

ВОРОБЬЕВ А.Г., соискатель
Институт экономики РАН (Москва)
Email: Al.Vorobiev@hotmail.ru

ОПТИМИЗАЦИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

Статья посвящена исследованию проблем и поиску новых решений в области выплаты дивидендов, а также разработке и оптимизации дивидендной политики применительно к российским акционерным обществам в целях устойчивого развития хозяйственной деятельности и максимизации их рыночной стоимости. Автором вносится ряд конструктивных предложений по формированию дивидендной политики российских акционерных обществ в разрезе отраслей промышленности с учетом совокупности таких факторов, как: рыночные позиции отрасли, показатели рентабельности, потребность в инвестициях, уровень кредитоспособности, стоимость заемного капитала. Статья ориентирована на финансовых менеджеров российских акционерных обществ, а также широкий круг участников рынка ценных бумаг.

АННОТАЦИЯ

Прибыль характеризует финансовый результат хозяйственной деятельности акционерного общества, поэтому любое коммерческое акционерное общество стремится к получению прибыли и ее увеличению за планируемый период. Однако показатели эффективности и перспективы дальнейшего функционирования и развития акционерного общества зависят не только от размера прибыли в текущем году, но и от ее эффективного распределения по направлениям его деятельности. Одним из таких направлений является распределение чистой прибыли в виде выплаты дивидендов акционерам, т.е. собственникам акционерного общества. Следствием этого является необходимость формирования и оптимизации дивидендной политики, которая в результате выступает как одна из форм распределения чистой прибыли акционерного общества.

Решения акционерного общества в области дивидендов переплетаются с другими решениями по финансированию и инвестиционными решениями. Некоторые акционерные общества выплачивают низкие дивиденды, поскольку менеджмент оптимистично настроен относительно перспектив общества и намерен использовать чистую прибыль на цели развития. В этом случае дивиденды выплачиваются, если после удовлетворения инвестиционных нужд акционерного общества остается не капитализированная

прибыль. Другие акционерные общества финансируют капвложения за счет долгосрочных кредитов и займов, что позволяет направлять значительную часть чистой прибыли на выплату дивидендов.

В научной среде существует полемика о том, насколько важна дивидендная политика в деятельности акционерного общества, следует ли выплачивать дивиденды, влияет ли выплата дивидендов на его рыночную стоимость и, следовательно, на благосостояние акционеров. Так, одна группа зарубежных ученых считает (М.Миллер, Ф.Модильяни¹ и др.), что решение о величине выплачиваемых дивидендов не влияет на рыночную цену акций компании и, следовательно, на благосостояние ее акционеров, поэтому дивиденды платить необязательно. Вторая группа зарубежных ученых утверждает (М.Гордон, Дж.Линтнер² и др.), что акционеры заинтересованы в выплате высоких дивидендов, что в свою очередь способствует повышению спроса на акции, увеличению их курсовой стоимости и в конечном итоге, росту благосостояния акционеров. Третья группа зарубежных ученых уверена (Р.Литценбергер, К.Рамасвами³ и др.), что дивиденды нужно выплачивать в зависимости от уровня налогообложения и при большем налогообложении дивидендов по сравнению с налогообложением доходов от прироста капитала, предприятию следует минимизировать дивиденды, а чистую прибыль направлять в перспективные инвестиционные проекты. Только при соблюдении этих условий рыночная стоимость предприятия и благосостояние акционеров будут расти.

В целом, разнообразные теоретические подходы к формированию дивидендной политики рассматривают этот процесс с позиций воздействия на рыночную стоимость предприятия и благосостояние акционеров, определяя важность ее формирования в целом, однако они не дают четкого ответа, какова оптимальная дивидендная политика для российских акционерных обществ, что подчеркивает актуальность данной проблематики. В то же время, по итогам структурной перестройки экономики Российской Федерации за последние пятнадцать двадцать лет можно говорить о том, что первоначальный период становления российских акционерных обществ уже пройден. В условиях дальнейшего последовательного развития рыночной экономики, осознание важности формирования дивидендной политики является объективной необходимостью, как для максимизации рыночной стоимо-

¹ Miller M.H. and Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, October 1961, pgs 411-433

² См., в частности, Gordon M.J. Dividends, earnings and stock prices. *Review of Economics and Statistics* 41, May 1959, pgs 99-105

³ Litzemberger R.H. and Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 7(2), June 1979, pgs 163-195

сти российских акционерных обществ, так и для обеспечения сбалансированной хозяйственной деятельности.

