

## ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ

УДК 334

*М.И. Максимов, А.Н. Соловьёв*

Российский Экономический Университет имени Г.В. Плеханова, Москва,  
email: Maksimov.MI@rea.ru

### АНАЛИЗ НЕКОТОРЫХ ФАКТОРОВ ВЛИЯНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА СТОИМОСТЬ АКЦИЙ КОМПАНИЙ

**Ключевые слова:** дивиденды, публичные компании, котировки акций, бизнес-администрирование, финансовый менеджмент, стратегический менеджмент, управленческий учёт.

На фоне роста доходности банковских инструментов перед публичными компаниями встают новые вызовы: каким образом сохранить уровень инвестиционной привлекательности ценных бумаг, эмитированных данными структурами в сравнении с более доступными банковскими продуктами. Классическая практика, состоявшая в том, что эмитенты предлагают дивидендную доходность выше банковских депозитов в сегодняшних экономических условиях не всегда реализуема практически. В том числе, это относится к голубым фишкам – известным компаниям с многолетней историей и относительно стабильными финансовыми показателями, таким как «Сбербанк» или «Лукойл», долгое время выступавшими аналогом дивидендных аристократов западных экономик. В то же время, очевидным является факт, что для инвестора дивиденды остаются единственной возможностью получать живые деньги, не продавая при этом активы из своего портфеля. Этот фактор видится ключевым для индивидов, использующих дивидендные поступления в качестве пассивного дохода. В современной финансовой науке существуют различные взгляды на реализацию дивидендной политики для современных корпораций. Практика показывает, что устойчивая дивидендная политика важна: она выполняет информационную функцию на рынке, сообщает о финансовом положении компании, ее финансовой дисциплине и качестве корпоративного управления, влияет на инвестиционную привлекательность компании и способствует ее устойчивому развитию. В статье рассмотрены основные подходы к практике дивидендной политики, оценивается значимость решений о выплате или не выплате дивидендов, определяется роль мер по формированию дивидендной политики компании и реакции рынка на неё. Кроме того, в фокусе исследования оказывается изучение реакции акционеров и потенциальных инвесторов по итогам объявления выплаты дивидендов. Обосновывается важность дивидендной политики для повышения стабильности инвестиционной и финансовой деятельности.

*M.I. Maksimov, A.N. Solovyev*

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, email: Maksimov.MI@rea.ru

### ANALYSIS OF SOME FACTORS INFLUENCED BY DIVIDEND POLICY ON THE VALUE OF COMPANIES' SHARES

**Keywords:** dividends, public companies, stock quotes, business administration, financial management, strategic management, management accounting.

Against the background of the growth of profitability of banking instruments, public companies are facing new challenges: how to maintain the level of investment attractiveness of securities issued by these structures in comparison with more accessible banking products. The classic practice, which consisted in the fact that issuers offer dividend yield higher than bank deposits in today's economic conditions, is not always feasible in practice. This also applies to blue chips – well-known companies with a long history and relatively stable financial indicators, such as Sberbank or Lukoil, which for a long time acted as an analogue of dividend aristocrats of Western economies. At the same time, it is obvious that for an investor, dividends remain the only opportunity to receive cash without selling assets from their portfolio. This factor seems key for individuals using dividend income as passive income. In modern financial science, there are different views on the implementation of dividend policy for modern corporations. Practice shows that a sustainable dividend policy is important: it performs an information function in the market, reports on the financial position of the company, its financial discipline and the quality of corporate governance, affects the investment attractiveness of the company and contributes to its sustainable development. The article considers the main approaches to the practice of dividend policy, assesses the significance of decisions on the payment or non-payment of dividends, determines the role of measures to form the company's dividend policy and the market reaction to it. In addition, the focus of the study is the study of the reaction of shareholders and potential investors following the announcement of dividend payments. The importance of dividend policy for increasing the stability of investment and financial activities is substantiated.

