DOI: 10.17117/na.2015.12.01.312

<http://ucom.ru/doc/na.2015.12.01.312.pdf>

Поступила (Received): 17.12.2015

Пучкина Е.С., Коваль Е.М.

Использование политики выплаты дивидендов как эффективного инструмента финансового менеджмента

Puchkina E.S., Koval E.M.

Using the dividend policy as an effective instrument of financial management

В статье отмечается, что в условиях нестабильности на финансовых рынках корпорации имеют возможность реагировать на происходящие изменения посредством инструментов дивидендной политики. В ходе исследования проанализирована политика выплаты дивидендов нефтегазовых компаний, определен тип каждой из них. Сделан вывод о том, что дивидендная политика должна быть динамичной и обеспечивать рост привлекательности вложений капитала в компанию с помощью максимизации функции полезности для инвесторов

Ключевые слова: дивидендная политика, менеджмент, поведенческие финансы

The article points out in terms of instability of financial markets the corporations have possibility to react to changes by means of dividend policy. During the research the dividend policy of oil and gas companies was analysed, each kind of policy was defined. It was concluded that the dividend policy should be dynamic and ensure the growth of capital investment into the company through utility function maximization for investors

Key words: dividend policy, management, behavioral finance

Пучкина Екатерина Сергеевна

Кандидат экономических наук, доцент
Кубанский государственный университет
г. Краснодар, ул. Ставропольская, 149

Puchkina Ekaterina Sergeevna

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor
Kuban state university
Krasnodar, Stavropolskaya st., 149

Коваль Елена Михайловна

Бакалавр
Кубанский государственный университет
г. Краснодар, ул. Ставропольская, 149

Koval Elena Mikhailovna

Bachelor
Kuban state university
Krasnodar, Stavropolskaya st., 149

Проблема организации дивидендной политики на базе акционерных компаний в странах с развитой рыночной экономикой является достаточно распространенной темой для научных исследований. Дивидендную политику ставят в один ряд с основными факторами, воздействующими на рыночную стоимость компании и благосостояние акционеров. К сожалению, в России исследованию сущности дивидендной политики пока уделяется недостаточно внимания, что может быть связано с относительно небольшим сроком деятельности отече-

ственных акционерных обществ, а также с недавним введением кодексов корпоративного управления. В связи с этим, опыт большинства российских акционерных компаний в вопросе о дивидендной политике находится на стадии становления, а решение о выплате дивидендов не всегда рассматривается как инструмент воздействия на ее рыночную стоимость, что подчеркивает актуальность данной темы исследования. Кроме того, проблема приобретает немало важное значение в период нестабильности на финансовых рынках.

В широком смысле под термином «дивидендная политика» можно понимать механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия. По определению Р. Брейли и С. Майерса «дивидендная политика – это компромисс между реинвестированием прибыли, с одной стороны, и выплатой дивидендов за счет выпуска новых акций – с другой». (Р. Брейли и С. Майерс считают, что дивидендная политика входит в первую десятку нерешённых проблем теории финансов). В свою очередь З. Боди и Р. Мертон определяют дивидендную политику как «политику компании в отношении выплаты дивидендов своим акционерам при неизменных решениях компании, касающихся вопросов инвестиций и займов». Далее, например, Е.А. Силова дает более конкретное определение: «Дивидендная политика представляет набор правил, регулирующих процесс выработки решений по поводу распределения чистой прибыли на капитализируемую и потребляемую акционерами в виде дивидендов». По мнению многих ученых дивидендная политика способна влиять на имидж корпорации среди инвесторов на финансовом рынке, повышая привлекательность вложения в нее капитала.

Таким образом, дивидендная политика заключается в оптимизации пропорций распределения прибыли на потребляемую акционерами и капитализируемую части с целью роста рыночной стоимости компании и благосостояния ее собственников; является одной из составных частей общей финансовой стратегии акционерного общества.

Дивидендная политика не может быть одинаковой и перманентной для каждой компании. На разных этапах своего развития, в различных ситуациях, складывающихся на рынке, компании стремятся либо форсировать накопление, либо наращивать дивидендный доход акционеров.

Для аргументации данного тезиса был проведен анализ четырех крупнейших акционерных обществ нефтегазового сектора за 2009-2013 гг (ОАО «Газпром», ОАО «Роснефть», ОАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз»).

Теоретически руководство компании может распределить чистую прибыль несколькими способами:

- полностью использовать на выплату дивидендов;
- в полном объеме оставить прибыль реинвестированной;
- часть прибыли использовать на выплату дивидендов, а оставшуюся часть оставить как источник финансирования.

Три из четырех анализируемых нефтяных компаний России, а именно Газпром, Лукойл и Сургутнефтегаз, используют третий способ, т.е. распределяют

прибыль между потреблением и накоплением. Полученные показатели соответствуют тому нормативу, который установлен в кодексах корпоративного управления. Однако четвертая компания – ОАО «Роснефть» в 2013 году направила 99,9% чистой прибыли (по РСБУ) на выплату дивидендов, но это, в свою очередь, соответствует 25% от прибыли по МСФО.

