

Д. М. Борисов, С. В. Киселев, А. Р. Мурасова

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА ОРГАНИЗАЦИИ

Ключевые слова: дивидендная политика, теория существенности дивидендной политики, теория налоговой дифференциации, теория иррелевантности дивидендов (Модильяни и Миллер).

В статье представлена взаимосвязь и влияние дивидендной политики на стоимость фирмы; раскрыты три основных подхода к обоснованию оптимальной дивидендной политики; рассмотрена и обоснована теория Модильяни и Миллера.

Keywords: dividend policy, theory of essentially dividend, theory of tax differentiation, dividend irrelevance theory (Miller & Modigliani).

The article shows the relationship and impact of dividend policy on firm value, disclosed three main approaches to the justification of the optimal dividend policy, reviewed and justified theory of Modigliani and Miller.

В условиях динамично развивающегося рынка возрастает количество компаний, как за рубежом, так и в Российской Федерации. И соответственно возрастает конкуренция между ними, в том числе конкуренция на рынке акций. Конкуренция заключается в том, что каждая компания старается привлечь инвесторов, продавая им свои акции, что в свою очередь отражается на их стоимости. Таким образом, для успешной конкурентной борьбы компаниям необходимо заниматься разработкой дивидендной политики, в частности определять размеры дивидендов. На основе данной информации потенциальный акционер оценивает перспективы компании, ее привлекательность, так как дивидендная политика влияет на стоимость фирмы и на ее будущие перспективы.

Дивидендная политика, как и управление структурой капитала, оказывает существенное влияние на положение компании на рынке капитала, в частности на динамику цены его акций. Дивидендная политика должна основываться в значительной мере на предпочтении инвесторами дивидендов или дохода от прироста капитала. То есть необходимо определиться, предпочтительнее ли для инвестора, чтобы фирма распределила прибыль в виде дивидендов, или же эту прибыль целесообразно вновь вложить в дело, чтобы в дальнейшем получить доход от прироста капитала. Таким образом, какие либо изменения в политике выплат и будут иметь два противоположных результата, поэтому фирма должна стремиться найти тот баланс между текущими дивидендами и будущим ростом, который максимизирует цену акций. В связи с этим существует три теории поведения инвесторов: теория иррелевантности дивидендов, теория существенности дивидендной политики и теория налоговой дифференциации. Теорию иррелевантности дивидендов, авторами которой являются М.Миллер и Ф.Модильяни

Теория существенности дивидендной политики (по-другому ее называют « теория синицы в руке») связана с именами М.Гордона и Д.Линтнера. По их мнению, по мере снижения доли прибыли, идущей на выплату дивидендов, стоимость собственного капитала возрастает, а

рыночная капитализация компаний падает. Другими словами, инвесторы ценят доллар ожидаемых дивидендов более высоко, чем доллар ожидаемого прироста капитала. Основной аргумент авторов данной теории состоит в том, что инвесторы, исходя из принципа минимизации риска, всегда предпочитают текущие дивиденды доходам, лишь потенциально возможным в будущем, в том числе и возможному приросту капитала. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгоды инвестирования в данную компанию, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала. Таким образом, увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости фирмы, т.е. увеличению благосостояния ее акционеров. [1]

Теория налоговой дифференциации, предложенная Р.Литценбергером и К. Рамасвами в конце 70-х годов, была основана на различных эффективных ставках налогообложения дивидендных доходов и доходов от прироста капитала в США. С тех пор ставки налогообложения выровнялись, однако сам факт получения «отсрочки» по уплате налога, возникающей при налогообложении прироста капитала по прежнему остается важным фактором привлекательности акций, а не текущих дивидендов. Согласно данной теории приоритетное значение имеет не дивидендная политика, а капитализированная доходность, т.к. доход от капитализации облагается налогом по меньшей ставке, чем полученные дивиденды. К тому же, уплата налога на доход от капитализации осуществляется лишь при его реализации. Компании невыгодно платить высокие дивиденды, а ее рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли.

Модильяни и Миллер начали свой анализ, допустив отсутствие каких-либо налогов на доходы корпораций или частных лиц. Исходя из этого они выдвинули и алгебраически доказали два утверждения [2].

Утверждение I. Стоимость любой фирмы определяется путем капитализации ее чистой

операционной прибыли (EBIT, при $T = 0$) с постоянной ставкой, соответствующей классу риска фирмы:

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{k_{sU}} \quad (1)$$

Индекс L здесь означает финансово зависимую фирму, т. е. использующую заемный капитал, а U — финансово независимую фирму, т. е. не прибегающую к таким источникам. Предполагается, что обе фирмы находятся в одном классе риска и k_{sU} — требуемая доходность для фирмы, не использующей заемный капитал, т. е. для фирмы с одним только акционерным капиталом [3].

Поскольку V , как определено формулой (1), величина постоянная, то по модели Модильяни—Миллера при отсутствии налогов стоимость фирмы не зависит от способа ее финансирования. Это означает, что: 1) средневзвешенная цена капитала (WACC) для любой фирмы, с использованием заемного капитала или без него, совершенно не зависит от структуры ее капитала и 2) WACC для всех фирм одной группы риска равна цене акционерного капитала финансово независимой фирмы из той же группы риска.