В современной финансовой науке существуют различные взгляды на важность дивидендной политики для современных корпораций. Практика показывает, что устойчивая дивидендная политика важна: она выполняет информационную функцию на рынке, сообщает о финансовом положении компании, ее финансовой дисциплине и качестве корпоративного управления, влияет на инвестиционную привлекательность компании и способствует ее устойчивому развитию. В статье рассмотрены теории дивидендной политики, вопросы о выплате или не выплате дивидендов, формирования дивидендной политики и реакции рынка на неё.

### Цель исследования

Целью статьи является изучение сигналов о покупке или продаже акций акционерами и потенциальными инвесторами по средствам объявления выплаты дивидендов. Это очень важно для того, чтобы улучшить инвестиционную и финансовую деятельность.

### Результаты исследования

Дивидендная политика – один из главных элементов финансовой политики современной корпорации. Связано это с тем, что выплаты (или их отсутствие) дивидендов, как правило, напрямую влияют как на стоимость акций компании, так и на рыночную стоимость компании, следовательно, могут серьезно влиять на достижение основной глобальной цели функционирования современных корпораций – рост стоимости бизнеса.

Для раскрытия содержания рассматриваемой области необходимо дать определения основным понятиям.

Дивиденд – доход на вложенный участниками капитал при любой форме долевого финансирования [1, с. 361]. Это определенные экономические выгоды, которые предоставляет корпорация своим собственникам из финансового результата своей деятельности – чистой прибыли. При этом эти экономические дивиденды могут быть получены в разных формах: в виде выплаты денежных средств, в виде выплаты активами иными, чем денежные средства, в виде выкупа компанией акций по цене вышей, чем текущая рыночная.

Дивидендная политика – система принципов и методов распределения чистой прибыли компании.

Современные исследования, посвященные дивидендной политике различных компаний, показывают, что все больше и больше инвесторов интересуются акциями компаний, которые регулярно выплачивают дивиденды.

На сегодняшний день существует множество мнений по поводу дивидендной политики. Она выступает в качестве признака успешности и эффективности деятельности акционерных обществ, а также показателем устойчивости корпоративной системы. Важным показателем эффективности инвестиционной политики в современных компаниях является размер дивидендного дохода, но не стоит забывать о размере акций финансовых перспективах и стратегия развития компании. Внутренние документы акционерных обществ устанавливают порядок расчета и выплат дивидендов, а также информируют акционеров о правилах формирования и выплаты прибыли по обычным акциям и об имущественных правах по ним.

Основные вопросы теории дивидендов следующие: влияет ли дивидендная политика на стоимость компании, и как оценивает рынок те компании, которые выплачивают своим акционерам большие дивиденды?

В современной финансовой науке существует ряд разных подходов к определению значимости дивидендной политики и ее типов.

Первый подход отражает теория независимости дивидендов (теория иррелевантности). Основателями данного подхода являются американские ученые Модильяни и Миллер. Основной предпосылкой данного подхода является доказательство того, что «в идеальном мире без налогов, транзакционных издержек и прочих недостатков рынка дивидендная политика не имеет значения» [2, с. 613]. По их мнению, вопрос выплаты дивидендов поднимается в последнюю очередь, после осуществления инвестиций, приобретения оборотных активов, после определения политики заимствований, формирования всевозможных резервов. Однако данный подход базируется на «жестких ограничениях и допущениях», а также на «безучастности инвесторов при выборе дивидендной политики» [4, с. 3].

