

УДК 330.322

Н.Я. Леонтьев, А.С. Долиева, В.В. Февралев

Нижегородский государственный технический университет им. Р.Е. Алексеева,
Нижний Новгород, email: v.fevralev@ase-ec.ru

СИГНАЛЬНАЯ ТЕОРИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ: ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ЗНАЧИМОСТЬ В ФОРМИРОВАНИИ КОНКУРЕНТНЫХ ПРЕИМУЩЕСТВ ОРГАНИЗАЦИИ

Ключевые слова: дивидендная политика, конкурентоспособность, конкурентные преимущества, инвесторы, заинтересованные лица, сигнальная теория, асимметричность информации.

Конкурентная борьба в современных условиях происходит не только на внутриотраслевом уровне, но и на уровне межотраслевом, в т.ч. за привлечение инвестиционных ресурсов. Дивидендная политика является не только сугубо финансовым инструментом перераспределения прибыли, баланса между текущим и перспективным, но и фактором, влияющим на формирование конкурентных преимуществ организации. Последние, в свою очередь, формируют целостный конструкт конкурентоспособности организации. Посредством изменений в дивидендной политике менеджмент дает сигналы рынку о перспективах развития организации и косвенной оценке эффективности ее деятельности.

N. Ya. Leontiev, A.S. Dolieva, V.V. Fevralev

Nizhny Novgorod State Technical University named after R.E. Alekseev, Nizhny Novgorod,
email: v.fevralev@ase-ec.ru

THE IMPACT OF THE DIVIDEND POLICY ON THE COMPETITIVENESS OF THE ORGANIZATION

Keywords: dividend policy, competitiveness, competitive advantages, investors, stakeholders, signal theory, information asymmetry.

Competition in modern conditions occurs not only at the intra-industry level, but also at the inter-industry level, including for attracting investment resources. The dividend policy is not only a purely financial instrument for the redistribution of profits, the balance between current and future, but also a factor influencing the formation of competitive advantages of the organization. The latter, in turn, form an integral construct of the competitiveness of the organization, through changes in the dividend policy, management gives signals to the market about the prospects for the development of the organization and an indirect assessment of the effectiveness of its activities.

Конкурентоспособность является важнейшим качеством, позволяющим организации существовать и развиваться в продолжительной перспективе. Способность организации к проявлению конкурентоспособности формируется и поддерживается на протяжении многих деловых циклов. Это закладывает фундамент для устойчивого развития организации.

Понятие конкурентоспособность давно изучается в теории и практике управления. Существенный вклад в теорию конкуренции и конкурентоспособности внес М. Портер. Среди отечественных ученых можно отметить О. Виханского, Фатхутдинова и многих других. Основой конкурентоспособности является наличие у компании конкурентных

преимуществ. Так, М. Портер выделял низкие издержки, высокую добавочную стоимость, особенности операционной эффективности. Но, по мнению самого автора, основой конкурентных преимуществ является уникальная конкурентная позиция [1].

Устойчивость и количество конкурентных преимуществ характеризует конкурентный потенциал. Также необходимо различать собственно конкурентные преимущества и источники конкурентных преимуществ. Это близкие и связанные между собой сущности.

Результаты исследования

Существуют разные трактовки и понятия конкурентоспособности. Это объясняется тем, что разные авторы и исследо-

ватели рассматривали его в разных экономических эпохах, принадлежа к различным экономическим школам и течениям (а позже и управленческим концепциям). Фатхутдинов Р.А., в общем смысле, рассматривает конкурентоспособность как способность выдерживать конкуренцию в сравнении с сопоставимыми конкурентами на конкретном рынке. Наряду с этим это способность организации выпускать конкурентоспособную продукцию [2]. Зуб А.Т. определяет конкурентоспособность организации, как способность вести успешную конкурентную борьбу [3].

Такая широта изучения конкурентоспособности формировала и разные уровни предметности термина «конкурентоспособность». Выделяется системность, при которой различные уровни предмета конкурентоспособности формируют не просто иерархию, но и сложную взаимосвязь, образуя при этом систему, в которой субъект конкурентоспособности на более высоком уровне становится объектом конкурентоспособности.

