

ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 336.671

Д. ЛЕОНОВ,
профессор, кандидат экономических наук,
И. ПРАСОЛОВ,
Народный депутат Украины

ДИАЛЕКТИКА ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ РОСТА НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

Розглянуто теоретичні та практичні аспекти дивідендної політики акціонерних товариств в умовах нестабільності світового фондового ринку. Проведено аналіз взаємозв'язку між динамікою ринків капіталу та дивідендною політикою АТ, виділено зовнішні фактори, які найбільш суттєво впливають на пропорції розподілу прибутку в корпоративному секторі. Визначено перспективні управлінські підходи до вирішення проблем, пов'язаних з дивідендною політикою корпорацій.

С середины XX в. современные корпорации фактически превратились в гегемона экономических, политических и социальных отношений как на национальных, так и на международном уровнях. Организация экономической деятельности в форме акционерного общества (АО) получила широкое распространение не в последнюю очередь благодаря явным преимуществам в сфере финансирования по сравнению с другими организационно-правовыми формами бизнеса. Именно доступ к источникам капитала за счет выпуска ценных бумаг на фондовом рынке дает возможность корпорациям решать сложные задачи в области производства и технологий, а цикличность этого процесса поддерживает долгосрочность потенциала развития АО.

С учетом таких императивов, в основе процессов трансформации отношений собственности, ставших в Украине отличительной чертой экономических реформ 90-х годов XX – начала XXI в., лежала именно корпоратизация (акционирование) предприятий государственного сектора экономики. В результате в настоящее время мы имеем чрезвычайно мощный отечественный корпоративный сектор, который безоговорочно лидирует по всем количественным показателям.

Вместе с тем, если доминирование корпораций в развитых экономиках безальтернативно сочетается с адекватным прогрессом фондового рынка, то для отечественных реалий характерны глубокие и длительные диспропорции, прежде всего, в сфере корпоративного финансирования. Соответственно, формирование эффективной и действенной системы управления финансами корпораций, на наш взгляд, является важной практической задачей, без решения которой невозможно дальнейшее реформирование отечественной экономики.

Анализируя современные теоретические концепции управления корпоративными финансами, следует отметить, что, несмотря на большое количество достижений, ряд весомых проблем остаются нерешенными. В первую очередь это касается дивидендной политики, которая уже более 60 лет волнует ведущих

финансистов-ученых. Р. Брейли, Г. Дональдсон, Р. Ла Порта, Дж. Линтнер, С. Майерс, М. Миллер, Ф. Модильяни, С. Рок, Ю. Фама, У. Шарп – это далеко неполный перечень выдающихся ученых, исследовавших дивидендную политику и разрабатывавших ее модели для корпораций. Однако сравнение наработанных практических рекомендаций доказывает, что дивидендная политика остается едва не самым большим “белым пятном” в сфере корпоративных финансов. Такой вывод особенно актуален при исследовании дивидендной политики современных корпораций в контексте тенденций развития мирового фондового рынка. Неоднозначность, присущая современному рынку капиталов как основополагающему элементу среды деятельности корпораций, только подчеркивает необходимость исследований взаимосвязей дивидендной политики и ключевой для формирования капитала корпораций составляющей финансового рынка – фондового рынка.

В научной литературе рассматривается целый комплекс факторов, определяющих дивидендную политику корпораций. Так, ведущий отечественный ученый В. Сутормина говорит о 4 группах факторов: юридические ограничения, инвестиционные возможности, сохранение контроля и доходность акционерного капитала¹. Другие ученые, выделяя факторы дивидендной политики, обосновывают их деление на внутренние и внешние, при этом к последним относят асимметрию информации, налоговую среду, институциональные факторы². В отдельных научных работах выделяют единичные факторы и их влияние на политику распределения прибыли корпораций, в частности размер и историю развития предприятия³, объективную асимметрию информации⁴, влияние дивидендов на рыночную стоимость акций корпораций⁵ и т. д.