Таблица 1

Типы дивидендной политики

| Дивидендная политика | Факторы   |
|----------------------|---|
| Агрессивная          | Постоянное распределение прибыли на дивиденды.<br>Постоянный рост размера дивидендов.<br>Возможны выплаты дивидендов в виде акций   |
| Умеренная            | Акционеры гарантировано получают определенную сумму дивидендов, а в случае, когда деятельность компании в конкретном году была успешной, то компания выплатит дополнительную сумму сверх гарантированной  |
| Консервативная       | Дивиденды выплачиваются в том случае, если остается прибыль, после распределения ее на более важные цели – инвестиции и приобретение оборотных активов.<br>Менеджмент компании в дивидендной политике указывают размер дивиденда, который будет выплачиваться из года в год и меняться не будет |

Второй подход и его сторонники особое внимание уделяют налоговым ставкам на получаемый доход, такой подход отражается в теории налоговой дифференциации (налоговых предпочтений), авторами которой являются Литценбергер и Рамсвами. Известно, что акционеры могут получать доход от владения акциями двумя способами: получение дивидендов и прирост стоимости акций (прирост капитала). Эти два способа могут по-разному облагаться налогом в разных странах и именно исходя из этого компания должна определять тип своей дивидендной политики [4, с. 3], [1, с. 366].

Третий подход отражается в теории предпочтительности дивидендов, авторами которой являются Гордон и Линтнер. Сторонники этого подхода отмечают, что реальный мир и реальные рынки не такие совершенные, как в предпосылках теории Модильяни-Миллера, в связи с этим выплаты дивидендов (и как можно более высоких) являются более предпочтительными для акционеров.

Четвертый подход раскрывается в сигнальной теории, авторами которой являются Росс, Като и Левенштейн. В данном подходе особое внимание уделяется тому факту, что дивиденды являются важным источником информации на рынке, т. е. в рыночной цене акции учитывается информация о ранее выплаченных, а также в планируемых к выплате дивидендах. Менеджеры через дивиденды могут буквально сигнализировать рынку о том, что у компании либо все хорошо, либо наоборот.

Компании, которые прогнозируют рост рентабельности в ближайшие годы, хотя бы об этом сообщить инвестору. Вместо того, чтобы просто сказать об этом, компания увеличивает дивиденды. Если доходность компании стабильна на протяжении длительного периода времени, то это может быть сигналом для инвесторов, что ее рентабельность растет быстрее, чем отражается в стоимости акций компании. Так, высокие дивиденды указывают на то, что деятельность компании находится в состоянии подъема и ожидается значительный рост прибыли в дальнейшем.

Соответственно, цена акции может изменяться в зависимости от того, каковы дивиденды. Прибыль, которую компания показывает в отчете, может не соответствовать ее реальным результатам. Цена акции будет меняться в зависимости от информации о результатах деятельности фирмы, которая отличается от официальной финансовой отчетности. Это значит, что дивиденды могут быть более убедительными, чем данные из отчетности. Так, инвесторы считают, что дивиденды являются индикатором будущего состояния фирмы: они показывают ожидания руководства компании.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (теория клиентуры) отражает пятый подход, который рассматривается реже, чем рассмотренные ранее. Согласно ему, компании следует придерживаться такой дивидендной политики, которая бы удовлетворяла интересы и потребности мажоритарных, стабильных акционеров [1, с. 367].

