

## МЕТОДИКА АНАЛИЗА РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИИ\*

Вера Геннадьевна КОГДЕНКО

доктор экономических наук, заведующая кафедрой финансового менеджмента,  
Национальный исследовательский ядерный университет «МИФИ», Москва, Российская Федерация  
kogdenko7@mail.ru

**История статьи:**

Получена 22.01.2016

Одобрена 04.02.2016

Доступна онлайн 29.08.2017

УДК 657.37(075.8)

JEL: G11, G32

**Аннотация**

**Предмет.** В статье рассматриваются алгоритмы анализа распределительной политики, включающей дивидендную политику и политику выкупа акций.

**Цели.** Разработка аналитических процедур для оценки влияния распределительной политики на финансовое состояние компаний, их инвестиционную активность, фундаментальную стоимость и капитализацию.

**Методология.** Методологическую основу исследования распределительной политики составили объективные принципы системного подхода, использование положений экономического анализа, логического и комплексного подходов к оценке экономических явлений и процессов.

**Результаты.** В статье представлена методика анализа распределительной политики, включающая четыре этапа. На первом этапе анализируются ключевые индикаторы распределительной политики, такие как суммы выплат акционерам, пропорции распределения прибыли, дивидендная доходность. Эти индикаторы позволяют оценить масштабы изъятий финансовых ресурсов из компании, а также определить направленность распределительной политики. Второй этап посвящен оценке двух ключевых последствий распределительной политики – ее влиянию на ликвидность и платежеспособность компании, с одной стороны, и инвестиционную активность, с другой. На третьем этапе методики анализа распределительной политики оценивается ее влияние на фундаментальные факторы стоимости – средневзвешенную стоимость капитала, устойчивый темп роста, а также рентабельность инвестированного капитала. На четвертом этапе анализируется влияние распределительной политики на рыночную капитализацию компании и обосновывается вывод о том, как реагирует рынок на увеличение или снижение дивидендов на акцию, на прирост или уменьшение нераспределенной прибыли компании.

**Выводы и значимость.** Разработаны алгоритмы анализа распределительной политики компаний. Статья предназначена специалистам финансовых служб, принимающим решения в условиях кризисных явлений в экономике.

**Ключевые слова:**

распределительная политика, дивидендная политика, анализ распределительной политики, фундаментальный анализ

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

**Для цитирования:** Когденко В.Г. Методика анализа распределительной политики компании // *Международный бухгалтерский учет*. – 2017. – Т. 20, № 16. – С. 948 – 961.  
<https://doi.org/10.24891/ia.20.16.948>

«Загадочность» дивидендной политики, ключевого элемента распределительной политики, неопределенность влияния дивидендной политики на рыночную стоимость компании, с одной стороны, и ее существенное и вполне прогнозируемое влияние на финансовое состояние компании обуславливают значимость

исследований в области идентификации, анализа и разработки распределительной политики.

В связи с этим важно анализировать последствия воздействия распределительной политики, в том числе дивидендной и политики выкупа акций, на финансовое состояние российских компаний, их инвестиционную активность, фундаментальные факторы стоимости и капитализацию. Распределительная политика может быть двух

\* Статья публикуется по материалам журнала «Экономический анализ: теория и практика», 2016, т. 15, вып. 3.

типов – доминирующей, ориентированной на интересы акционеров, и подчиненной, нацеленной на интересы бизнеса. Именно доминирующая распределительная политика приводит к тому, что интересы акционеров в получении текущего дохода ставятся выше интересов компании в источниках для развития.

Основываясь на подходах исследователей к оценке роли распределительной политики в управлении финансами [1–7], к анализу финансового состояния компании и влиянию на него распределительной политики [8–12], а также к оценке влияния распределительной политики на фундаментальную стоимость и капитализацию компании [4, 7, 13, 14], разработана методика анализа распределительной политики, которая включает четыре этапа.

На *первом этапе* анализа оцениваются ключевые индикаторы, характеризующие распределительную политику компании.

Рассмотрим эти индикаторы.

