которую необходимо направить на финансирование инвестиций:

$$NP_{\text{инв}} = \text{Inv}_{\text{план}} * w_{\text{СК}} = 1\,000\,000 * (60/100) = 600\,000 \text{ руб.},$$

где:  $NP_{\text{инв}}$  – величина чистой прибыли, направленной на финансирование инвестиций, руб.;  $\text{Inv}_{\text{план}}$  – величина инвестиций, направляемых в плановом периоде, руб.;  $w_{\text{СК}}$  – удельный вес собственного капитала в общей величине капитала предприятия, выраженная в долях.

2. Определим величину чистой прибыли, направляемую организацией на выплату дивидендов акционерам:

$$NP_{\text{Div}} = NP - NP_{\text{инв}} = 2\,000\,000 - 600\,000 = 1\,400\,000 \text{ руб.},$$

где:  $NP_{\text{Div}}$  – величина чистой прибыли, направляемая предприятием на выплату дивидендов акционерам, руб.

**Задача 11.** Чистая прибыль организации составляет 100 000 тыс. руб. Количество обыкновенных акций – 5 млн. шт. Рыночная цена одной акции – 100 руб. Организация планирует направить половину чистой прибыли на финансирование проектов модернизации основных фондов. Определите прибыль на акцию (EPS), дивиденд на акцию (DPS) и коэффициент выплаты дивиденда (DPR).

Решение:

1. Прибыль на одну акцию составит:

$$EPS = (NP - Div_{ps}) \div N_s = 100 \text{ млн. руб.} \div 5 \text{ млн. шт.} = 20 \text{ руб.}$$

2. Дивиденд на одну акцию составит:  $DPS = 0,5 \times \frac{ЧП}{N_{oa}} = 0,5 \times \frac{100 \text{ млн. руб.}}{5 \text{ млн. шт.}} = 10 \text{ руб.}$

3. Коэффициент выплаты дивидендов составит:

$$DPR = 1 - \frac{DPS}{EPS} = 1 - \frac{10 \text{ руб.}}{20 \text{ руб.}} = 1 - 0,5 = 0,5 \text{ (или 50\%)}.$$

### Задача 12

Номинал облигации со сроком погашения 3 года составляет 950 руб. при купонной ставке доходности 11%. Рассчитать текущую стоимость облигации, если рыночная доходность ее составляет 10%.

Решение:

Текущая стоимость облигации рассчитывается по формуле:  $P_o = \sum_{t=1}^n \frac{K_b}{(1+c)^t} + \frac{C_n}{(1+c)^t}$ ,

где:  $P_o$  – текущая стоимость облигации, руб.;  $K_b$  – годовой купонный доход ( $P_b = C_n * \% \text{ купона}$ );  $C_n$  – номинальная стоимость облигаций, руб.;  $c$  – ставка доходности на рынке ссудного капитала аналогичных облигаций (используется в качестве показателя дисконтирования), тогда ставка дисконтирования здесь равна 10% (0,1);  $t$  – период (срок до погашения облигации).

$$\begin{aligned} \text{Тогда, } P_o &= \frac{950 \times 0,11}{(1+0,1)^1} + \frac{950 \times 0,11}{(1+0,1)^2} + \frac{950 \times 0,11}{(1+0,1)^3} + \frac{950}{(1+0,1)^3} = \frac{104,5}{1,1} + \frac{104,5}{1,21} + \frac{104,5}{1,331} + \frac{950}{1,331} = \\ &= 95 + 86,36 + 78,51 + 713,75 = 973,62 \text{ руб.} \end{aligned}$$

Таблица 8.1. Показатели эффективности дивидендной политики

№ п/п	Показатель	Формула расчета	Краткая характеристика
1.	Прибыль на одну акцию (EPS)	$EPS = \frac{ЧП - Д_{на}}{N_{oa}}$	Показатель определяет инвестиционную привлекательность фирмы: чем больше ЧП приходится на 1 руб. вложений, тем вероятнее привлечение инвестиций через дополнительную эмиссию акций.
2.	Фактическая норма дивиденда (Н <sub>ДФ</sub> )	$H_{ДФ} = \frac{D_a}{C_{ном.а}}$	Показатель характеризует привлекательность фирмы на вторичном рынке ценных бумаг. Связан с общей доходностью акции, которая рассчитывается с учетом курсовой стоимости и курсовой разницы, которую владелец получит при продаже акции.
3.	Номинальная норма дивиденда (Н <sub>ДН</sub> )	$H_{ДН} = \frac{D_a}{C_{рын.а}}$	Показатель характеризует привлекательность фирмы на первичном рынке ценных бумаг. Связан с общей доходностью акции, которая рассчитывается с учетом курсовой стоимости и курсовой разницы, которую владелец получит при продаже акции.
4.	Общая доходность акции (Д <sub>АО</sub> )	$D_{АО} = \frac{C_d + (C_{РА} - C_{ПА})}{C_{ПА}}$	Показатель отражает эффективность вложения капитала в акции компании – общий доход владельца акции на 1 руб. инвестиций за весь период вложения капитала.
5.	Время окупаемости вложений капитала (Т <sub>ОК</sub> )	$T_{ОК} = \frac{C_{ПА}}{C_d + (C_{РА} - C_{ПА})}$	Обратный показателю общей доходности акции.
6.	Коэффициент «дивидендный выход» (К <sub>дивид.выход</sub> )	$K_{дивид.выход, \%} = \frac{M_d \times 100}{ЧП};$ $K_{дивид.выход, доли} = \frac{D_a}{ЧП_a}$	Показатель характеризует долю чистой прибыли, выплачиваемой наличными акционерам (в процентах или в относительном выражении). Чем большая доля ЧП выплачивается в качестве текущего дохода акционерам, тем ниже становится норма капитализации ЧП.
7.	Коэффициент соотношения рыночной цены акции и прибыли на одну акцию (К <sub>ФР</sub> )	$K_{ФР} = \frac{C_{РА}}{П_{АО}}$	Показатель отражает перспективную динамику положения фирмы на фондовом рынке: более высокая цена реализации ее акций (при той же фактической прибыли) характеризует привлекательность акций, т.к. инвесторы надеются на получение большей прибыли в перспективе.
8.	Коэффициент соотношения рыночной и номинальной стоимости одной акции (К <sub>А</sub> )	$K_A = \frac{C_{РА}}{C_{НА}}$	Показатель характеризует рыночную стоимость капитала компании в динамике, отражает чувствительность фондового рынка в отношении данной фирмы, его реакцию на перспективность развития компании.