С целью выявления оптимальной дивидендной политики для российских акционерных обществ целесообразно применить расчетно-аналитический подход с построением многофакторной модели в разрезе отраслей промышленности. Производство является важнейшим показателем и представляет собой выпуск товаров и услуг в экономике. Публикуемый Федеральной службой государственной статистики счет производства содержит показатель валовой добавленной стоимости – важнейшего индикатора развития экономики. По данным службы статистики, промышленные предприятия формируют около 40% выпуска товаров и услуг, 30% валовой добавленной стоимости в экономике и составляют 11% от общей численности предприятий и организаций в стране.⁴ Тем самым, полученные ниже результаты по промышленным предприятиям затрагивают значительную часть экономики и актуальны для достаточно большого количества российских акционерных обществ. Необходимо также отметить, что расчетно-аналитический подход с целью оптимизации дивидендной политики также актуален и применим для других отраслей экономики Российской Федерации.

В процессе применения расчетно-аналитического подхода решается ряд задач. На первом этапе происходит оценка факторов, определяющих дивидендную политику отдельных отраслей промышленности. В процессе оценки факторов, определяющих дивидендную политику отрасли, строится многофакторная модель, которая позволяет оптимально подойти к ее формированию. Принимая во внимание доступные статистические данные, публикуемые Федеральной службой государственной статистики, а также существенные изменения в экономике за последние годы, для оценки большинства факторов использован пятилетний статистический горизонт за период с 2000 по 2004 год включительно. При этом оценка некоторых факторов основана на данных 2004 года для получения наиболее точного результата по отдельно взятой отрасли промышленности.

Выявленные факторы и полученные результаты подвергаются количественной и качественной оценке. Количественная оценка факторов вычисляется путем обработки имеющейся в распоряжении статистической информации, в то время как качественная оценка определяется на основе количественной путем соотношения полученных результатов в разрезе отраслей промышленности с результатами по экономике в целом. Тем самым, результаты по экономике выступают эталоном для сравнения с результата-

⁴ Данные на 2004 год. Российский статистический ежегодник. 2005: Статистический сборник. Росстат. – М., 2006.

ми отдельно взятых отраслей промышленности. В целом, это позволяет судить о степени эффективности функционирования отраслей согласно заданным факторам.

Опираясь на практические аспекты формирования дивидендной политики акционерного общества, оценивается следующая группа факторов, на основании которых формируется оптимальная дивидендная политика в отрасли. Во-первых, рассматриваются рыночные возможности отрасли (темпы роста производства, величина отрасли). Во-вторых, оценивается потребность отрасли в инвестициях (степень износа основных фондов). В-третьих, рассчитываются отраслевые показатели рентабельности (рентабельность проданных товаров, продукции и услуг, рентабельность основных фондов отрасли). В-четвертых, оценивается уровень кредитоспособности отраслей (превышение просроченной кредиторской задолженности (ПКЗ) над просроченной дебиторской задолженностью (ПДЗ)) и, в-пятых, вычисляется стоимость заемного капитала для отрасли в зависимости от уровня кредитоспособности (ставка банковского кредита). После выявления факторов, они подвергаются количественной и качественной оценке.

Так, полученные количественные результаты показывают очень высокие рыночные возможности нефтедобывающей, пищевой промышленности и цветной металлургии. Эти отрасли обладают высокими темпами роста производства и занимают существенную долю в промышленном выпуске. Высокие рыночные возможности присущи электроэнергетике и черной металлургии благодаря размерам, и промышленности стройматериалов в силу динамичных темпов роста производства.

Высокую потребность в инвестициях ощущает половина из российских отраслей промышленности. Остальные отрасли нуждаются в обновлении основных фондов, но не так остро, поэтому соответствующая потребность оценена как умеренная. Уровень рентабельности большинства отраслей промышленности превышает соответствующий показатель по экономике в целом. Очень высокий уровень рентабельности преобладает в отраслях, которые производят и перерабатывают природные ресурсы. Этот эффект достигается благодаря благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре товарно-сырьевых рынков. Сюда относятся нефтедобывающая, нефтеперерабатывающая, газовая промышленность, а также черная и цветная металлургия. Низким уровнем рентабельности отличаются электроэнергетика, угольная и легкая промышленность.