В этой связи, выделяется несколько уровней конкурентоспособности, формируя «пирамиду конкурентоспособности» (рис. 1).

По мнению Гельмановского М. и др., конкурентоспособность на уровне предприятий принимает финальную форму ввиду конкурентоспособности продукта, который, в свою очередь, формируется из двух известных составляющих – цены и качества [5].

Оценка конкурентоспособности, в т.ч. конкурентоспособности организации, по мнению исследователей, является оценочной категорией, в связи с чем, имеет субъекты и объекты оценки [6]. Исходя из предмета нашего исследования, объектом оценки конкурентоспособности является дивидендная политика организации. Объектами оценки конкурентоспособности «по умолчанию» является продукция (продукт, работа, услуга). Примечательно, что в перечень объектов оценки конкурентоспособности, помимо прочего, исследователи включают и ценные бумаги [7].

Так же важным, в рамках нашего исследования, является присущее конкурентоспособности свойство противоречивости, которое рассматривается в контексте взаимоувязки интересов клиентов и про-

изводителей. Мы, разделяя это мнение, тем не менее исходим из его более широкого проявления, включая кроме вышеуказанных интересантов и других акторов, так или иначе вовлеченных в процессы, связанные с дивидендной политикой организации и изменением (сохранением) конкурентоспособности последней.

Для более полной оценки влияния дивидендной политики организации на ее конкурентоспособность дивидендную политику необходимо рассматривать с позиции каждого субъекта. Субъект в таком случае рассматривается как отдельно взятое заинтересованное лицо (группа заинтересованных лиц). Тогда конкурентоспособность организации рассматривается с точки зрения интересов каждой группы стейкхолдеров. Такой подход необходим, так как интересы разных заинтересованных лиц могут совпадать полностью, частично и вообще не совпадать. Отношение к конкурентоспособности необходимо рассматривать с точки зрения:

- Топ-менеджмента
- Остальных штатных сотрудников (линейные сотрудники, линейный и средний уровень управления)
- Привлеченных сотрудников (аутсорсинговый персонал, привлеченные по срочным договорам)
- Мажоритарных акционеров
- Миноритарных акционеров
- Владельцев обыкновенных акций
- Владельцев привилегированных акций
- Инвесторов
- Государственных органов

В экономической и управленческой науке существуют разные, порой диаметрально противоположные, точки зрения на влияние дивидендной политики (далее ДП) на организацию.

Миллер и Модильяни, утверждали, что стоимость организации определяется перспективой получения ею доходов в будущем [8]. В другой работе данных авторов приводится допущение, что дивидендная политика не отражается на ее стоимости [9]. По мнению авторов, акционерам не важно, получают ли они сейчас (назовем ее «точка времени А») определенную сумму, или получают дивиденды на ту же, приведенную стоимость в будущем (точка времени В).



Рис. 1. Пирамида конкурентоспособности [4]

По нашему мнению, такое поведение акционеров справедливо ожидать только в том случае, если у последних нет потенциально других альтернатив получить большую сумму дивидендов между этими двумя вехами.

Другие исследователи придерживались в своих работах других точек зрения.

Грэм и Додд предполагали, что дивидендная политика имеет влияние на стоимость компании. Происходит это в основном в организациях, находящихся на зрелых стадиях жизненного цикла. Инвесторы в таких организациях имеют более высокие ожидания по дивидендам. Связано это с тем, что у зрелых компаний, как правило, стабильный денежный поток, но мало инновационных проектов, которые помогут достичь организации новых «голубых океанов». Инвесторы в таком случае, видят риски направления прибыли на внутриорганизационные процессы, связанные с расширением бюрократии, строительством бюрократическо-аристократической политики, а не повышением эффективности, и стараются оказать получить большие дивиденды. Р. Брейл в своей работе, резюмируя исследование Д. Линтнера, подчеркивал, что в таких компаниях, как правило, на выплату дивидендов направляют большую часть прибыли. Обычно они руководствуются долгосрочным нормативом выплаты дивидендов [10].

Эффективная дивидендная политика положительно влияет на инвестиционную привлекательность организации и повышение стоимости бизнеса.

Повышение стоимости бизнеса потенциально увеличивает состояние собственников организации. Это особенно важно, если бизнес изначально проектируется с целью быть проданным.

