

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОРПОРАЦИЙ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОРИЕНТИРЫ И ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕШЕНИЯ

*В.А. ГРЕБЕННИКОВА, кандидат
экономических наук, доцент, доцент кафедры
экономического анализа, статистики и финансов,
Кубанский государственный университет
e-mail: v.grebennikova@rambler.ru*

*Е.В. ВЫЛЕГЖАНИНА, кандидат экономических
наук, доцент, доцент кафедры экономического
анализа, статистики и финансов,
Кубанский государственный университет
e-mail: e_vylegzhanina@mail.ru*

Аннотация

Рассмотрены теоретические аспекты дивидендной политики компании как одного из важнейших направлений корпоративного финансового менеджмента, систематизированы подходы и принципы управления дивидендной политикой. Проведен обзор дивидендных политик крупных российских правовых компаний. Обоснована целесообразность мониторинга потенциальными инвесторами дивидендных индексов в дополнение к общепринятой системе показателей и критериев для комплексной оценки дивидендной политики компании.

Ключевые слова: дивидендная доходность, жизненный цикл компании, публичная компания, инвесторы, дивидендная стратегия инвестиций.

Механизм распределения чистой прибыли предусматривает возможность ее направления как на реинвестирование в собственный капитал, так и на выплату дивидендов своим акционерам. Дивидендные выплаты являются объектами анализа со стороны профессиональных игроков рынка, инвестиционных компаний, частных инвесторов, аналитических агентств и исследователей. Ее значимость обусловлена тем, что дивидендная политика компании может служить мощным инструментом привлечения потенциальных инвесторов [8]. Она направлена на определение оптимального соотношения между потребляемой и капитализируемой частями чистой прибыли [2]. Поэтому дивидендная политика является одной из важнейших составляющих корпоративного финансового менеджмента.

Согласно ст. 43 Налогового кодекса дивиденд представляет собой доход, получаемый акционером при распределении чистой прибыли пропорционально количеству имею-

щихся акций. Так как дивиденды выплачиваются из чистой прибыли, это уменьшает размер капитализируемой части, которая является внутренним источником финансовых ресурсов для предприятия. Стоимость данного ресурса определяется суммой выплачиваемых дивидендов, поэтому в принципе данный ресурс может быть бесплатным (если дивиденды не выплачивать). Таким образом, экономическая сущность дивидендов заключается в плате акционерам за использование собственного капитала, т.е. дивиденды можно рассматривать как меру стоимости акционерного капитала.

Как правило, решение о выплате дивидендов свидетельствует об успешности деятельности предприятия. Но экономистами разработаны несколько теорий дивидендной политики:

1. Теория, разработанная Ф. Модильяни и М. Миллером, утверждает, что стоимость предприятия определяется инвестиционной политикой и возможностью генерировать прибыль, а не тем, как эта прибыль будет распределена. То есть инвесторам неважно, будут ли они получать доходы за счет прироста курсовой стоимости акций или в виде дивидендных выплат. Поэтому оптимальная дивидендная политика строится следующим образом: сначала средства инвестируются во все значимые инвестиционные проекты, остаточная часть чистой прибыли идет на выплату дивидендов. Таким образом, если целесообразно направить всю заработанную чистую прибыль в инвестиционную деятельность, то дивиденды не выплачиваются.

2. Противоположную точку зрения описывает теория предпочтительности дивидендов, которая утверждает, что выплата дивидендов предпочтительнее, чем капитализация прибыли («лучше синица в руках, чем журавль в небе»). Многие инвесторы стремятся ми-

минимизировать свои риски, следовательно, выплата текущих дивидендов для них более приоритетна, чем возможная будущая доходность стоимости акций и прирост акционерного капитала. В итоге инвесторы готовы платить более высокую цену за акции компаний, которые регулярно выплачивают высокие дивиденды. Следовательно, дивидендная политика, в частности, доля чистой прибыли, выплачиваемая в виде дивидендов, оказывает прямое влияние на рыночную стоимость компании.

3. Теория налоговой дифференциации основывается на минимизации налогов по текущим и будущим доходам акционеров. Так как дивидендные выплаты облагаются большим налогом, чем на прибыль с капитала, то предпочтительными являются доходность от реинвестирования чистой прибыли и увеличение капитализации предприятия. Кроме того, налог на доход от капитализации необходимо платить при его реализации. Следовательно, компании более выгодно платить меньшую сумму дивидендов, что увеличивает ее рыночную стоимость.