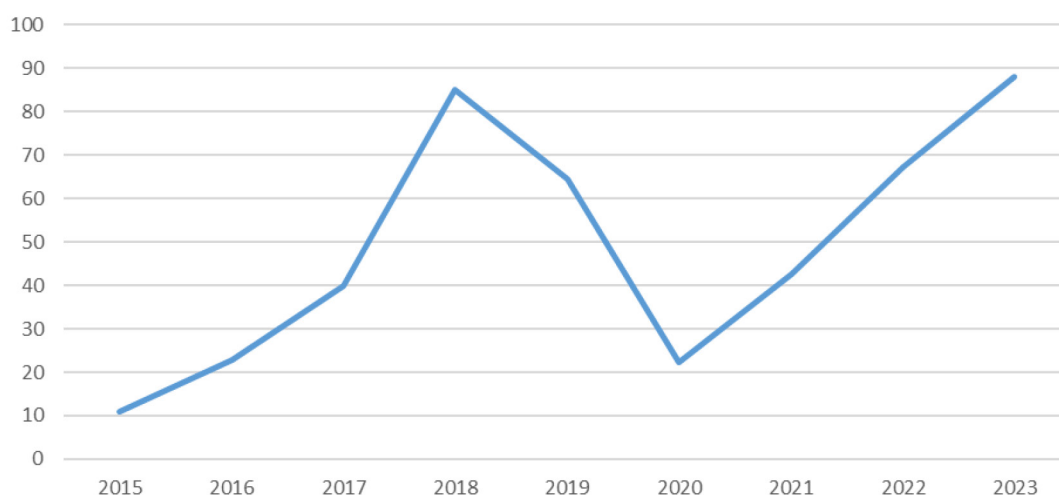


Рис. 1. Размер дивидендов на 1 акцию с 2015 по 2023 год

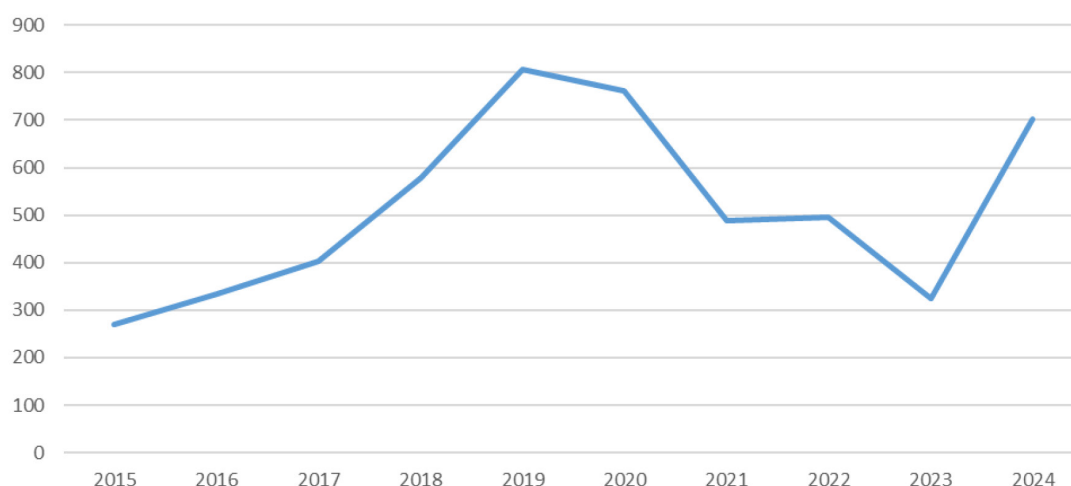


Рис. 2. Цена одной акции ПАО «Татнефть»

Типы дивидендной политики можно разделить на три обобщающие группы: агрессивные, умеренные и консервативные (табл. 1).

Рассмотрим соотношение выплаты дивидендов и стоимости акций двух российских компаний из различных секторов экономики: ПАО «Татнефть», ПАО «Совкомфлот» в долгосрочной перспективе (соотношение размера дивидендов на рост/падение акций).

ПАО «Татнефть» — одна из крупнейших представителей топливно-энергетической

отрасли России. Ценные бумаги «Татнефти», представленные на Московской бирже, являются наиболее востребованными и выгодными инструментами для инвестирования [6]. По матрице бостонской консалтинговой группы данную компанию можно отнести к «дойным коровам», то есть Татнефть является лидером на стабильном рынке. В связи с этим можно ожидать, что на данном этапе развития компания может позволить себе направлять значительную часть прибыли на выплаты акционерам.