Со своей стороны отметим, что непосредственная детерминация рынка капиталов, в частности фондового, как самостоятельный фактор дивидендной политики АО почти не встречается. Скорее, можно говорить об определенных опосредованных связях. Чаще всего подобное коррелирование происходит посредством анализа дивидендов как определенных сигналов для инвесторов на рынке акций, а также в контексте формирования ресурсов для осуществления корпорацией инвестиций из внешних и внутренних источников. Например, в работах классика современной теории дивидендной политики – американского исследователя Дж. Линтнера – утверждается, что в условиях асимметрии информации выплата дивидендов рассматривается как положительный сигнал об устойчивом текущем финансово-хозяйственном положении и о его оптимистических перспективах⁶. Соответственно, менеджеры принимают решения о распределении прибыли на основе оценки возможной реакции рынка. Между тем, необходимо признать, что это лишь один из вариантов влияния тенденций фондового рынка на сферу дивидендных отношений.

¹ См.: Сутормина В. М. Финанси зарубіжних корпорацій. Підручник. К., КНЕУ, 2004, с. 296.

² См.: Шагалева Г. Б. Анализ детерминант дивидендной политики компаний в странах с переходной экономикой. “Международная экономика” № 7, 2011, с. 52–56.

³ См.: Fama E., French K. Disappearing Dividends: Changings Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? “Journal of Financial Economics”, Vol. 60, № 1, 2001, p. 450.

⁴ См.: Merton H. M., Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. “Journal of Finance”, Vol. 40, № 4, 1985, p. 1031–1051.

⁵ См.: Jensen M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. “American Economic Review”, Vol. 76, № 2, 1986, p. 323–329.

⁶ См.: Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends? Retained Earnings, and Taxes. “American Economic Review”, Vol. 46, № 2, 1956, p. 108.

Диалектика дивидендной политики вне концепции Миллера — Модильяни (теория ММ)⁷ предполагает, что рыночная стоимость АО (агрегированная в цене его акций) изменяется под влиянием решений в сфере распределения прибыли. Не отбрасывая важность и значимость теории ММ, отрицающей такое влияние, отметим, что главная ее критика связана с определенными авторскими допущениями, игнорирующими отдельные важные компоненты финансовой среды, такие как налоги, асимметрия информации и т. д.

Принимая априори существование влияния на уровне “дивидендная политика — фондовый рынок”, на наш взгляд, необходимо говорить об определенных предпосылках для практического проявления подобной взаимосвязи, а именно:

— фондовый рынок должен находиться самое малое в средней форме информационной эффективности и отображать максимально возможный объем исторической и публичной информации в ценах акций;

— дивидендная политика АО должна быть понятна и определенным образом предсказуема для акционеров, менеджеров, потенциальных инвесторов, других участников рынка (соответственно, дивиденды должны формировать понятные сигналы).

Если уровень прогнозируемости дивидендов можно отнести к внутренним факторам, то тенденции на фондовых рынках следует рассматривать в контексте составляющих внешней финансовой среды. Анализируя способность дивидендных выплат быть прогнозируемыми, отметим следующее: во-первых, объективно любые дивидендные выплаты являются функцией прибыли, поэтому для них характерен высокий уровень неопределенности; во-вторых, на будущие дивиденды существенно влияют и субъективные факторы, такие, например, как структура собственников; в-третьих, даже существующие прагматичные концепции рекомендуют корпорациям на разных этапах их жизненного цикла применять абсолютно отличные управленческие приемы при распределении чистой прибыли. В этом контексте следует вспомнить результаты исследования А. Брава и др.⁸, в котором под сомнение были поставлены отдельные положения теоретических концепций, говорящие о наличии целевого ориентира для менеджеров во время выплаты дивидендов (в частности, приведенная выше модель Дж. Линтнера). Главной же причиной пересмотра целевого коэффициента является именно неопределенность среды, в которой действует корпорация. Подводя итог анализа, отметим, что объективно дивиденды могут быть прогнозируемыми только в определенной степени и только в краткосрочном периоде планирования.