4. Сигнальная теория базируется на положении, что дивиденды являются своего рода сигналами о положении дел предприятия и поэтому оказывают значительное влияние на стоимость компании. Если компания прогнозирует рост рентабельности своего бизнеса, то она не заявляет об этом, а увеличивает размер выплачиваемых дивидендов. Таким образом, если компания стабильно выплачивала дивиденды, то при их увеличении инвесторы могут предположить будущий рост прибыли компании.

При формировании дивидендной политики компании принципиально важен вопрос о размере дивидендных выплат, форме и источниках выплат. Таким образом, в рамках финансового менеджмента необходимо принять решение о типе дивидендной политики и выбрать наиболее подходящий подход:

– консервативный тип предполагает выплату дивидендов акционерам по остаточному принципу после формирования необходимых резервов для стабильного развития компании;

– умеренный тип предполагает минимальную выплату дивидендов с периодическим начислением надбавки, т.е. выплатой так называемых экстра-дивидендов;

– агрессивный тип предполагает распределение чистой прибыли в первую очередь на выплату дивидендов с целью поддержания инвестиционной привлекательности для инвесторов и только оставшаяся после выплат

дивидендов часть прибыли идет на развитие компании.

В настоящее время нет единого мнения о большей эффективности той или иной теории дивидендной политики, так как она зависит от большого числа противоречивых факторов [11]. Каждая компания сама определяет политику и методику выплаты дивидендов в зависимости от специфики деятельности, структуры и стоимости капитала, финансовой стратегии и инвестиционной политики и многих других факторов.

Дивидендные выплаты компаний находятся под наблюдением регулирующих органов. С 2015 г. дивиденды как доход физических лиц облагаются по ставке 13%, что уравнивает такой вид доходов с заработной платой, с той разницей, что налоговые вычеты на дивиденды не распространяются. Необходимо отметить, что в ежегодных основных направлениях налоговой политики России заявлялось, что одной из целей является повышение инвестиционной активности физических лиц. Но последние изменения в налоговом законодательстве могут привести к обратному эффекту: после вступления в силу изменений в НК РФ дивиденды станут менее выгодны, чем любой другой доход, облагаемый по ставке 13%. Это может привести к снижению инвестиционной активности физических лиц и росту альтернативных вариантов вложения денежных средств: покупка недвижимости, банковские депозиты. Для владельцев бизнеса с существенной долей участия это означает склонность к схемам, заменяющим дивиденды на выплаты иного характера. Поэтому в существующих рыночных условиях для компаний, не испытывающих потребности в дополнительном капитале и эмиссии акций, можно рекомендовать политику минимального размера дивидендов с надбавками в отдельные периоды либо с выплатами, заменяющими дивиденды в глазах налоговых органов.

При разработке дивидендной политики компании должны помимо законодательной базы руководствоваться внутренним Кодексом корпоративного поведения, который устанавливает принцип открытости дивидендной политики. Формирование дивидендной политики должно строиться с учетом ряда принципов, которые подразумевают под собой следующие положения [4]:

– соблюдение норм законодательства и действующих нормативных документов, устава компании;

– соблюдение прав и интересов акционеров;

- создание механизмов, содействующих положительной динамике выплат дивидендов при росте чистой прибыли;

- прозрачность механизма определения размера и выплат дивидендов.

Большинство российских предприятий выплачивают дивиденды как определенный установленный процент от чистой прибыли. В отличие от зарубежных компаний, в России предприятия не дифференцируют дивидендные выплаты на регулярные (компания обязуется выплачивать постоянный дивиденд, например, с поправкой на уровень инфляции) и разовые (или внеплановые, которые компания решает выплатить при распределении избыточных денежных средств или средств от продажи каких-либо активов) [5]. Таким образом, в российских компаниях в большинстве случаев дивидендные выплаты являются нестабильными и непредсказуемыми, что затрудняет оценку влияния дивидендной политики на рыночную стоимость капитала компании. В среднем российские компании направляют на выплату дивидендов порядка 10–20% чистой прибыли, в то время как в мировой практике показатель нормы распределения достигает 40% [4]. Таким образом, дивидендная политика компании во многом зависит и от рентабельности компании.