*Коэффициент реинвестирования прибыли*, рассчитываемый как отношение чистой прибыли за вычетом дивидендов и средств, направленных на выкуп акций, к чистой прибыли. При расчете этого коэффициента по данным отчетности необходимо учитывать, что дивиденды, отраженные в отчетном году, могут относиться к предыдущему году, если решение о выплате дивидендов принято по итогам года, а начисление дивидендов произошло в отчетном году. Если же решение о выплате дивидендов принято на внеочередном собрании акционеров, то величина будет отражена в отчетном году. Показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$k_R = RP / NP,$$

где  $RP$  – нераспределенная прибыль года, то есть чистая прибыль за вычетом средств, направленных на выплату дивидендов и выкуп акций;

$NP$  – чистая прибыль.

Высокое значение коэффициента характерно для инвестиционно активных компаний; распределительная политика в этом случае имеет подчиненный характер. Необходимо отметить, что тенденцией в развитых странах является уменьшение дивидендных выплат, увеличение коэффициента реинвестирования прибыли и ее использование в интересах бизнеса [15]. Значение коэффициента может быть и отрицательным, когда

в соответствии с утвержденной дивидендной политикой, компания осуществляет выплаты, превышающие чистую прибыль.

*Коэффициент выплат акционерам*, определяемый как доля выплат акционерам в виде дивидендов и средств, направляемых на выкуп акций, к чистой прибыли:

$$k_P = (DIV + SP) / NP,$$

где  $DIV$  – дивидендные выплаты;

$SP$  – средства, направляемые на выкуп акций.

Этот показатель связан с предыдущим, при реализации доминирующей политики его значение может превышать единицу.

Коэффициент выплат акционерам может быть представлен в соответствии с моделью устойчивого темпа роста следующей формулой:

$$k_P = 1 - k_R = g / ROE,$$

где  $k_R$  – коэффициент реинвестирования прибыли.

Представленная модель отражает взаимозависимость между распределительной политикой и ростом бизнеса и иллюстрирует то, что коэффициент выплат должен уменьшаться для ускорения роста бизнеса и может увеличиваться при повышении его рентабельности.

*Базовая прибыль на акцию*, которая рассчитывается путем деления прибыли или убытков, приходящихся на долю держателей обыкновенных акций материнского предприятия, на средневзвешенное количество обыкновенных акций, находившихся в обращении в течение периода<sup>1</sup>:

$$EPS = (NP - DIV_p) / N,$$

где  $DIV_p$  – дивиденды по привилегированным акциям;

$N$  – средневзвешенное количество обыкновенных акций, находившихся в обращении в течение периода.

Чем выше прибыль на акцию и лучше ее динамика, тем более привлекательны акции для

<sup>1</sup> Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 33 «Прибыль на акцию» (ред. от 18.07.2012) (введен в действие на территории Российской Федерации приказом Минфина России от 25.11.2011 № 160н «О введении в действие Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности на территории Российской Федерации»).

инвесторов. При значительном росте прибыли для инвесторов не имеет большого значения выплата дивидендов [15].

*Величина дивидендов, приходящихся на одну акцию*, рассчитывается как отношение прибыли, направляемой на выплату дивидендов по обыкновенным акциям, к среднегодовому количеству обыкновенных акций. Высокое значение показателя характерно для компаний, реализующих доминирующий тип распределительной политики:

$$DPS = DIV_{os} / N,$$

где  $DIV_{os}$  – дивиденды, приходящиеся на обыкновенные акции;

$N$  – среднегодовое количество обыкновенных акций.

Необходимо отметить, что существенное значение имеет не только уровень дивидендных выплат, но и динамика показателя, резкие колебания которого крайне нежелательны с точки зрения интересов акционеров, поскольку приводят к росту рискованности их вложений. Это также нежелательно и с точки зрения интересов компании, поскольку приводит к увеличению требуемой доходности собственного капитала. По выражению Стивена Брега, инвесторы хотят видеть постоянный и надежный поток дивидендов [16].