Говоря о тенденциях рынка капиталов, прежде всего, подчеркнем, что современная финансовая наука при оценке его параметров ориентируется на полностью устойчивые показатели — капитализацию, динамику индексов, объемы капиталов, привлеченных посредством выпуска финансовых инструментов. Изменение показателя капитализации в 2001–2010 гг. свидетельствует о нестабильности как всего мирового рынка капиталов, так и отдельных национальных рынков (рис. 1).

На рис. 1 явно прослеживается волнообразный характер развития мировых фондовых рынков в исследуемом периоде: падение в 2002 и 2008 гг. и последующий посткризисный рост. Вместе с тем из работ, посвященных последним фондовым кризисам, видно, что главные усилия исследователей направлены в первую

⁷ См.: Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. (Пер. с англ.). М., “Дело”, 1999, 272 с.

⁸ См.: B r a v A., G r a h a m J. R., H a r v e y C. R., M i c h a e l y R. Payout Policy in the 21st Century. “Journal of Financial Economics”, Vol. 77, № 3, 2005, p. 483–527.

очередь на анализ их внутренней природы и связи с макроэкономическими тенденциями⁹.

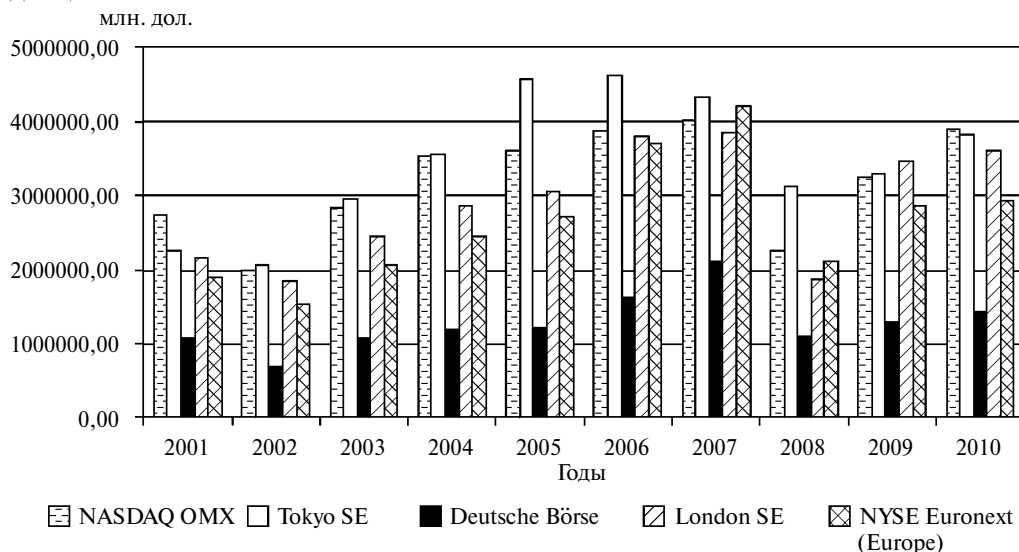


Рис. 1. Капитализация отдельных организованных рынков

Источник: систематизировано авторами по данным WFE (<http://www.world-exchanges.org>).

Однако вопрос относительно “точки отсчета” современных экономических кризисов – в финансовой сфере или в реальном секторе экономики – остается открытым. Важным выводом касательно характеристик глобального рынка капиталов является тезис о все более тесной взаимосвязи его отдельных национальных сегментов без учета уровня их развития. Так, в 2008 г. по сравнению с 2007 г. падение капитализации NYSE Euronext (US) составило 41,2%, Tokyo SE – 28,1%, Deutsche Börse – 47,2%, Istanbul SE – 58,7%, Warsaw SE – 57,1%.