Можно выделить характерные для российских компаний закономерности формирования и реализации дивидендной политики:

- по подавляющему числу акций российских компаний размер дивиденда незначителен по сравнению с рыночной стоимостью компании;

- выплаты дивидендов носят нерегулярный характер, и не прослеживается тенденция между решением о выплате дивидендов и реальным положением дел в компании;

- размер дивидендов практически не зависит от финансовых показателей деятельности предприятия [5];

- постепенное увеличение выплачиваемых дивидендов акционерам;

- большинство российских компаний склонны выплачивать дивиденды 1 раз в год после проведения ежегодного собрания акционеров. Некоторые компании всё же производят выплаты 1 раз в полтора года, либо реже;

- дивидендная доходность относительно невысока, что характерно для развивающихся рынков. Однако акции некоторых отраслей (нефтегазового сектора) показывают высокую доходность;

- использование дивидендных выплат с целью перераспределения средств в пользу основного акционера компании;

- формализация дивидендной политики во внутренних нормативных документах, где оговаривается заранее доля чистой прибыли, которая в дальнейшем пойдёт на выплату дивидендов [1].

Остановимся на примерах из практики дивидендной политики некоторых крупных российских публичных компаний.

Согласно дивидендной политике ПАО «Газпром» выплачивает от 10% прибыли по РСБУ при достижении целевого уровня резервов от 17,5% до 35% прибыли. Это, однако, ничего не говорит о фактических выплатах. Обычно компания выплачивала в качестве дивидендов 25% чистой прибыли по РСБУ. Размер этой прибыли всегда значительно меньше аналогичного показателя по МСФО, так что акционеры, включая государство, всегда присматривались к последнему показателю. В 2016 г., когда федеральный бюджет стал особенно нуждаться в дополнительных ресурсах, ПАО «Газпром» заплатил дивидендами 50% прибыли по РСБУ, что, однако, не сильно увеличило дивиденд в абсолютных величинах. Государство намерено начиная с 2017 г. (т. е. начиная с дивидендов за 2016 г.) получать от ПАО «Газпром» дивиденды в размере 50% чистой прибыли по МСФО для финансирования растущего дефицита федерального бюджета.

Дивидендная политика ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» предполагает выплату дивидендов на ежеквартальной основе в следующем диапазоне: 1) если соотношение «Чистый долг / EBITDA» меньше или равно 1,0: уровень дивидендных выплат находится в диапазоне, границами которого являются 50% чистой прибыли и 50% свободного денежного потока; 2) если соотношение «Чистый долг / EBITDA» выше 1,0: уровень дивидендных выплат находится в диапазоне, границами которого являются 30% чистой прибыли и 30% свободного денежного потока.

По итогам 2016 г. дивидендная политика ПАО ГМК «Норильский никель» в очередной раз меняется. Менеджмент предлагает направлять на дивиденды 60% EBITDA, если соотношение чистого долга к EBITDA на конец будет менее 1,8, и 30% EBITDA – если более 2,2. В 2017 г. минимальный объем дивидендов за 2016 г. составит 1,3 млрд дол. На текущий момент изменение дивидендной

политики выглядит вполне приемлемым для акционеров, что подтверждается её одобрением Советом директоров Русала, традиционно требующим от Норильского никеля высоких дивидендов (владеет 27,8%). На конец 2015 г. отношение чистый долг / EBITDA составляло около 1, что сформировало хороший запас перед нижней границей выплаты высоких дивидендов. При текущем прогнозе EBITDA за 2016 г. и курсе рубля компания может выплатить около 1000 р. на акцию, т.е. примерно столько же, сколько должно быть выплачено за 2015 г. Таким образом, ожидаемая доходность в ближайшие 12 месяцев составляет около 12%. Риск снижения выплат для компании состоит в чрезмерном укреплении рубля, если цены на добываемые металлы не будут расти схожим темпом.

Дивидендная политика ПАО «Мегафон» – максимально сложная. Общий объем средств, направляемых на дивиденды, определяются как сумма следующих показателей: а) большая из двух величин – 70% от чистой прибыли плюс амортизация минус инвестиции, либо 50% от чистой прибыли; б) чистый долговой потенциал компании, который поддерживает чистый долг на уровне 1,2–1,5 к OIBDA, т.е. разница между текущими денежными средствами на балансе и суммой денежных средств, позволяющая удерживать этот уровень. Менеджмент ПАО «Мегафон» намерен выплачивать дивиденды два раза в год. ПАО «Мегафон» намерено пересмотреть дивидендную политику до конца 2016 г. Вероятная причина пересмотра политики – желание увеличить дивиденды за счет смягчения условий поддержания уровня чистого долга.

В большинстве случаев можно проследить взаимосвязь жизненного цикла компании с решениями, принимаемыми в рамках ее дивидендной политики. Влияние жизненного цикла компании на дивидендную политику доказано во многих научных работах [3].

По мнению Ю. Фамы и К. Френча, основными показателями, по которым компания принимает решение платить или не платить дивиденды, являются: рентабельность, инвестиционные возможности и размер компании [13].