Что касается размера дивиденда, то для его оценки лучше использовать показатель дивидендной доходности, т.к. он является более информативным. Наибольший размер данного показателя соответствует привилегированным акциям ОАО «Сургутнефтегаз». Данный факт является специфической особенностью нефтяной компании – несоразмерно высокий уровень дивидендной доходности по привилегированным акциям сохраняется на протяжении всего периода существования компании (не характерный для зарубежных компаний). По обыкновенным акциям самая высокая доходность – у «Роснефти» (5,06%), однако доходность обыкновенных акций «Газпрома» всего на 0,15% ниже. (ОАО «Роснефть» после покупки ТНК-ВР стала крупнейшей в мире публичной нефтяной компанией; на нее приходится около 5% от общемировой нефтедобычи).

Для того чтобы оценить регулярность выплаты дивидендов и их долю в чистой прибыли в течение ряда лет, необходимо рассчитать темпы роста прибыли и темпы роста дивидендов, а затем сравнить их. Полученные данные представлены в табл. 1.

Таблица 1. Сопоставление темпов роста прибыли и темпов роста дивидендов за 2009-2013 гг.

1	2	3	4	5	6
Название компании	2009	2010	2011	2012	2013
Темп роста чистой прибыли					
ОАО «Газпром»	3,61	0,58	2,41	0,63	1,13
ОАО «Роснефть»	1,47	0,92	1,24	1,28	0,45
ОАО «Лукойл»	0,67	3,09	1,73	0,9	0,96
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,79	1,13	1,82	0,69	1,59
Темп роста дивидендов					
ОАО «Газпром»	6,64	1,61	2,33	0,67	1,2
ОАО «Роснефть»	1,18	1,2	2,73	1,07	1,59
ОАО «Лукойл»	1,04	1,13	1,95	0,87	1,2
ОАО «Сургутнефтегаз»	0,75-ао 0,79-ап	1,11-ао 1,12-ап	1,2-ао 1,82-ап	0,83-ао 0,69-ап	1,2-ао 1,59-ап
Соотношение темпов роста чистой прибыли и темпов роста дивидендов					
ОАО «Газпром»	0,54	0,36	1,03	0,94	0,94
ОАО «Роснефть»	1,25	0,77	0,45	1,2	0,28
ОАО «Лукойл»	0,64	2,73	0,89	1,03	0,8
ОАО «Сургутнефтегаз»	1,05-ао 1-ап	1,02-ао 1,01-ап	1,52-ао 1-ап	0,83-ао 1-ап	1,33-ао 1-ап

Полученные расчетные показатели свидетельствуют о том, что величина прибыли и дивидендов в течение 5 лет постоянно менялась в рамках деятельности каждой компании. Заметим, что в кризисный 2009 год положительный

темپ роста чистой прибыли наблюдался у ОАО «Газпром» и ОАО «Роснефть», государственная доля собственности в которых является преобладающей. Однако уже в 2010 году ситуация поменялась на прямо противоположную: прибыль «Газпром» и «Роснефть» сократилась, в то время как у «Лукойл» и «Сургутнефтегаз» – возросла. В 2011 году представленным компаниям удалось нарастить прибыль в достаточных объемах, что, в свою очередь, отразилось и на размере дивидендных выплат.

Результаты деятельности крупнейших нефтегазовых корпораций последние 2 года были достаточно разнонаправленны, но общеэкономические и общеотраслевые тенденции, такие как: неопределенность на мировом рынке энергоносителей, замедление темпов роста добычи нефти в России (в 2010 г. прирост добычи составил 2,2% к уровню 2009 г., а уже в 2011-2013 гг. прирост составил только 1,4%, 1,3% и 1,0% соответственно), рост доли государства на рынке и т.д. – не обошли стороной ни одну из анализируемых компаний.

Проведенный анализ показал:

а) дивидендная политика ОАО «Газпром» может быть отнесена к типу остаточной дивидендной политики (на выплату дивидендов направляется от 17,5% до 35% чистой прибыли при условии, что полностью сформирован резервный фонд), т.е. при ее формировании используется консервативный подход;

б) дивидендная политика ОАО «Роснефть» относится к политике постоянно растущего дивиденда, т.е. при ее формировании используется агрессивный подход;

в) дивидендная политика ОАО «Лукойл» может быть отнесена к агрессивной политике постоянно растущего дивиденда;

г) политика выплаты дивидендов по привилегированным акциям ОАО «Сургутнефтегаз» относится к консервативному типу минимальных стабильных дивидендов, а по обыкновенным акциям дивиденды выплачиваются в зависимости от финансового результата компании, что позволяет определить дивидендную политику как умеренную.

Несмотря на очевидные различия в условиях выплаты дивидендов, важно отметить, что все рассмотренные компании ежегодно распределяют прибыль между потреблением (выплаты дивидендов) и накоплением (источник финансирования – нераспределенная прибыль).