В исследовании факторов, влияющих на дивидендную политику, играет большую роль конкретный политическо-социальный момент. Так, в исследованиях отечественных авторов, проводившихся в середине 2010-х г., зачастую основные факторы рассматривались во внешнеэкономической среде. Особенно это касается телекоммуникационных и нефтегазовых компаний [11].

В связи с изменением внешнеполитической обстановки, значение внешних валютных, фондовых и рынков сбыта для российских компаний резко снизилось. В последних современных исследованиях авторы в большей степени придают значение внутренним условиям. Организации, имеющие в структуре активов существенную долю собственных средств, выплачивают дивиденды реже, но больше по объему, чем предприятия с большой долей оборотного капитала. По-видимому, это объясняется тем, что для первых конкурентным преимуществом будет наличие источников

к выгодным долгосрочным заимствованиям, для вторых – более благоприятный доступ к краткосрочным. Так же на размер дивидендов влияют форма собственности, масштабы организации, возраст предприятия, рентабельность активов [12].

Дивидендная политика, на наш взгляд, является не только инструментом финансового менеджмента, но и способом, формирующим конкурентные преимущества организации. В результатах дивидендной политики заинтересованы различные стейкхолдеры, которые напрямую и опосредованно могут влиять на организацию.

В современных конкурентных условиях любая организация является открытой системой, обменивающейся энергией с другими системами (в т.ч. со стейкхолдерами – прим. ав.) для снижения энтропии [13]. Таким образом, конкурентоспособность можно и нужно рассматривать не только в ее классическом понимании – как способность создания продукта, успешного на рынке, но и как способность привлекать необходимые ресурсы в организацию на более выгодных условиях, чем конкуренты.

В таком дискурсе конкурентные преимущества и их источники необходимо рассматривать в несколько ином виде. Организации конкурируют за ресурсы и более успешные факторы и условия деятельности. Доступ к более дешевым ресурсам, чем у остальных, способствует минимизации операционных издержек. Наличие достаточного количества постоянных клиентов гарантирует стабильный прогнозируемый спрос при минимуме дополнительных издержек, необходимых для стимулирования продаж. Кооперация с другими организациями увеличивает потенциал фирмы, способствует выведению на рынок продукта в более сжатые сроки и также с меньшими средними издержками. Имея важность для государства (с позиции рассматриваемой тематики – в качестве пополнения государственного бюджета путем выплаты дивидендов по акциям, принадлежащим государству), организации может рассчитывать на более системную государственную поддержку. Данные конкурентные преимущества появляются на основе источников конкурентных преимуществ:

- Способность привлекать финансовые ресурсы в организацию
- Способность создания устойчивой группы лояльных покупателей
- Формирование благоприятного имиджа у общества, организованных сообществ покупателей
- Значимость для государства, как источника пополнения государственного бюджета
- Способность к формированию у других организаций заинтересованности (в том числе и у конкурентов) в создании взаимовыгодных стратегических партнерств

Одним из видов конкурентных преимуществ современных компаний является инвестиционная привлекательность. Исходя из сигнальной теории дивидендов, организации выплачивают дивиденды, чтобы дать акционерам информацию в отношении будущих доходов. Большие дивиденды дают рынку сигнал об устойчивом финансовом благополучии и хороших перспективах для инвесторов. Таким образом, информирование о выплатах дивидендов, о выплате повышенных дивидендов, может сообщать рыночным агентам о позитивных оценках менеджментом организации перспективных денежных потоков. Использование таких сигналов позволяет руководству организации «с хорошими перспективами отделить ее от других компаний» [14]. Иными словами, информирование о дивидендном выборе позволяет компании в глазах инвесторов выделиться и занять более привлекательную стратегическую позицию на фоне конкурентов. Это особенно важно, учитывая конкуренцию компаний за источники инвестирования.

Получая такие сигналы, инвесторы могут сделать вывод о высокой эффективности стратегического управления организацией, о более высокой рентабельности компании среди конкурентов (или более высокой рентабельности данной отрасли по сравнению с другими). Инвестиции в более рентабельные отрасли приносят больше прибыли и возвращаются, как правило, более быстрыми темпами. В результате организация получает инвестиции на более выгодных условиях, чем конкуренты, и снижает риски по выводу уже имеющихся инвестиций.