Каким образом вывод о взаимосвязи реальной экономики и финансового сектора можно экстраполировать на уровень дивидендной политики корпораций? На наш взгляд, здесь стоит учесть следующие положения:

– по своей экономической природе акции являются финансовыми инструментами, стоимость которых определяется способностью приносить своим собственникам доходы *в будущем*. Нестабильность современных фондовых рынков, и соответственно рыночной стоимости акций, изменяет баланс преимуществ инвесторов между спекулятивным рыночным доходом от купли-продажи акций и текущими доходами в виде дивидендов от участия в прибылях корпорации в пользу последних. Таким образом, при оценке акций инвесторы будут исходить и из оценки будущих, ожидаемых дивидендов, которые являются одним из прогнозируемых видов денежных потоков, приносимых акциями;

– в свою очередь, менеджеры предприятия, формируя дивидендную политику, тоже оценивают будущие события: возможную реакцию акционеров на объявленные (или не объявленные) дивиденды, способность предприятия привлекать дополнительный капитал с рынка, инвестиционные риски существующих проектов и т. д.

В итоге, мы сталкиваемся с парадоксальной, на первый взгляд, ситуацией, когда речь идет о субъективной оценке положения дел как менеджерами, так и акционерами. Следовательно, необходимо говорить о скорости реакции в первую оче-

⁹ См.: Матвеев Ю. В., Коновалова М. Е. Кризис как форма разрешения структурных диспропорций. “Экономические науки” № 5, 2008, с. 71–75; Тарханов О. В. Кризис: причины и следствия. “Проблемы современной экономики” № 2, 2009, с. 23–26.

редь управленцев на вызовы внешней среды и текущее финансово-хозяйственное положение предприятия, а не рынка – на его дивидендную политику.

Рассмотрим отдельные показатели дивидендной политики корпораций, акции которых обращаются на ведущих организаторах торговли (рис. 2). На основе анализа доли листинговых эмитентов, выплачивавших дивиденды, можно утверждать, что количество таких предприятий, за редким исключением, например, в Японии, относительно невелико. При этом вывести определенные зависимости между долей компаний, выплачивавших дивиденды, и уровнем развития фондового рынка фактически невозможно. Отсутствие подобных зависимостей дает возможность допустить, что корпорации прежде всего оценивают вероятную реакцию рынка капиталов на собственные дивидендные решения, а не на его информационную эффективность в целом. И такой своеобразный “изоляционизм” присущ компаниям как из стран со “старыми” фондовыми рынками, так и из стран, где фондовые рынки только формируются.

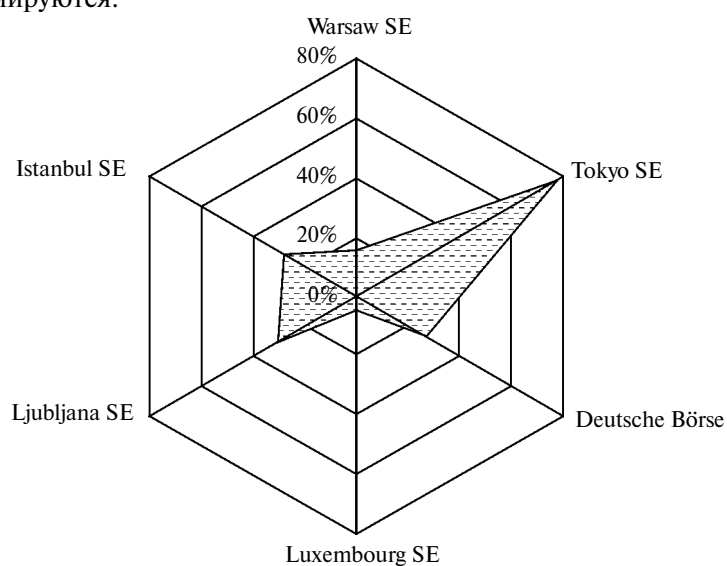


Рис. 2. Доля листинговых эмитентов, выплачивавших дивиденды в 2010 г.

Источник: систематизировано авторами по данным WFE.