Подавляющее большинство отраслей обладает низким уровнем кредитоспособности, что объясняет высокую потребность предприятий в собственных средствах для финансирования инвестиций в основной капитал. По данным опросов Центра экономической конъюнктуры при Правительст-

ве РФ, недостаток денежных средств выступает самым весомым фактором, ограничивающим деловую активность базовых промышленных организаций.⁵ Низкий уровень кредитоспособности отраслей является одной из причин высокой стоимости заемного капитала для них. Исключением являются электроэнергетика, нефтедобывающая промышленность, а также черная и цветная металлургия, для которых, при высоком уровне кредитоспособности, стоимость заемного капитала относительно низка.

На втором этапе расчетно-аналитического подхода определяется оптимальный тип и подтип дивидендной политики в отрасли. Для этого определяются оптимальные пропорции между потреблением и капитализацией прибыли по каждому из факторов на основании их качественной оценки. Поскольку разные факторы могут указывать на различные пропорции распределения прибыли между потреблением и капитализацией в рамках одной отрасли, полученные результаты взвешиваются. Например, 75% факторов могут указывать на необходимость капитализации прибыли, тогда как остальные 25% могут диагностировать необходимость ее потребления. Таким образом, после взвешивания полученных результатов, выявляется доминирующее направление распределения прибыли и рекомендуется оптимальный тип и подтип дивидендной политики для каждой отрасли промышленности.

По итогам данного этапа стоит отметить, что для подавляющего большинства отраслей промышленности, в частности, нефтедобывающей, машиностроения, пищевой промышленности, металлургии и многих других вес факторов капитализации прибыли существенно превышает все факторов ее потребления. Для некоторых отраслей промышленности, таких как электроэнергетика, легкая промышленность, лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная промышленность вес факторов капитализации прибыли уравнивается весом факторов потребления. И лишь для угольной промышленности вес факторов потребления оказывается выше веса факторов капитализации.

На третьем этапе рассчитывается оптимальный уровень дивидендных выплат по отношению к прибыли акционерного общества. Так, в американской корпоративной практике коэффициент дивидендных выплат составляет около 45% от чистой прибыли. Наиболее щедрыми являются корпорации угольной (87%) и газовой отрасли (71%), цветной металлургии (60%), которые проводят агрессивную дивидендную политику. Самыми экономными являются корпорации легкой промышленности (21%), стройматериалов (32%), и нефтедобывающей промышленности (38%), придерживающиеся консервативной и умеренной дивидендной политики.

⁵ Российский статистический ежегодник. 2005: Стат. сб./Росстат. – М., 2006. С. 380.

В целом, обобщение зарубежного опыта свидетельствует, что при консервативной дивидендной политике российские промышленные предприятия могли бы распределять на выплату дивидендов 0%-20% чистой прибыли. При этом оптимальный диапазон для дивидендных выплат по остаточному принципу составляет 0%-10%, тогда как для выплаты фиксированных дивидендов можно направлять 10%-20% чистой прибыли акционерного общества. При умеренной дивидендной политике дивидендные выплаты могут составлять от 20% до 50% чистой прибыли. Выплата минимального стабильного размера дивидендных выплат предусматривает распределение на дивиденды 20%-30% чистой прибыли, тогда как при выплате экстрара дивидендов в отдельные периоды выплаты могут достигать не более 50% чистой прибыли.

Наконец, при агрессивной дивидендной политике промышленные предприятия могли бы выплачивать на цели дивидендов более 50% чистой прибыли. При выплате постоянных дивидендов по отношению к прибыли предпочтительней держаться ближе к нижней границе коэффициента выплат, тогда как при выплате постоянно возрастающих сумм дивидендов, дивидендные выплаты могут достигать до 100% от чистой прибыли.

На четвертом, заключительном этапе расчетно-аналитического подхода выявляется оптимальная форма дивидендных выплат для отрасли. При консервативной дивидендной политике оптимальной формой дивидендных выплат выступают денежные выплаты. С большой степенью вероятности можно утверждать, что предприятия отраслей, для которых рекомендован данный тип дивидендной политики, без ущерба для текущей деятельности смогут отвлечь денежные средства в размере 0%-20% от чистой прибыли.

При умеренной и агрессивной дивидендной политике, где предусматривается отвлечение денежных средств в размере от 50% до 100% от чистой прибыли, оптимальной формой дивидендных выплат являются денежные выплаты, однако при этом не исключена выплата дивидендов акциями в определенные периоды деятельности. Промышленным предприятиям отраслей, которым рекомендована умеренная и агрессивная дивидендная политика, могут позволить выплачивать дивиденды акционерам собственными акциями, если инвестиционные возможности и ограниченность других источников финансирования диктуют реинвестирование прибыли, но в прошлые годы дивиденды выплачивались.