Груллон, Микаэли и Свамнатан [14] обосновали теорию, которая говорит о том, что повышение дивидендов свидетельствует об изменении стадии жизненного цикла фирмы, проявляющемся в переходе фирмы от стадии высокого роста к стадии более низкого роста (стадии зрелости). В данной теории систематический риск как раз и выступает критерием зрелости компании. По мнению авто-

ров теории, дивиденды несут информацию о систематическом риске компании: фирмы, увеличивающие дивиденды, показывают колоссальное снижение в их систематическом риске.

Результаты исследования Танэйтэвей [14] показали, что крупные компании с высокой рентабельностью, с высоким свободным денежным потоком и высоким коэффициентом, отражающим отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу, склонны выплачивать более высокие дивиденды. Исследование также показало, что компании с более высокими возможностями роста имеют более низкий коэффициент дивидендных выплат.

Таким образом, на начальном этапе своего развития фирма имеет возможности для собственного роста, она обладает некими инвестиционными возможностями и, как правило, не платит дивиденды, отдавая предпочтение реинвестированию прибыли. В процессе перехода от стадии высокого роста к стадии зрелости инвестиционные возможности фирмы уменьшаются, компания предпринимает меры по аккумулярованию свободного денежного потока, который в итоге выплачивается в виде дивидендов.

Рассмотрим взаимосвязь дивидендной политики с жизненным циклом корпорации на примере ПАО «МТС». Жизненный цикл ПАО «МТС» можно условно разделить на 3 стадии.

1. Стадия «Зарождение и становление»: 1993–1997 гг.;

2. Стадия «Рост»: 2000–2008 гг.;

3. Стадия «Зрелость (включая раннюю зрелость, расцвет сил, полную зрелость)»: 2009 г. – по настоящее время.

На этапе зарождения и роста главной целью организации является забота о своём «растущем организме»: сбор информации о своих рынках, расширение круга потребителей, поставщиков и партнеров, а также закрепление собственного неповторимого имиджа. На данных этапах компания больше вбирает в себя, нежели отдаёт. Размер дивидендных выплат либо мал, либо вовсе равен нулю. Например, компания «Майкрософт», мировой лидер в сфере разработки программного обеспечения выплатил свои первые дивиденды лишь в 2003 г., т.е. через 27 лет после создания. Компания МТС выплатила в 2001 г. свои первые дивиденды, размер которых составлял 0,24 р. за акцию. Стадия роста ознаменовалась размещением в 2000 г. ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже под тикетом MTSI. В этот переходный период рост орга-

низации осуществляется несистематично, рывками; организация все больше набирает силу, однако координация проводится ниже оптимального уровня.

Из рисунка следует, что начиная с 2006 г. ПАО «МТС» переходит в активную фазу роста, заключая перспективные контракты и проводя глубокий ребрендинг. Очевидно, что в данный момент компания МТС находится на этапе зрелости (расцвета сил), который характеризуется равнозначным акцентированием внимания компании как на структуре, координации, стабильности, так на инновациях, совершенствовании всех частей и децентрализации. Квалифицированные навыки персонала уже более отточены, а новая продукция, рынок сбыта и технологии – управляемы. Главной целью корпорации на этапе зрелости является дальнейшее расширение рыночного сегмента предприятия. В качестве основной цели текущей деятельности принимается оптимальный уровень прибыли. На этапе ранней зрелости (2009–2012 гг.) колебания в размере выплачиваемых дивидендов незначительны и составляют 1–2%. С 2013 г. (стадия расцвета сил) ПАО «МТС», будучи лидирующей телекоммуникационной компанией, как перво-степенную задачу определяет необходимость поддерживать достаточный объем ресурсов и уровень гибкости, чтобы достигать операционных и финансовых целей, что и отражено на рисунке.

Средний темп роста дивидендов за последние три года равняется 4,06%. В 2014 г.

компания презентовала новую «3-Д» стратегию, основными фокусами которой являются данные, дифференциация и дивиденды.

Дивидендная политика на 2016–2018 гг. предполагает выплату 25–26 р. на акцию в год, но не менее 20 р. Кроме того, менеджмент рассматривает возможность выкупа акций на сумму до 30 млрд р. за 3 года [9].

Таким образом, период полной зрелости – это идеал, в котором достигается соответствие знания действительности и представления о совершенной системе функционирования компании. Но так как общество не стоит на месте и регулярно укрепляет свои позиции, а технологии и услуги принимают всё новые формы, есть основания полагать, что с точки зрения устойчивого развития стадия полной зрелости – недостижимый идеал.