Интерес представляет соотношение между дивидендной доходностью и доходностью курсового прироста для американских корпораций. Если оценивать взаимодействие корпоративного сектора и фондовых рынков, именно рынок США, где сформирована англосаксонская модель, демонстрирует наиболее существенную связь на уровне “корпорация – фондовый рынок”, тогда как в континентальной модели большую роль в корпоративном финансировании играет банковский кредит. Кроме того, “рассеянная” структура акционерной собственности, масштабы владения акциями со стороны домохозяйств обуславливают учет интересов этой группы акционеров во время принятия решения о выплате дивидендов.

Внимание привлекает тот факт, что, несмотря на явное или скрытое стремление во многих научных трудах приуменьшить роль дивидендов, они остаются наиболее устойчивым и надежным источником доходов для отдельных категорий акционеров, тогда как доходность от изменения рыночной стоимости акций демонстрирует нестабильность, а в отдельные периоды даже фиксируется ее отрицательное значение (рис. 3).

Анализируя структуру доходности акций в США в периоды фондовых кризисов, можно отметить, что ее дивидендная составляющая хоть и снижается по сравне-

нию с периодами стабильности и роста, все же остается достаточно весомой. На наш взгляд, подобная реакция менеджмента на фондовые кризисы абсолютно прогнозируема: за счет сохранения определенного размера дивидендов корпорации пытаются, во-первых, поддержать курс собственных акций в условиях общей стагнации рынка; во-вторых, подать сигнал участникам фондового рынка о возможных перспективах в будущем.

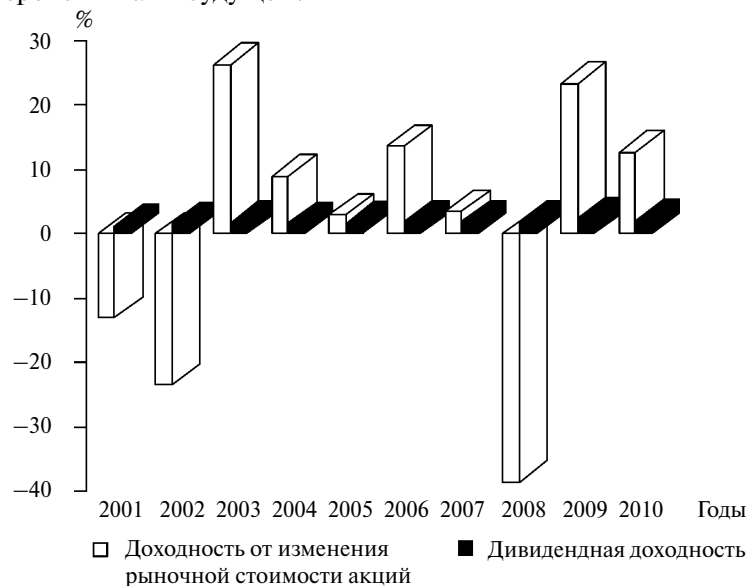


Рис. 3. Формирование доходности акций в США в 2001–2010 гг.

Источник: составлено авторами по данным Statistical Abstract USA.

Особенно действенна подобная дивидендная политика в тех АО, где основную долю акционеров составляют физические лица. Если анализировать так называемый “эффект клиентуры” в дивидендной политике, то здесь большинство исследователей сходятся на том, что именно физические лица – та группа акционеров, которая наиболее чувствительна к дивидендной политике и ее изменениям; в свою очередь, институциональные инвесторы отдают предпочтение курсовому приросту как форме получения доходов от владения акциями. Поэтому в США именно физические лица и являются крупнейшими получателями дивидендных выплат корпораций (рис. 4).

Рассматривая дивидендную политику иностранных корпораций и ее связь с тенденциями на глобальном фондовом рынке, можно как выделить определенные взаимосвязи, так и говорить о невозможности подтверждения отдельных устоявшихся характеристик и моделей. Это превращает дивидендную политику в элемент определенной триады конфликтных интересов “корпорация – менеджеры – акционеры”, в которой прогнозирование имеет чрезвычайно высокий уровень неопределенности.