В целом, выплата дивидендов акциями диктуется не отсутствием денежных средств у предприятия, а либо невозможностью их концентрации к моменту выплаты дивидендов, либо альтернативными вариантами использования чистой прибыли. Так, выплата экстрара дивидендов может привести к чрезмерному отвлечению денежных средств при умеренной дивидендной

политике и ограничению собственных источников финансирования инвестиций. При агрессивной дивидендной политике возможен еще больший недостаток денежных средств для дивидендных выплат, в таком случае предприятие отрасли может принять решение о выплате дивидендов акциями, чтобы не нарушать рекомендованную дивидендную политику.

Результаты расчетно-аналитического подхода к формированию оптимальной дивидендной политики российских акционерных обществ в разрезе отраслей промышленности представлены в таблице 1. Данная таблица показывает, что оптимальной дивидендной политикой для большинства отраслей промышленности выступает консервативная дивидендная политика, предусматривающая дивидендные выплаты в размере не более 20% сальдированного финансового результата отрасли.

Таблица также показывает, что текущая дивидендная политика, проводимая в настоящее время в отдельных отраслях промышленности, требует корректировки с учетом полученных результатов. Так, предприятия нефтедобывающей промышленности по итогам 2004 г. выплатили на дивиденды в размере 29% от чистой прибыли, что соответствует умеренной дивидендной политике, тогда как оптимальной дивидендной политикой для них выступает, согласно полученным результатам, консервативная политика с распределением прибыли в размере не более 20%.

Вывод о необходимости изменения дивидендной политики и снижения выплаты дивидендов следует также сделать в отношении пищевой промышленности, предприятия которой выплатили около 25% чистой прибыли при рекомендуемых дивидендах согласно результатам расчетно-аналитического подхода не более 10%, в машиностроении – 20% и 10% соответственно, в цветной металлургии – 19% и 10%, в черной металлургии – 22% и 10%.

В то же время, без изменений следует оставить дивидендную политику в газовой промышленности, предприятия которой выплатили 14% чистой прибыли при рекомендуемой доле в пределах 20%, тогда как в электроэнергетике дивидендные выплаты следует повысить с 23% до 30% от чистой прибыли с возможностью выплаты экстра дивидендов в успешные для отрасли периоды времени.

Таблица 1. Результаты расчетно-аналитического подхода к формированию оптимальной дивидендной политики российских акционерных обществ в разрезе отраслей промышленности*

Отрасль	Оптимальный тип дивидендной политики	Оптимальный подтип дивидендной политики	Оптимальная величина дивидендных выплат к чистой прибыли, %	Оптимальная форма дивидендных выплат
Электроэнергетика	умеренная	выплата фиксированных дивидендов и экстра дивидендов	20%-50%	денежные выплаты / выплаты акциями
Нефтедобывающая	консервативная	выплата дивидендов по остаточному принципу	0%-10%	денежные выплаты
Нефтеперерабатывающая	консервативная	выплата фиксированных дивидендов	10%-20%	денежные выплаты
Газовая	консервативная	выплата фиксированных дивидендов	10%-20%	денежные выплаты
Угольная	агрессивная	выплата постоянных дивидендов по отношению к прибыли	50%-100%	денежные выплаты / выплаты акциями
Черная металлургия	консервативная	выплата дивидендов по остаточному принципу	0%-10%	денежные выплаты
Цветная металлургия	консервативная	выплата дивидендов по остаточному принципу	0%-10%	денежные выплаты
Химическая и нефтехимическая промышленность	консервативная	выплата фиксированных дивидендов	10%-20%	денежные выплаты
Машиностроение и металлообработка	консервативная	выплата дивидендов по остаточному принципу	0%-10%	денежные выплаты
Лесная, деревообрабатывающая и ц/б	умеренная	выплата фиксированных дивидендов и экстра дивидендов	20%-50%	денежные выплаты / выплаты акциями
Промышленность стройматериалов	консервативная	выплата фиксированных дивидендов	10%-20%	денежные выплаты
Легкая промышленность	умеренная	выплата фиксированных дивидендов и экстра дивидендов	20%-50%	денежные выплаты / выплаты акциями
Пищевая промышленность	консервативная	выплата дивидендов по остаточному принципу	0%-10%	денежные выплаты

* оценки автора на основе статистических данных ФСГС РФ, ЦБ РФ

Агрегированные результаты расчетно-аналитического подхода к формированию оптимальной дивидендной политики российских акционерных обществ представлены в таблице 2, которые рассчитаны в зависимости от числа действующих организаций в каждой из отраслей промышленности.