Каждый объект прогнозирования имеет множество разных слабых сигналов с разными размерностями, разного смысла, разной природы, разного направления
Необходимость решать многокритериальные многофакторные задачи
Отсутствие единственно верной совокупности слабых сигналов, которые приведут к конкретному изменению в будущем

Рис. 2. Особенности прогнозирования внешней среды по слабым сигналам [16]

Изначально теория сигналов была представлена М. Спенсером в рамках теории сигналов рынка труда [15]. Передача сигналов не будет эффективна, если издержки на неё не дифференцируются среди отправителей сигналов, то есть претендентов на вакантное место. Работодатель выбирает на должность тех претендентов, у кого более дорогое образование (более дорогой сигнал). В дальнейшем эта теория развивалась по разным направлениям и признакам, т.е., использовалась не только при анализе рынка труда, но и в других вопросах макро- и микроэкономики, региональных и других аспектах. Безусловно, процессы прогнозирования на основе сигналов (слабых сигналов) осуществляются с учетом ряда особенностей (рис. 2).

Особенностью дивидендной сигнальной теории является то, что первоначальным источником сигнала является не рынок, а организация. Не организация получает сигналы рынка, а наоборот, инициирует, формирует и посылает его в рыночную среду. В этом случае, обратной связью она получает информацию и/или подтвержденное действие/принятое решение существующих и потенциальных стейкхолдеров, которое в конечном итоге приведет к формированию и поддержанию конкурентных преимуществ организации.

В свою очередь, сама теория сигналов Спенсера базируется на теории асимметричности информации. В дивидендной политике проявление

асимметричности информации влияет на дисбаланс между справедливой и сложившейся рыночной стоимостью акций. Менеджмент организаций стремится снизить асимметричность информации относительно справедливой стоимости акций. Информирование можно осуществить напрямую, но есть вероятность ошибки прогноза. Поэтому менеджмент может выбрать опосредованный, косвенный механизм – сигнал рынку о благополучии фирмы через объявление высоких дивидендов.

Не всякий сигнал может быть объективным ориентиром. Инвесторы предпочитают ориентироваться на качественные сигналы. Это может происходить из-за возможного недоверия со стороны инвесторов и мелких акционеров в отношении собственников-инсайдеров и менеджмента. По мнению Тепловой Т.В., качественный сигнал не может быть дешёвым, его сложно симитировать неэффективной убыточной фирме. Таким качественным сигналом является долгосрочная практика выплаты дивидендов с постоянным их повышением, не проявляя чувствительность к внешним изменениям рыночной конъюнктуры [17].

При этом, сигнальная теория дивидендной политики имеет ряд критических замечаний. Во-первых, часть крупных акционеров не страдает от асимметричности информации ввиду глубокой интеграции, погружения в деятельность организации и, зачастую, прямых деловых

вых и неформальных контактов с представителями менеджмента организации. Во-вторых, часть успешных компаний длительное время не выплачивает дивиденды. По логике сигнальной теории, это является крайне негативным сигналом для рынка. Тем не менее, эти компании не испытывали сложности с заинтересованностью акционеров и инвесторов. В-третьих, со временем, в ряде стран, сложилась практика перехода от выплаты дивидендов преимущественно к обратному выкупу акций. На этот процесс сигналы влияют слабо, во всяком случае рынок оценивает эти сигналы неоднозначно [18].

Тем не менее, на наш взгляд, сигнальная теория выплаты дивидендов не только имеет право на жизнь, но тесно связана с рядом других концепций. По первому замечанию необходимо разграничивать уровни асимметричности информации. Она все же существует, но другого рода – из-за того, что ключевые инвесторы и крупные акционеры обладают более полной информацией относительно мелких акционеров, и получают эту информацию более оперативно. Второй тезис строится на опыте относительно небольшого круга компаний, не выплачивающих дивиденды, или не выплачивающих их не регулярно. Среди них – Boeing Co, Airbus, Apple и ряд других. Более детальный показывает, что практика невыплаты дивидендов не носит системный характер и связана в т.ч. с рыночной ситуацией. По мнению аналитиков [19], в российском сегменте решения не выплаты дивидендов по результатам 2022 г. связаны с 4 группами

факторов: инфраструктурные проблемы, слабые финансовые результаты, корпоративные риски и прочие. Таким образом, тезис о несостоятельности теории сигналов, по нашему мнению, не состоятелен. Третий тезис так же дискуссионен. Процесс обратного выкупа акций может давать сигналы рынку о том, что менеджмент считает текущую цену акций недооцененными. Другой вопрос, как этим сигналом распорядятся акционеры и инвесторы.