Эффективность дивидендной политики и влияние ее на рыночную стоимость компании является актуальным вопросом для компаний-эмитентов, желающих улучшить свою инвестиционную привлекательность и удовлетворить интересы своих акционеров [10]. Большинство инвесторов не безразличны к проводимой дивидендной политике компаний, предпочитая получать наличные дивиденды или, если отсутствует такая возможность, получать дивиденды в форме акций, чем совсем их не получать. Увеличение (уменьшение) дивидендов сигнализирует об улучшении (ухудшении) будущего положения фирмы, и инвесторы не верят, что выплата дивидендов решает проблему агентских кон-

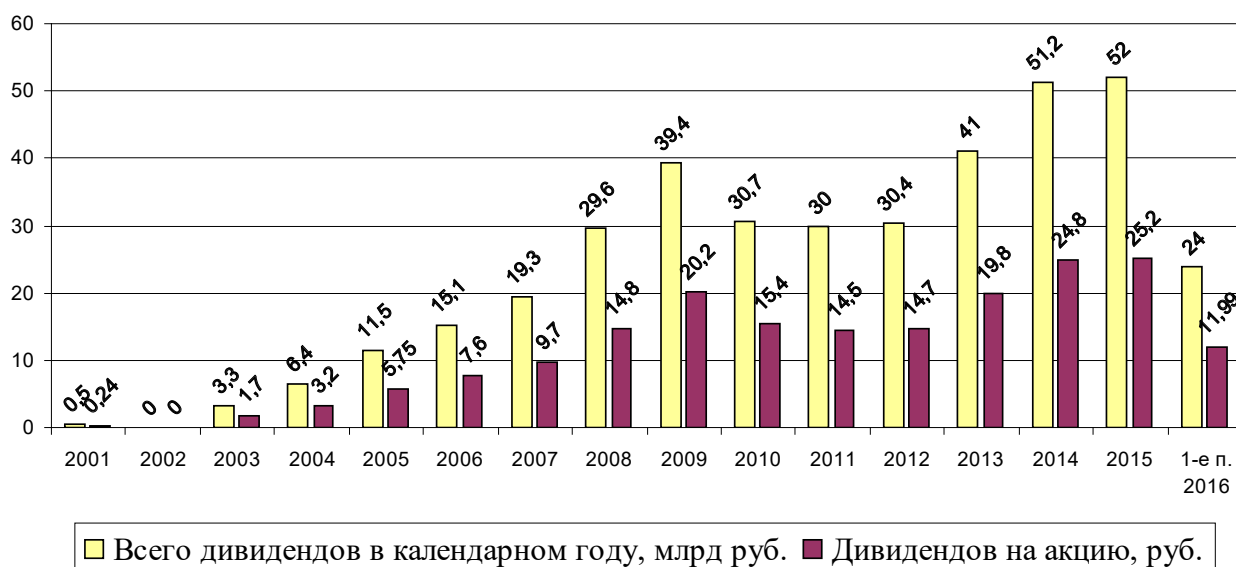


Рис. 1. Дивиденды по акциям ПАО «МТС» [9]

фликтов относительно эффективного использования свободного денежного потока. Долгая дивидендная биография сигнализирует о том факте, что АО находится на стадии зрелости и может поделиться прибылью с владельцами.

На практике, безусловно, актуален для потенциальных инвесторов вопрос выделения системы показателей и критериев для комплексной оценки дивидендной политики компании. В экономической литературе для принятия решения о том, является ли реализуемая компанией дивидендная политика существенным аргументом в пользу приобретения ее акций [6], предлагаются следующие показатели: чистая прибыль на акцию; дивиденд на одну акцию; коэффициент выплат дивидендов; коэффициент цена-прибыль; дивидендная доходность акций; коэффициент покрытия дивидендов; уровень дивидендных выплат в компаниях-конкурентах. Таким образом, привлекательность дивидендной политики для инвестора рассматривается через полученную в ретроспективе либо прогнозируемую абсолютную или относительную величину дохода от владения акциями. Данная система аналитических показателей может быть расширена за счет включения дивидендных индексов, которых на данный момент в мире уже около 50. Можно условно разделить дивидендные индексы на две группы – стратегические и дополняющие. Стратегические индексы формируются как реализация некоторых инвестиционных стратегий, основанных на получении дохода в виде дивидендов. Например, в такие индексы могут отбираться только компании, генерирующие стабильные дивидендные выплаты в течение определенного времени или обеспечивающие высокую дивидендную доходность относительно рынка. Дополняющие индексы привязаны к конкретным индексам широкого рынка и призваны отражать дивидендные характеристики входящих в них бумаг.