*Дивидендный выход* – показатель рассчитывается как отношение дивиденда, приходящегося на одну обыкновенную акцию, к прибыли на акцию. Чем больше полученное значение, тем большая часть прибыли направляется на выплату дивидендов, что характерно для доминирующей распределительной политики; при этом значение показателя может превышать единицу:

$$DP = DPS / EPS.$$

*Показатель покрытия дивидендов* характеризует соотношение между прибылью, приходящейся на одну акцию, и дивидендами на одну акцию:

$$DC = EPS / DPS.$$

Высокое значение коэффициента характерно для компании, направляющей на выплату акционерам незначительные суммы, то есть реализующей подчиненную распределительную политику.

*Отношение выплат акционерам к активам.* Индикатор характеризует долю активов,

направляемую на выплату акционерам, и показывает существенность изъятий ресурсов из бизнеса в пользу акционеров. Существенные выплаты характерны для доминирующей политики:

$$k_A = DIV + SP / A,$$

где  $A$  – среднегодовая стоимость активов.

*Отношение накопленной нераспределенной прибыли к активам*, которое характеризует, какая часть активов компании сформирована за счет заработанной и реинвестированной прибыли за весь период деятельности компании (при этом надо учитывать, что часть нераспределенной прибыли может быть использована на увеличение уставного капитала). Этот показатель характеризует распределительную политику компании в прошлые периоды ее деятельности в части использования прибыли. Чем выше значение показателя, тем большая часть прибыли оставалась в компании, обеспечивая возможность ее развития, что характерно для подчиненной распределительной политики. Кроме того, этот индикатор характеризует фазу жизненного цикла компании. Чем больше капитализированная прибыль, тем старше компания. Косвенно индикатор характеризует долгосрочность целей акционеров. Значительные суммы являются признаком ориентации акционеров на долгосрочное развитие бизнеса. Показатель рассчитывается по следующей формуле:

$$k_P = RP_A / A,$$

где  $RP_A$  – накопленная нераспределенная прибыль, отражаемая в балансе в составе собственного капитала.

*Дивидендная (текущая) доходность вложений в акции*, то есть отношение дивидендов на акцию к рыночной цене акции на начало периода:

$$k_D = (DPS / p_{A0}) 100,$$

где  $p_{A0}$  – рыночная цена акции на начало периода.

Высокая дивидендная доходность характерна для акций компаний, реализующих доминирующую распределительную политику. Бенджамин Грэхем отмечал по поводу значимости этого показателя, что, если акции не характеризуются высоким темпом роста прибыли, то дивидендная доходность сохраняет свое долгосрочное значение как определяющий фактор при оценке рыночной стоимости акций [15].

По результатам расчетов на первом этапе анализа распределительной политики обосновывается предварительный вывод о ее виде. Это может быть доминирующая политика, для которой характерны высокие выплаты и низкая степень реинвестирования прибыли, или подчиненная, признаками которой будут минимальные выплаты акционерам и высокая степень реинвестирования прибыли. Кроме того, на этом этапе необходимо оценить, в чьих интересах реализуется распределительная политика – в интересах компании или ее акционеров.

На *втором этапе* анализа распределительной политики оценивается ее влияние на финансовое состояние компании и ее инвестиционную активность.

Влияние распределительной политики обусловлено тем, что изъятие собственных средств уменьшает объем ликвидных ресурсов компании и устойчивых источников финансирования. Особенно сильно это проявляется в случае, если выплаты акционерам превышают величину чистой прибыли года. Чрезмерно агрессивная доминирующая дивидендная политика приводит к необходимости мобилизовать финансовые ресурсы, что может стимулировать повышение эффективности управления оборотным капиталом, в частности, сокращение запасов и дебиторской задолженности, увеличение кредиторской задолженности. Кроме того, такая политика способствует оптимизации внеоборотных активов – сокращению неработающих активов, их продаже или сдаче в аренду. Влияние доминирующей распределительной политики обусловлено тем, что компания, осуществляющая значительные выплаты акционерам, вынуждена возмещать изъятые таким образом финансовые ресурсы заемным капиталом. В связи с этим растет доля заемного капитала, снижаются показатели финансовой устойчивости, финансовой независимости и ликвидности.