Таблица 2. Агрегированные результаты расчетно-аналитического подхода к формированию оптимальной дивидендной политики российских акционерных обществ*

Оптимальный тип дивидендной политики	% от действующих организаций в промышленности
Консервативная	70
Умеренная	29
Агрессивная	0,4
Итого	100
Оптимальный подтип дивидендной политики	
Выплата по остаточному принципу	56
Выплата фиксированных дивидендов	14
Выплата фиксированных дивидендов и экстра дивидендов	29
Выплата постоянных дивидендов по отношению к прибыли	0,4
Итого	100
Оптимальная величина дивидендных выплат к чистой прибыли	
0%-10% чистой прибыли	56
10%-20% чистой прибыли	14
20%-50% чистой прибыли	29
50%-100% чистой прибыли	0,4
Итого	100
Оптимальная форма дивидендных выплат	
Денежные выплаты	85
Выплаты акциями	15
Итого	100

* оценки автора на основе статистических данных ФСГС РФ

В целом, по итогам применения расчетно-аналитического подхода, относительно дивидендной политики промышленных предприятий можно сделать следующие обобщенные выводы:

1. консервативная дивидендная политика является оптимальной для российских акционерных обществ и рекомендуется 70% предприятий в промышленности; умеренной дивидендной политики следует придерживаться 29% акционерных обществ, и лишь менее 1% могут использовать агрессивную дивидендную политику;

2. выплата дивидендов по остаточному принципу выступает оптимальным подтипом дивидендной политики, которую в своей практике могут использовать 56% российских акционерных обществ в промышлен-

ности; выплата фиксированных дивидендов менее востребована и может поддерживаться 14% акционерных обществ; применение выплат фиксированных дивидендов плюс экстра дивидендов в определенные периоды времени возможно в 29% акционерных обществ. Невостребованной является выплата постоянных дивидендов по отношению к прибыли, которая доступна менее 1% акционерных обществ и выплата постоянно возрастающих сумм дивидендов, которую российские акционерные общества пока позволить себе не могут;

3. оптимальной величиной дивидендных выплат к чистой прибыли является диапазон 0%-10%, которую себе могут позволить 56% российских акционерных обществ в промышленности; 10%-20% чистой прибыли на дивидендные выплаты следует распределять 14% акционерных обществ; выплачивать дивиденды в размере 20%-50% от чистой прибыли рекомендовано 29% акционерных обществ. Наконец, 50%-100% чистой прибыли могут направлять менее 1% акционерных обществ в промышленности;

4. оптимальной формой дивидендных выплат для подавляющего большинства (85%) российских акционерных обществ в промышленности являются денежные выплаты, однако в некоторых случаях (15%) не исключены выплаты дивидендов акциями.

Подводя итог, дивидендная политика российских акционерных обществ, в условиях переходного состояния экономики, которое характеризуется динамичными темпами роста, но значительным износом основных фондов, высокой отдачей на инвестированный капитал, но дороговизной заемного капитала, монополизмом, но в то же время государственной значимостью целых отраслей промышленности, не должна препятствовать развитию и осуществлению инвестиционной деятельности, и, следовательно, будущему увеличению прибыли предприятия.

В этих условиях дивидендная политика российских акционерных обществ призвана соблюдать оптимальное сочетание между потребностями акционеров и возможностями развития хозяйственной деятельности предприятия, и, следовательно, должна способствовать развитию экономики Российской Федерации в целом. Именно поэтому в рамках долгосрочного планирования дивидендов российским акционерным обществам необходимо использовать преимущественно консервативную дивидендную политику, при которой дивиденды выплачиваются по остаточному принципу.

БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Бланк И.А. Управление прибылью. – 2-е изд., расш. и доп. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002, стр. 752

2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. - М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 1997, стр.1120
3. Российский статистический ежегодник. 2005: Статистический сборник. Росстат. – М., 2006. стр. 662
4. Экономическая теория / Под ред. Итуэлла Дж., Милгейта М., Ньюмена П.: Пер. с англ. / науч. ред. чл.-корр. РАН Автономов В.С. – М.: ИН-ФРА-М, 2004, стр. 931
5. Miller M.H. and Modigliani F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, October 1961, p. 411-433
6. Gordon M.J. Dividends, earnings and stock prices. *Review of Economics and Statistics* 41, May 1959, p. 99-105
7. Litzenberger R.H. and Ramaswamy K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics* 7(2), June 1979, p. 163-195