В качестве наиболее известных необходимо выделить семейства дивидендных индексов NASDAQ Dividend Achievers и S&P Dow Jones Dividend Indices. Например, Компания Standard&Poor's предлагает бенчмарки для инвестиционных стратегий, ориентированных на дивидендные доходности, которые основаны на использовании бумаг с приличными дивидендными доходностями и стабильными выплатами. Семейство S&P Dow Jones Dividend Indices включает:

– S&P Dividend Aristocrats – эти индексы охватывают компании со всего мира, в дивидендной политике которых прописано после-

довательное увеличение дивидендных выплат от года к году, происходящее в течение определенного количества лет;

– Dow Jones Select Dividend – эти индексы отслеживают американские компании с наибольшей дивидендной доходностью; бумаги в них должны удовлетворять требованию устойчивости выплат;

– S&P Global Dividend Opportunities Index – включают компании со всего мира и предназначены для выявления максимальных дивидендных доходностей, в состав одного из индексов этого семейства – S&P Emerging Market Dividend Opportunities Index, ориентированного на развивающиеся рынки, входят четыре российские компании – «Газпром», «Газпромнефть», «ТНК-ВР» и VimpelCom.

Одним из самых популярных в этом семействе является S&P High Yield Dividend Aristocrats – индекс настоящих дивидендных «аристократов»: чтобы попасть в него, компании на протяжении последних 20 лет должны непрерывно выплачивать дивиденды нарастающим итогом. В целом они более устойчивы и имеют больший потенциал долгосрочного роста на рынке по отношению к своим конкурентам. Достаточно пропустить один раз повышение выплат, чтобы покинуть элитный рейтинг. Самыми известными компаниями, входящими в данный рейтинг (табл. 1), являются Coca-Cola, Johnson&Johnson, McDonald's, PepsiCo, Procter&Gamble.

Практика данных компаний показывает, что щедрость по отношению к своим акционерам обеспечивает более стабильную динамику акций, чем у менее «щедрых» конкурентов. При этом необходимо сделать оговорку о том, что не всегда высокие и стабильные дивидендные выплаты корпорации означают стабильный рост стоимости ее акций.

При инвестировании в акции в расчете на стабильное получение дивидендов возникает вопрос выбора конкретных активов среди многообразия, представленного на рынке. Зачастую в качестве основного критерия отбора инвесторы используют высокую дивидендную доходность. Такой подход не всегда приводит к оптимальному результату из-за высокой волатильности этого показателя. Высокие доходности последних выплат также не отражают риск возможной невыплаты дивиденда в следующем периоде [7]. Поэтому может быть дополнительно рекомендовано использование индекса стабильности дивидендных выплат, позволяющего отбирать наиболее привлекательные акции с

ТОП-10 «Дивидендных аристократов» США по состоянию на начало 2016 г. [12]

Наименование эмитента акций	Цена торгов, USD	Коэффициент β	Размер дивидендов на акцию (DPS), USD	Годовая дивидендная доходность по дивидендам, % (Dividend yield), USD
Health Care Property Investors	29,38	1,120	1,48	5,06
American Telephone and Telegraph (AT&T)	39,54	0,860	1,96	4,90
Chevron	110,50	1,050	4,32	3,89
Consolidated Edison	72,65	0,690	2,68	3,79
Abbvie	59,46	1,270	2,56	3,77
Emerson Electric	54,43	1,360	1,92	3,48
Exxon Mobil	86,47	1,040	3,00	3,44
Coca-cola	41,75	0,880	1,40	3,37
Procter & Gamble	83,07	0,620	2,68	3,21
Kimberly-clark	117,17	0,630	3,68	3,18

точки зрения дивидендов (DSI), – это индекс, дающий возможность оценить стабильность выплачиваемых дивидендов компанией эмитентом. Анализируя дивидендную доходность, необходимо смотреть в будущее, т. е. оценивать ожидаемый размер дивидендов вне зависимости от истории их выплат. Такой подход является уникальным среди основных вариантов расчета дивидендных индексов. Одновременно следует признать и рискованность метода из-за вероятности аналитических ошибок. Но именно эта особенность расчета делает DSI-индекс более полезным для практического инвестирования. Индекс рассчитывается по следующей формуле:

$$DSI = a \times T + b \times R \quad (1)$$

где DSI – индекс стабильности дивидендных выплат; T – показатель стабильности периодичности выплат; R – показатель стабильности доли прибыли компании, направленной на дивиденды; a, b – весовые коэффициенты.