Выводы

Подводя итог, можно сделать вывод: основные конкурентные преимущества, приобретаемые организацией, реализующей различные подходы к ДП – формирование благоприятного имиджа, доступ к более дешевым финансовым ресурсам, возможность отделиться от конкурентов, капитализация стоимости бизнеса более высокими темпами, удовлетворение интересов большей части акционеров за счет выплаты высоких дивидендов, пополнение государственного бюджета различных уровней за счет дивидендов. Достижение этих преимуществ порой противоречит и взаимоисключает друг друга. Компаниям, по нашему мнению, приходится делать стратегический выбор между достижением определенных конкурентных преимуществ в ущерб другим.

Объяснение мотивов решений в области дивидендной политики дают различные теории и концепции. На наш взгляд, теория сигналов является одной из самых системных, логичных и фундаментально обоснованных.

Библиографический список

1. Портер М. Конкуренция. М.: «Вильямс», 2005. С. 390.
2. Фатхутдинов Р.А. Стратегический менеджмент: учебник. М.: Дело, 2005. С. 415-417.
3. Зуб А.Т. Стратегический менеджмент: Теория и практика: Учебное пособие для вузов. М.: Аспект Пресс, 2002. С. 412.
4. Филофова Т.Г., Быков В.А. Конкуренция. Инновации. Конкурентоспособность: учеб. пособие / под ред. Т. Г. Филофовой. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. С. 58–59.
5. Гельвановский М., Жуковская В., Трофимова И. Конкурентоспособность в микро-, мезо- и макроуровневом измерениях // Российский экономический журнал. 1998. № 3. С. 34.
6. Мокроносов А.Г., Маврина И.Н. Конкуренция и конкурентоспособность: Учебное пособие. Екатеринбург: Изд-во Урал ун-та, 2014. 194, с.

7. Фатхутдинов Р.А. Конкурентоспособность: экономика, стратегия, управление. М.: Инфра-М, 2000. 312 с.
8. Modigliani F. Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Amer. Econ. Rev. 1958. P. 261-297.
9. Miller M.H. Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ Business. 1961. P. 411-433.
10. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2004. С. 449.
11. Пестерева Т.А. Факторный анализ дивидендных политик и стоимости крупнейших российских компаний. [Электронный ресурс]. URL: https://vestnik.pstu.ru/mj/archives/?id=&folder_id=7206 (дата обращения 11.09.2023).
12. Долгих С.И., Потанин Б.С. Факторы дивидендной политики российских компаний // Проблемы прогнозирования. 2023. № 3 (198). С. 155. DOI: 10.47711/0868-6351-198-146-157.
13. Катъкало В.С. Исходные концепции стратегического управления и их оценка // Российский журнал менеджмента. 2003. № 1. С. 8.
14. Зальцман А.А. Финансовые и нефинансовые детерминанты дивидендного выбора: дис. ... док. экон. наук. Москва, 2015. 203 с.
15. Spence M. Job market signalling // Quarterly Journal of Economics. 1973. vol. 87 № 3. P. 355–374.
16. Вайсман Е.Д., Никифорова Н.С., Носова С.А. Концепция слабых рыночных сигналов в стратегическом управлении промышленного предприятия // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». 2019. Т. 13, № 3. С. 145–153. DOI: 10.14529/em190314.
17. Теплова Т.В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // Финансовый менеджмент. 2011. № 1.
18. Анилов А.Е. Поведенческие аспекты принятия решений о выплате собственникам: обзор исследований // Корпоративные финансы. 2017. Т. 14 № 4. С. 96.
19. Какие компании не выплатили дивиденды в 2022 году и что с ними будет в 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/zero-dividends-2022/?ysclid=lmn1alqe96593653699> (дата обращения 11.09.2023).