**Условные обозначения:**

ЧП – чистая прибыль компании;  
 Д<sub>на</sub> – величина дивидендов по привилегированным акциям;  
 N<sub>oa</sub> – количество обыкновенных акций в обращении;  
 D<sub>a</sub> – величина дивиденда на одну акцию;  
 C<sub>ном.а</sub> – номинальная стоимость одной акции;  
 C<sub>рын.а</sub> – рыночная стоимость одной акции;  
 C<sub>д</sub> – сумма дивидендов в течение всего периода владения акцией;  
 C<sub>РА,ПА</sub> – цена продажи и цена покупки акции;  
 M<sub>д</sub> – масса дивидендов;  
 ЧП<sub>а</sub> – чистая прибыль на одну акцию;  
 C<sub>РА</sub> – рыночная цена (цена продажи) акции;  
 П<sub>АО</sub> – прибыль на одну акцию;  
 C<sub>НА</sub> – номинальная стоимость одной акции.

Таблица 8.2. Основные типы дивидендной политики и методики дивидендных выплат АО

Тип дивидендной политики	Название методики дивидендных выплат	Содержание методики	Краткая характеристика
Агрессивная политика	1. Методика постоянного процентного распределения прибыли	Дивидендный выход = const	Предполагает стабильный в течение продолжительного времени процент чистой прибыли, направляемый на выплату дивидендов по обыкновенным акциям. Она не способствует росту рыночной цены акции, т.к. возможны колебания в размере получаемых дивидендов. Но она удобна для стабильно работающих производств, у которых прибыль на 1 обыкновенную акцию колеблется незначительно.
	2. Методика постоянного роста дивидендных выплат	Увеличение дивиденда в расчете на 1 акцию при плановом уровне показателя дивидендного выхода	Предусматривает стабильный рост дивидендов в расчете на 1 акцию, при этом обеспечивается высокая рыночная стоимость акций и формируется положительный имидж у потенциальных инвесторов.
Умеренная политика	3. Методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов	Дивиденд на 1 акцию = const, премия к регулярным дивидендам	В ее основе лежат принципы: постоянные, регулярные выплаты фиксированных сумм дивидендов на акцию; в периоды наиболее успешной работы – выплата в дополнение к фиксированным дивидендам <i>экстрадивиденда</i> . Эта наиболее взвешенная методика, т.к. обеспечивает стабильность выплаты дивидендов, а в периоды экономического роста позволяет увеличивать их величину, тем самым поощряя акционеров. Способствует сглаживанию колебаний курсовой стоимости акций. Экстрадивиденд – премия, начисленная сверх регулярных дивидендных выплат и не имеющая отношения к изменению установленной ставки. Такая выплата носит разовый характер. Его роль – поддержать стабильную рыночную стоимость акций, создать положительную информацию о деятельности и перспективах развития К <sup>0</sup> -ия.
Консервативная политика	4. Методика остаточного дивиденда	Дивидендные выплаты в году t = Чистая прибыль – Нераспределенная прибыль, необходимая для финансирования инвестиционных программ	Применяется в периоды повышенной инвестиционной активности, на начальных стадиях жизненного цикла К <sup>0</sup> -ия. Предполагает, что выплата дивидендов осуществляется после финансирования эффективных инвестиционных проектов. Целесообразно ее применять, в случае если внутренняя ставка доходности по проекту выше WACC или уровня финансовой рентабельности. Применение этой методики обеспечивает высокие темпы экономического роста К <sup>0</sup> -ия, повышает его рыночную стоимость. <u>Недостатки:</u> широкий нефиксированный диапазон размеров дивидендных выплат, нерегулярность выплаты дивидендов, невысокая рыночная цена акций.
	5. Методика фиксированных выплат	Дивиденд на 1 акцию = const	Предусматривает регулярность дивидендных выплат на 1 обыкновенную акцию в течение длительного периода времени вне зависимости от динамики курса акций. Применяется обычно К <sup>0</sup> -иями с невысоким уровнем риска, рассчитывающими на инвестиционные вложения различных финансовых институтов (пенсионные фонды, страховые компании, ПИФы). <u>Преимущества:</u> сглаживание колебаний курсовой стоимости акций, стабильная котировка акций на фондовом рынке, высокая ликвидность акций, получение акционерами текущего регулярного дохода, устойчивая рыночная стоимость К <sup>0</sup> -ия. <u>Недостатки:</u> слабая связь с финансовыми результатами деятельности К <sup>0</sup> -ия, вероятность значительного ухудшения ликвидности К <sup>0</sup> -ия в случае резкого снижения величины прибыли.