DSI-индекс принимает значения от 0 до 1 и учитывает периодичность выплаты дивиденда и стабильность доли прибыли компании, приходящейся на выплату дивидендов.

Показатель стабильности периодичности выплат T (2) – это показатель, принимающий значения от 0 до 1 и характеризующий устойчивость периодов времени между соседними выплатами дивидендов компанией-эмитентом за последние 10 лет. Данный показатель очень

чувствителен к нарушениям в регулярности выплат. Для расчетов используются даты закрытия реестра, соответствующие фактически не нулевым выплатам дивидендов.

$$T = \frac{\bar{t}}{\bar{t} - \sigma_t}, \quad (2)$$

где \bar{t} – среднее значение промежутка времени между соседними латами закрытия реестра за последние 10 лет; σ_t – среднеквадратическое отклонение.

Показатель стабильности доли дивиденда в прибыли компании R (3) по методике расчета схож с показателем T. R – это показатель, принимающий значения от 0 до 1 и характеризующий устойчивость доли прибыли компании, которая выплачивалась в виде дивидендов за последние 10 лет.

$$R = \frac{\bar{r}}{\bar{r} - \sigma_r}, \quad (3)$$

где \bar{r} – среднее значение доли прибыли компании, выплаченной в виде дивидендов за последние 10 лет; σ_r – среднеквадратическое отклонение.

Правила интерпретации:

1) высокое значение индекса DSI ($DSI > 0,75$) говорит о высокой стабильности дивидендных выплат, а именно, регулярности выплаты и высокой стабильности доли от прибыли, приходящейся на дивиденды; данное значение индекса характеризуется минималь-

ной вероятностью невыплаты следующего дивиденда;

2) значение индекса DSI ($0,50 < DSI < 0,75$) характеризует среднюю стабильность дивидендных выплат, т.е. данные компании не регулярно выплачивают дивиденды и размер дивиденда относительно прибыли имеет высокий разброс;

3) значение индекса DSI ($DSI < 0,50$) отражает низкую стабильность дивидендных выплат, высока вероятность невыплаты следующего дивиденда и его выплаты в непредсказуемые сроки.

Поясним расчет индекса стабильности дивидендных выплат на примере ОАО «Сургутнефтегаз». Согласно Уставу «Сургутнефтегаз» обязуется выплачивать дивиденды по привилегированным акциям в размере не менее 10% чистой прибыли, разделенной на число акций, которые составляют 25% уставного капитала (это и есть число привилегированных акций), при этом не менее дивидендов по обыкновенным акциям.

Компания стабильно выплачивает существенные дивиденды. Базой выплат пока остается чистая прибыль по РСБУ.

Последняя дата торгов перед закрытием реестра (оценка): 14.07.2017 г.

Прогноз прибыли по итогам 2016 г.: 200000 млн р.

Доля прибыли, направляемой на дивиденды (оценка): 5,98%.

Количество акций «Сургутнефтегаз» в обращении: 7702 млн. шт.

Общая сумма, направляемая на дивиденды: 11954,21 млн р.

Цена расчета доходности: 29,44 р.

DSI (индекс стабильности дивидендов) = 0,94.

t (стабильность выплат) = 0,93.

r (стабильность доли прибыли) = 0,95.

В табл. 2 представлены результаты расчетов значений индексов стабильности дивидендных выплат и определены 10 компаний, которые могут быть названы максимально

Таблица 2

Топ 10 российских компаний по индексу стабильности дивидендных выплат

Акция*	Сектор	Выплата на акцию по итогам 2016 г. (прогноз), р.	Доходность выплаты, %	Капитализация, млн USD	DSI
ОАО «Сургутнефтегаз» (Па)	Нефть/Газ	1,55	5,27	19910,04	0,94
ПАО «Россети» (Па)	Коммунальные услуги	0,0707	3,15	3409,34	0,94
ПАО «Аэрофлот»	Транспорт	3,55	2,73	2249,79	0,89
ПАО «Московская биржа»	Финансы и Банки	7,35	6,61	3952,19	0,87
ПАО «Сбербанк» (Оа)	Финансы и банки	4,71	3,14	52180,10	0,87
ПАО «Газпром»	Нефть/Газ	18,87	12,97	53677,67	0,86
ПАО «Трансконтейнер»	Логистика	161,33	4,36	801,16	0,86
ПАО «РусГидро»	Коммунальные услуги	0,035	4,37	4763,03	0,85
ПАО «Сбербанк» (Па)	Финансы и банки	4,71	4,21	52180,10	0,85
ОАО «Сургутнефтегаз» (Оа)	Нефть/Газ	0,6	2,04	19910,04	0,85

Па – привилегированные акции; Оа – обыкновенные акции

Дивидендная политика корпораций: теоретические ориентиры ...