Утверждение II. Цена акционерного капитала финансово зависимой фирмы, k_{sL} , равна сумме цены акционерного капитала финансово независимой фирмы той же группы риска и премии за риск, величина которой зависит как от разницы между ценами акционерного и заемного капитала для финансово независимой фирмы, так и от уровня финансового левериджа, т. е. от соотношения заемного и собственного капитала:

$$k_{sL} = k_{sU} + \text{премия за риск} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d) \frac{D}{S} \quad (2)$$

Здесь D — рыночная оценка заемного капитала фирмы; S — рыночная оценка акционерного капитала фирмы; k_d — постоянная цена заемного капитала. Утверждение II констатирует, что по мере увеличения доли заемного капитала цена ее акционерного капитала также увеличивается, причем математически точным образом.

Рассматриваемые вместе два утверждения Модильяни и Миллера означают, что увеличение доли заемного капитала в структуре источников не увеличивает стоимость фирмы, так как выгоды от более дешевого заемного капитала будут в точности уравновешены увеличением степени риска и, следовательно, цены ее акционерного капитала. Таким образом, теория Модильяни—Миллера утверждает, что в отсутствие налогов как стоимость фирмы, так и общая цена ее капитала не зависят от структуры источников.

Модель Модильяни—Миллера с учетом корпорационных налогов

Первая работа Модильяни и Миллера, опубликованная в 1958 г., содержала допущение об отсутствии налогов. В 1963 г. они опубликовали вторую статью, в которой было учтено влияние налогов. Приняв во внимание налоги на прибыль корпораций, они сделали вывод о том, что заемное финансирование увеличивает стоимость фирмы, так как проценты по займам вычитаются из на-

логооблагаемой прибыли и, следовательно, инвесторы получают большую долю операционной прибыли фирмы.

Утверждение I. Стоимость финансово зависимой фирмы равна сумме стоимости финансово независимой фирмы из той же группы риска и эффекта финансового левериджа, который представляет собой экономию от уменьшения налоговых платежей, равную ставке налога на корпорации, умноженной на величину заемного капитала фирмы:

$$V_L = V_U + TD.$$

Важным моментом здесь является то, что, когда вводятся в рассмотрение корпорационные налоги, стоимость финансово зависимой фирмы превышает стоимость финансово независимой фирмы на величину TD . Отметим также, что эта разница возрастает с увеличением доли заемного капитала, так что стоимость фирмы максимизируется при 100%-ном заемном финансировании.

Утверждение II. Цена акционерного капитала финансово зависимой фирмы равна сумме цены акционерного капитала финансово независимой фирмы из той же группы риска и премии за риск, величина которой зависит от разницы между ценой акционерного и заемного капитала финансово независимой фирмы, соотношения заемного и собственного капитала и ставки корпорационного налога:

$$k_{sL} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d)(1 - T) \frac{D}{S}$$

Отметим, что формула идентична формуле (2), за исключением множителя $1 - T$. Так как $(1 - T) < 1$, обложение корпорации налогами вызывает увеличение цены акционерного капитала с меньшей скоростью, чем это происходит при отсутствии налогов. Именно эта особенность в сочетании со снижением эффективной ставки цены заемного капитала вызывает тот результат, который изложен в утверждении I, а именно — возрастание стоимости фирмы с увеличением уровня финансового левериджа.

Одним из следствий этой теории является обоснование пассивной роли дивидендной политики и остаточного подхода к выплате дивидендов.

Оптимальность дивидендной политики может пониматься лишь в том, чтобы начислять дивиденды после того, как проанализированы все возможности для эффективного реинвестирования прибыли и за счет этого источника профинансированы все приемлемые инвестиционные проекты. Если всю прибыль целесообразно использовать для реинвестирования, дивиденды не выплачиваются совсем, напротив, если у компании нет приемлемых инвестиционных проектов, прибыль в полном объеме направляется на выплату дивидендов [1]. Иррелевантность дивидендной политики по отношению к рыночной стоимости фирмы проявляется в том, что сумма выплаченных дивидендов примерно равна расходам, которые необходимо понести для мобилизации

дополнительных источников финансирования. Можно сказать, что, согласно данной теории, не текущая дивидендная политика, а ожидание благоприятных перспектив являются решающим аргументом в повышении спроса на акции данной компании.

Таким образом, дивидендная политика в значительной степени определяет инвестиционную политику. Решение о выплате дивидендов является одновременно и решением о финансировании инвестиций. Инвесторам, как правило, не всё равно получают они свой доход с инвестиций в форме дивидендов или в форме повышения курса акций. Но самым важным выводом является то, каким

образом дивидендная политика влияет на стоимость компании, то есть на цену ее акций. И наибольший вклад в разработку этого вопроса внесли нобелевские лауреаты Модильяни и Миллер.

Литература

1. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. - М. Финансы и статистика, 2006. – 768с.
2. Саперов Н. Дивидендная политика российских компаний // РЦБ. – 2006. - №16
3. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т./ Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева.- СПб: Экономическая школа, 1997г. - 497с.

© **Д. М. Борисов** – асс. каф. финансового менеджмента Казанского (Приволжского) федерального университета; **С. В. Киселев** – д-р экон. наук, проф. дир. ВШЭ КНИУ, ksv1002@mail.ru; **А. Р. Мурсова** - бакалавр каф. финансового менеджмента Казанского (Приволжского) федерального университета.