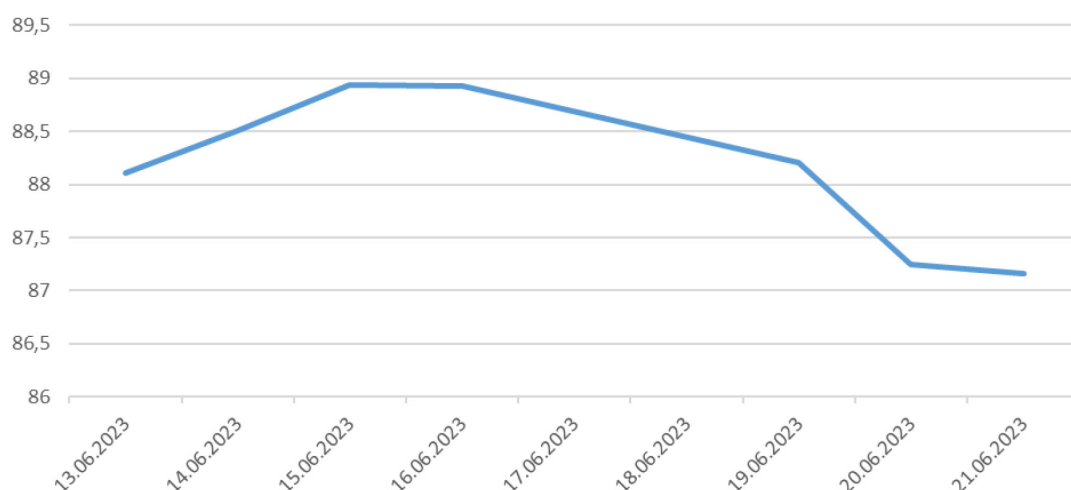


Рис. 3. Акции ПАО «Совкомфлот» 13.06.2023-21.06.2023

ПАО «Татнефть» считает дивиденды одним из важных показателей инвестиционной привлекательности для инвесторов. Стараются повышать размер выплат по дивидендам каждый раз. Выплата возможна исключительно в денежной форме.

Размер дивидендов ПАО «Татнефть» с 2015 года по 2023 год представлен на рисунке 1.

Максимальный размер выплаты на одну акцию был за 2023 год – 87,88 рублей. Резкий спад дивидендов в 2020 году вызван COVID-19. Данный фактор повлиял на прогнозы, связанные со свободным денежным потоком, являющимся основным источником дивидендов и необходимыми ресурсами для нормальной работы компании. С 2021 года дивиденды имеют восходящий тренд, а в 2023 году размер дивидендов обогнал до карантинный уровень выплат.

На рисунке 2 можно увидеть, что кривая стоимости акций Татнефти в период с 2015 года по 2024 находится в коридоре 270 – 760 рублей, цена акций имеет разносторонний тренд, максимальная цена одной акции ПАО «Татнефть» составляет 806,9 рублей по итогам 2018 года, а минимальная цена 270 рублей по итогам 2015 года. Стоит также отметить, что цена одной акции по итогам 2023 года составляла 325 рублей.

Сравнивая рисунок 1 и рисунок 2 можно отметить, что они очень схожи. Это позволяет говорить о том, что увеличение цены акций коррелируется с ростом дивидендных выплат.

Сигнальная теория дивидендов для развивающихся рынков в некоторых случаях работает наоборот. Инвесторы ждут, что большая часть прибыли пойдет на реинвестирование в компанию, а при отчуждении большей части прибыли на дивиденды, инвестиционная деятельность компании может быть неудовлетворительной. После кризиса, вызванного пандемией, новости о повышении дивидендных выплат вызывают негативную реакцию на рынке, так как компания могла бы направить полученные средства на реализацию высококоротельных проектов.

Также можно исследовать соотношение решений о выплате дивидендов и ростом/падении акций в краткосрочном периоде.

Решение о выплате и размере дивидендов принимается на годовых общих собраниях акционеров или на общих собраниях акционеров.