стабильными с точки зрения дивидендных выплат акционерам.

Необходимо при этом обратить внимание, что компании, попавшие в таблицу 2 показывают не очень высокую доходность выплат

(за исключением Газпрома. Максимально высокие позиции в рейтинге российских компаний по показателю дивидендной доходности приведены в табл. 3.

Таблица 3

Топ 10 российских компаний по показателю дивидендной доходности

Акция	Сектор	Выплата на акцию по итогам 2016 года (прогноз), р.	Годовая доходность выплаты, %	Капитализация, млн. USD	DSI
Лензолото (Па)	Металлы и добыча	690,15	14,62	206,30	0,7
ТРК (Па)	Коммунальные услуги	0,0546	14,01	26,12	0
Ростелеком (Па)	Телекомы	8,27	13,33	3535,95	0,72
Газпром	Нефть/газ	18,87	12,97	53677,67	0,86
НКНХ (Па)	Химия	4,34	12,88	2025,78	0,74
Башнефть (Па)	Нефть/газ	143,61	10,48	10794,54	0,68
МГТС	Телекомы	75,24	10,06	1112,57	0,62
Ростелеком (Оа)	Телекомы	8,27	9,95	3535,95	0,69
ЛСР	Строительство	87,23	9,77	1432,98	0,77
Мостотрест	Строительство	7,44	8,67	374,01	0,65

Таким образом, индекс стабильности дивидендных выплат не может выступать единственным показателем, на который следует ориентироваться потенциальным инвесторам в выборе объекта инвестирования. Его стоит рассматривать как дополнительный показатель вместе с традиционными индикаторами.

Резюмируя, необходимо отметить, что к настоящему моменту в теории не определены векторы универсальной дивидендной политики, которую могли бы применять все корпорации без исключения и которая приносила бы равную бесспорную полезность и доходность для каждого из них.

Дивидендные политики большинства российских публичных компаний отличаются сложностью и непредсказуемостью, что часто делает прогнозирование и даже простой расчет возможных дивидендов крайне затруднительным и неопределенным.

Библиографический список

1. Бочарова И.Ю. Дивидендная политика в системе корпоративного управления ком-

паний // Финансы и кредит. 2011. №47 (479). С. 2–9.

2. Гребенникова В.А., Волошин А.И. Анализ дивидендных выплат российских нефтяных компаний // Инновационная наука. 2016. № 4–1. С. 84–88.

3. Гребенникова В.А., Емзешев К.Х. Жизненный цикл компании на рынке и его влияние на дивидендную политику: теоретический аспект // Новая наука: Теоретический и практический взгляд. 2016. № 4–1 (75). С. 58–62.

4. Гребенникова В.А., Подофеденко А.А. Дивидендная политика публичной компании и её правовое регулирование в России // Заметки ученого. 2016. № 3. С. 19–26.

5. Керн И.Т., Громова Е.И., Синельщикова Н.В. Особенности дивидендных выплат в российских компаниях // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд, 2013. № 20. С. 173–179.

6. Козлова А.С. Теоретические аспекты оценки дивидендной политики российских компаний // Инновационная экономика: материалы II междунар. науч. конф. (г. Казань, октябрь 2015 г.). Казань, 2015. С. 48–50.

7. Лобов В. Подход к формированию индекса дивидендных акций на российском рынке. URL: <http://www.dohod.ru/ik/analytics/research/21>.
8. Мамий Е.А., Юрко Н.С. Управление финансовыми результатами хозяйственной деятельности организации // Современные тенденции развития науки и технологий. 2015. № 3–3. С. 140–143.
9. Официальный сайт ПАО «МТС» URL: <http://www.company.mts.ru>.
10. Смирнова Т.А. Влияние дивидендных выплат на капитализацию компании // Экономика и социум. 2016. № 6–2 (25). С. 647–650.
11. Современный подход к дивидендной политике компании / П.Н. Брусов [и др.] // Финансы и кредит. 2012. № 37 (517). С. 19–32.
12. Best Dividend Stocks. URL: <http://www.topyields.nl/sp-500-dividend-aristocrats>.
13. Fama E., French K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // Journal of financial economics. 2001. № 2. P. 60.
14. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? // Journal of business. 2002. № 1. P. 387–424.