Для того чтобы полноценно оценить или проанализировать ту или иную ситуацию в экономике как на макро-, так и на микроуровне, необходимо, на наш взгляд, взглянуть на нее и с точки зрения парадигмы поведенческих финансов. Дивидендная политика корпорации не является в данном случае исключением, ибо поведенческий подход имеет немаловажное значение в системе управления корпоративными финансами.

Согласно классической финансовой теории, дивиденды и капитальная прибыль должны быть идеальными субститутами друг для друга. Выплата дивидендов в размере 1\$ приводит к такому же снижению цены акций фирмы, поэтому инвестору должно быть безразлично, как получить 1\$ – в виде дивиденда или в виде капитальной прибыли, так как он может продать акцию и получить

«самодельный» дивиденд. Однако общеизвестно, что многие инвесторы все же предпочитают получать денежные дивиденды. Объяснить эту «загадку» можно с точки зрения теории поведенческих финансов (Shefrin H., Statman M). При анализе функции ценности выявлено, что существует три случая, когда менеджменту компании следует принять решение о дивидендах с целью максимизации функции ценности для акционеров:

а) Ситуация роста цен на акции: в данном случае менеджмент будет максимизировать функцию ценности для инвесторов, выплачивая им отдельный денежный дивиденд (инвестор получает компенсацию в форме денежного дивиденда (а) или в форме капитальной прибыли (или убытка, если цена акции снижается) (b), при этом полная компенсация равна $(a + b)$, а т.к. (а) и (b) положительны и функция $v(x)$ вогнута в положительном интервале, то $v(a) + v(b) > v(a + b)$);

б) Ситуация значительного снижения цены акций: в данном случае ($v(b + a) < v(b) + v(a)$) дивиденд следует выплачивать отдельно (для слишком больших потерь кривая становится практически плоской, т.е. уменьшается наклон функции полезности по мере роста потерь), т.к. он послужит психологическим «утешением» акционерам (получена какая-то прибыль на свои вложения);

в) Ситуация незначительного снижения цены акций (снижение полностью перекрывается положительным дивидендом (т.е. $b = -a$)): в данном случае при объединении дивиденда и проигрыша в цене акций $v(a-a) = v(0) = 0$, а при отдельной выплате дивиденда $v(a)+v(-a) < 0$, т.е. акционеры предпочтут не получать отдельный дивиденд, а уравновесить невыплаченным дивидендом потери в цене акций.

У трех из четырех компаний (ОАО «Роснефть», ОАО «Лукойл» и ОАО «Сургутнефтегаз») за анализируемый период наблюдается одновременный рост курса акций и дивидендов, что соответствует первой ситуации (см. рис.1). Т.е. проводимая дивидендная политика компаний соответствует предпочтениям инвесторов, т.к. происходит максимизация функции ценности за счет сегрегирования дивидендов и капитальных прибылей.

Рис. 1. Схематическое изображение принадлежности анализируемых нефтегазовых компаний к регионам комбинирования/сегрегирования

В случае ОАО «Газпром» наблюдалась ситуация как роста курса акций (2009 – 2011 гг), так и значительного спада (с середины 2011 г), т.е. в период до 2011 года ситуация была идентична остальным компаниям, однако затем произошло снижение курса акций, которое превысило снижение дивидендов. Произошедшее соответствует второй ситуации: несмотря на значительные потери курсовой стоимости, компания продолжила выплачивать дивиденды, тем самым обеспечивая, так называемое, психологическое утешение для своих инвесторов.

Таким образом, использование дивидендной политики позволяет крупнейшим компаниям достаточно эффективно реагировать на меняющийся ценовой тренд и обеспечивать максимизацию ценности компании.

Список используемых источников:

1. Бадюкина Е.А. Дивидендная политика и рыночная стоимость компании // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2010. №6.
2. Боди З., Мертон Р. Финансы. М.: Вильямс, 2007.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2012.
4. Ван Хорн Дж., Вахович Дж. Основы финансового менеджмента. М.: Вильямс, 2011.
5. Дорофеев М.Л. Матрица управления дивидендной политикой корпорации // Финансы и кредит. 2011. №10.
6. Данилович С.В. Двухкомпонентное дивидендное управление предприятием // Транспортное дело России. 2009. №11.
7. Кери И.Т., Громова Е.И., Синельщикова Е.И. Особенности дивидендных выплат в российских компаниях // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. 2013. №20.
8. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2004.
9. Лукашов А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы // Управление корпоративными финансами. 2004. №2.
10. Ружанская Л., Лукьянов С. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов // Вопросы экономики. 2010. № 3.
11. Силова Е.А. Дивидендная политика российских корпораций // Вестник Челябинского государственного университета. 2010. № 6.
12. Шохин Е.И. Финансовый менеджмент. М.: ФБК-ПРЕСС, 2004.

© 2015, Пучкина Е.С., Коваль Е.М.

Использование политики выплаты дивидендов как эффективного инструмента финансового менеджмента

© 2015, Puchkina E.S., Koval E.M.

Using the dividend policy as an effective instrument of financial management