Каким образом данные выводы могут быть применены к отечественным АО? Понятно, что на определенном уровне можно говорить о схожести подходов к дивидендной политике на украинских предприятиях и в иностранных корпорациях. Прежде всего, это касается принципов и методов выплаты дивидендов. Однако, учитывая особенности развития отечественного корпоративного сектора и рынка капиталов, можно допустить существование и значительных расхождений.

Анализируя дивидендную политику АО в Украине, необходимо четко разделять два ее типа: для предприятий государственного сектора и предприятий других

форм собственности. Таким образом, факторы, определяющие волатильность экономической среды для групп предприятий, существенно отличаются друг от друга.

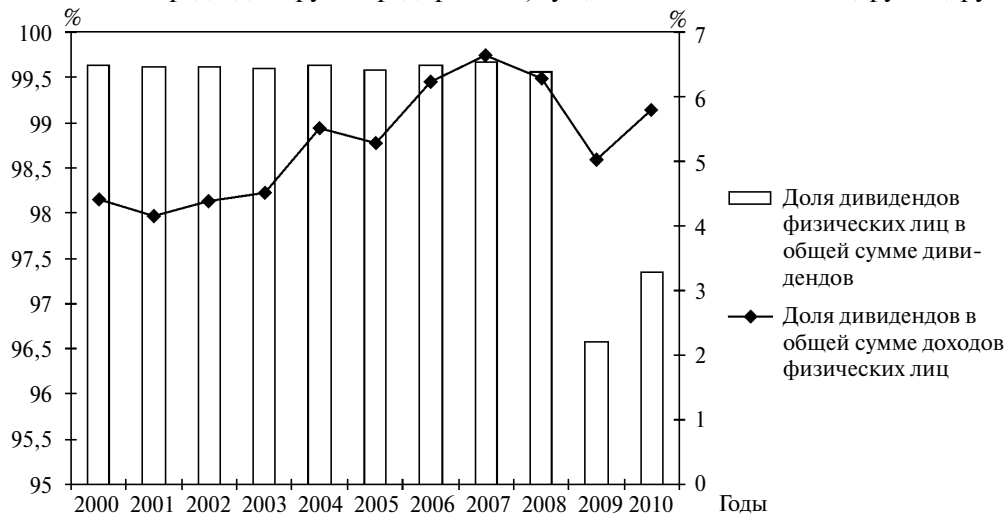


Рис. 4. Доля дивидендов, выплаченных корпорациями США физическим лицам в 2000–2010 гг.

Источник: составлено авторами по данным Bureau of Economic Analysis (U.S. Department of Commerce) за соответствующие годы.

В Украине на дивидендную политику АО государственной формы собственности, на наш взгляд, влияют несколько важных моментов. Речь идет о низком уровне эффективности, во-первых, действующей системы корпоративного управления, в том числе в вопросах защиты имущественных прав миноритарных акционеров, и, во-вторых, управления объектами государственной собственности.

В этой плоскости сформировались следующие основные группы противоречий:

- между государством как акционером и другими владельцами акций компаний по вопросу реинвестиции прибыли и размеров дивидендов;
- между фискальными задачами по наполнению государственного бюджета и инвестиционными планами непосредственно акционерных обществ как отдельных юридических лиц – субъектов хозяйствования;
- в широком смысле можно говорить о существовании (при действующем механизме) определенных конфликтов с выплатой дивидендов между предприятиями государственного сектора экономики и всеми субъектами управления в сфере корпоративных финансов, претендующих на генерируемые корпорацией денежные потоки.

Связь между целями разных субъектов изображена на рисунке 5.