ГОСА (ОСА) – событие, когда топ-менеджмент организации отвечает на вопросы акционеров и представляет информацию о стратегии на будущий период. В основном топ-менеджеры пытаются заявлять позитивное закрытие



года («сглаживать углы») и дальнейшее развитие, в связи с этим акции компаний в течение краткосрочного периода могут расти. Если взять выборку из 528 ГОСА компаний из Российской Федерации, то рост акций этих компаний за два дня после проведения ГОСА наблюдался в 55,1% случаев. Можно сделать вывод, что такие данные не дают никакой полезной информации, так как шанс попасть в цель 50/50 [3].

Этот инструмент может быть эффективен только при наличии других позитивных факторов, влияющих на стоимость акций компании (рост бизнеса, сокращение долгов компании, байбэк, сильные финансовые результаты прошлых периодов, инфоповоды).

Разберем стоимость акций ПАО «Совкомфлот». 15 июня 2023 года состоялось ГОСА данной организации. Из данного графика видно, что за два дня до собрания акции компании показали рост. На ГОСА было объявлено о выплате дивидендов в размере 4,29 рублей на акцию, что выше всех предыдущих значений по выплате на одну акцию, кроме 2020 года, в 2021 году компания отказалась от выплаты из-за сложной экономической ситуации. Возможно, падение было связано с ожидаемой большей выплатой дивиденда на акцию. Аналитики писали о том, что компания направит 100% чистой прибыли на дивиденды, Совет директоров рекомендовал 50%, ГОСА пришло к решению о направлении 73% чистой прибыли на дивиденды. Можно также отметить, что у компании хорошие финансовые результаты и новостной фон. Но при этом акции компании после ГОСА имеют

нисходящий тренд и их котировки понизились на 3,25% за 7 дней.

### Выводы

Политика по выплате дивидендов важна в роли сигналов, передаваемых компанией на финансовые рынки. В то же время было бы крайне опрощенным рассматривать эти сигналы как единственный маркер. Прогноз относительно роста или падения котировок акций во все времена считался весьма нетривиальной задачей. Этот очевидный вывод можно сделать, оценивая количество факторов, влияющих на их рост (рост бизнеса, уменьшение долга компании, байбэк, сильная финансовая отчетность, новостной фон, инфоповоды) и снижение (политические санкции, аварии, форс-мажоры, упадок бизнеса или всего сектора экономики, плохой финансовый отчет, плохой новостной фон). Следовательно, инвесторам не следует торговать на бирже, руководствуясь исключительно дивидендной политикой компании. Необходимо проводить глубокий анализ, как компании, так и окружающей её среды, а анализ дивидендной политики является одним из факторов оценки инвестиционной привлекательности компании и залогом успешной биржевой торговли.

Кроме того, нельзя забывать, что рынок акций Российской Федерации до сих пор относится к категории развивающихся, а большинство теорий и подходов были написаны учеными, анализировавшими развитые рынки США и Европы. Это соображение также следует учитывать при анализе компаний, секторов или рынка РФ.

### Библиографический список

1. Эскиндаров М.А. Корпоративные финансы: учебник / под ред. Федотова М.А. под ред. и др. М.: КноРус, 2018. 480 с.
2. Брейли Ричард, Майерс Стюарт, Аллен Франклин. Принципы корпоративных финансов, 12-е изд., том 1: Пер. с англ. СПб.: ООО «Диалектика», 2020. 832 с.
3. Галактионов И. БКС Экспресс, Исследование: Какие акции стоит покупать перед ГОСА. [Электронный ресурс]. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/issledovanie-kakie-aktsii-stoit-pokupat-pered-gosa> (дата обращения 12.06.2024).
4. Федорова Е.А., Лукасевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // Финансы и кредит. 2014. № 19 (595). С. 2-8.
5. Тураев Х.Р. Влияние информации о выплате дивидендов на инвестиционную привлекательность и потенциальных инвесторов // Российское предпринимательство. 2016. Т. 17. № 13. С. 1505-1528.
6. Годовой отчет ПАО «Татнефть» за 2021 год (электронный ресурс). [Электронный ресурс]. URL: <https://www.tatneft.ru/> (дата обращения 12.06.2024).