В настоящее время в нормативно-правовой базе Украины зафиксировано несколько положений, определяющих обязательный характер выплаты дивидендов предприятиями, где государство имеет решающее влияние:

- Закон Украины “Об управлении объектами государственной собственности” № 185-V от 21 сентября 2006 г.: “Хозяйственная организация, в уставном фонде которой имеются корпоративные права государства, по итогам календарного года обязана направить часть чистой прибыли на выплату дивидендов”;

- постановление Кабинета Министров Украины № 702 от 12 мая 2007 г. “Об утверждении Порядка формирования и реализации дивидендной политики государства”: “Базовые нормативы и сроки перевода в государственный бюджет дивидендов ежегодно утверждаются Кабинетом Министров Украины по представле-

нию Фонда государственного имущества и доводятся до субъектов управления корпоративными правами”;

– постановление Кабинета Министров Украины № 68 от 29 января 2007 г. “Об утверждении Порядка отчисления хозяйственными организациями в государственный бюджет части чистой прибыли (дохода)”;

– закон Украины о государственном бюджете на соответствующий год, которым установлены плановые показатели поступлений дивидендов от хозяйственных обществ с государственной долей собственности.



Рис. 5. Субъектные противоречия дивидендной политики АО государственного сектора экономики Украины

Источник: разработано авторами.

Подобная ситуация моделирует квазирыночный принцип реализации дивидендной политики, создает ограничения для принятия руководством государственных компаний решений в этой сфере. Выплата дивидендов или тезаврация прибыли в оптимальном варианте должны учитывать, прежде всего, финансово-хозяйственное положение предприятия, а не фискальные задачи государства. Кроме того, для компаний государственного сектора значительно усложнен доступ к внешним источникам финансирования из-за нехватки у государства денежных средств на их формирование. В этих условиях, вопреки интересам развития самого АО, государство вынуждено блокировать решения о дополнительном выпуске акций, поскольку это приводит к “размыванию” его доли в уставном капитале. В итоге, это делает нераспределенную прибыль архиважной для финансирования таких предприятий. Следовательно, для этой группы АО в Украине взаимосвязь в плоскости “дивидендная политика – фондовый рынок” ограничивается как особенностями распределения прибыли, так и характеристиками политики управления структурой капитала.

Для второй группы – предприятия частной формы собственности – присущи следующие особенности дивидендной политики: ограниченная доля корпораций, выплачивающих дивиденды (в пределах 10–16% от общего числа АО); непоследовательность дивидендной политики, ее фрагментарность; многочисленные нарушения имущественных прав миноритарных акционеров или их игнорирование во время распределения прибыли. На наш взгляд, это обусловле-

но, прежде всего, постприватизационным восприятием отечественными корпорациями миноритарных акционеров (и физических лиц, и институциональных инвесторов) как малоперспективных инвесторов в плане дальнейшего привлечения капитала. Все это накладывается на специфику украинского фондового рынка, особенно биржевого сегмента, — незначительное количество ценных бумаг, обращающихся на организаторах торговли, и низкую ликвидность большинства из них, несмотря на рост объемов биржевых контрактов (рис. 6).

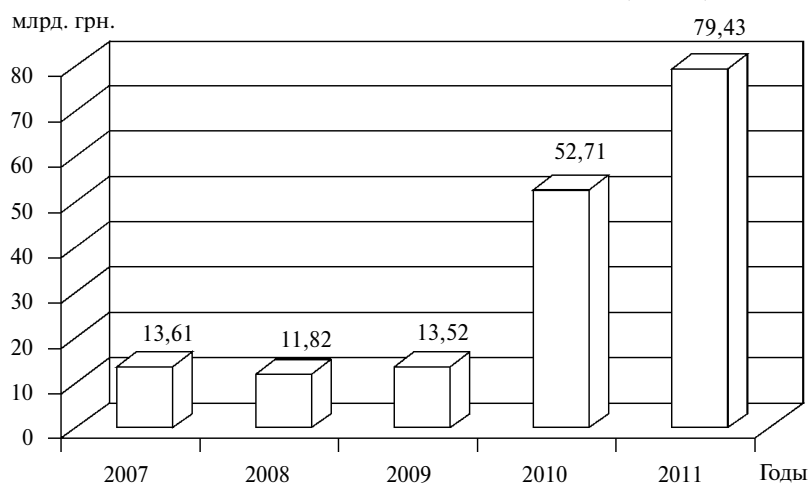


Рис. 6. Объем биржевых контрактов с акциями на организованном рынке

Источник: составлено авторами по данным ГКЦБФР.

Кроме того, для предприятий ограниченными остаются внешние ресурсы, прежде всего выпуск акций. Распространению этого источника финансирования мешают институциональная незавершенность отечественного фондового рынка, а также чрезвычайно низкий уровень корпоративного управления, что влечет за собой формирование предпосылок для “враждебных” поглощений. Соответственно, большинство мажоритарных акционеров избегают выпусков акций или проводят их в случае, если такие угрозы удалось нивелировать. Следовательно, в настоящее время в Украине есть основания говорить о низком уровне взаимосвязи между дивидендной политикой и фондовым рынком и в отношении предприятий частного сектора.

Из приведенного анализа дивидендной политики современных корпораций можно сделать следующие перспективные выводы.

1. Мировой фондовый рынок претерпевает периодические кризисы, причиной которых в первую очередь являются объективные диспропорции и противоречия на субъективном уровне, а также ослабление взаимосвязей между реальным и финансовым секторами мировой экономики. Подобное несоответствие и кризисные угрозы характерны как для всего глобального финансового рынка, так и для его отдельных национальных сегментов. Однако в условиях инструментальной неполноценности “новых” фондовых рынков их участники имеют намного меньше возможностей для проведения риск-менеджмента во время действия негативных тенденций.

2. Среди внешних факторов, обуславливающих дивидендную политику современных корпораций, динамика фондовых рынков занимает особое место как в первичном, так и во вторичном сегментах. Параметры первичного рынка объективно определяют способность корпораций привлекать капитал, а также их воз-

возможности направлять часть прибыли на выплату дивидендов без снижения инвестиционной активности. Вторичный рынок и его тенденции, со своей стороны, характеризуют реакцию инвесторов на финансовые решения менеджмента, в том числе и в сфере распределения прибыли. Следовательно, можно утверждать, что именно уровень эффективности фондового рынка влияет на место дивидендной политики в системе корпоративного финансового управления.

3. Любые современные теоретические концепции дивидендной политики в условиях прагматичного использования проявляют свое несовершенство под влиянием факторов экономической среды, в частности фондового рынка. Таким образом, о возможности последовательной дивидендной политики можно говорить исключительно в краткосрочной перспективе. При средне- и долгосрочном финансовом планировании именно тенденции фондового рынка определяют пересмотр количественных параметров в распределении прибыли корпорации. В случае нестабильности фондовых рынков дивидендная политика превращается в динамичный процесс, цель которого – максимизировать благосостояние акционеров и повысить инвестиционную привлекательность акций для привлечения нового капитала.

4. В Украине дивидендная политика государственного сектора корреспондирует исключительно с фискальной политикой государства, тогда как роль других факторов второстепенна. Частные же корпорации используют преимущественно “остаточный” принцип выплаты дивидендов, когда на объем и частоту выплат влияет не только потребность во внутренних инвестиционных ресурсах, но и интересы мажоритарных акционеров в получении доходов, не связанных с распределением прибыли. Воздействие фондового рынка на дивидендную политику АО крайне незначительно и ограничено во времени, как и влияние дивидендов на поведение рыночных цен акций.

5. Существенных изменений в дивидендной политике отечественных публичных АО следует ожидать только в среднесрочной перспективе благодаря действию объективных факторов качественных изменений на фондовом рынке и в корпоративном управлении. Влияние этих факторов может значительно усилиться в случае получения публичными корпорациями явных и весомых преимуществ над другими организационно-правовыми формами в сфере привлечения финансов при условии признания устойчивой дивидендной политики критерием оценки надежности корпорации со стороны инвесторов и кредиторов.

Статья поступила в редакцию 18 апреля 2012 г.