Распределительная политика – один из наиболее существенных факторов, влияющих на стоимость чистых активов. Подчиненная консервативная политика приводит к постоянному наращиванию их стоимости, в то время как доминирующая агрессивная политика может привести к их уменьшению, что в свою очередь приведет к снижению всех индикаторов финансовой устойчивости, росту финансового риска и возможному увеличению средневзвешенной стоимости капитала. Влияние распределительной

политики на изменение стоимости чистых активов оценивается с помощью следующей зависимости:

$$\Delta VNA = \Delta SC - \Delta SP + \Delta AC + \Delta R + \Delta RC + \Delta RP_{NP} - \Delta DIV + \Delta DI,$$

где  $\Delta VNA$  – прирост стоимости чистых активов;

$\Delta SC$  – прирост уставного капитала;

$\Delta SP$  – прирост стоимости акций, выкупленных у акционеров;

$\Delta AC$  – прирост добавочного капитала;

$\Delta R$  – прирост величины переоценки;

$\Delta RC$  – прирост резервного капитала;

$\Delta RP_{NP}$  – прирост нераспределенной прибыли за счет реинвестирования чистой прибыли без учета дивидендных выплат;

$\Delta DIV$  – дивидендные выплаты;

$\Delta DI$  – прирост доходов будущих периодов (в связи с получением государственной помощи или безвозмездного имущества).

Распределительная политика влияет и на собственный оборотный капитал – ключевой фактор стабильности операционной деятельности. Под собственным оборотным капиталом понимается часть собственного капитала, инвестированная в оборотные активы, то есть разность между собственным капиталом и внеоборотными активами; поэтому изменение собственного оборотного капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$\Delta OWC = \Delta E - \Delta FA = \Delta SC - \Delta SP + \Delta AC + \Delta R + \Delta RC + \Delta RP_{NP} - \Delta DIV + \Delta FA,$$

где  $\Delta FA$  – прирост внеоборотных активов.

В соответствии с представленной моделью на изменение собственного оборотного капитала влияют инвестиционная деятельность компании (приобретение внеоборотных активов снижает собственный оборотный капитал), операционная и прочая деятельность компании (полученная чистая прибыль увеличивает собственный оборотный капитал при неизменных пропорциях ее распределения), распределительная политика (выплаты дивидендов и выкуп акций уменьшают собственный оборотный капитал), финансовая деятельность (эмиссия акций увеличивает собственный оборотный капитал).

В процессе анализа распределительной политики необходимо также оценить ее влияние на чистый долг компании, который рассчитывается как сумма долгосрочного и краткосрочного заемного капитала за вычетом денежных средств и их эквивалентов. Изменение чистого долга определяется следующей формулой:

$$\Delta ND = -CF_o - CF_I + DIV + \Delta SP - \Delta E,$$

где  $CF_o$  – чистые денежные средства, полученные от операционной деятельности, рассчитанные косвенным методом по данным баланса;

$CF_I$  – чистые денежные средства, направленные на инвестиционную деятельность, рассчитанные косвенным методом по данным баланса;

$\Delta SP$  – прирост стоимости акций, выкупленных у акционеров;

$\Delta E$  – прирост собственного капитала без учета дивидендов и выкупленных акций (например, за счет дополнительной эмиссии).

Исходя из представленной зависимости увеличение чистого долга компании может быть обусловлено отрицательным результатом движения денежных средств по операционной и инвестиционной деятельности, выплатой дивидендов, выкупом собственных акций, а также изменением величины собственного капитала, например, в результате дополнительной эмиссии акций, которая снизит величину чистого долга компании.

На основе следующей формулы можно оценить, из каких ресурсов компания осуществляет выплаты акционерам:

$$DIV + \Delta SP = CF_o + CF_I + \Delta D + \Delta E - \Delta C,$$

где  $\Delta D$  – изменение заемного капитала;

$\Delta C$  – изменение остатка денежных средств.

В соответствии с представленной моделью выплата акционерам может происходить за счет положительного результата движения денежных средств от операционной деятельности; продажи внеоборотных активов и финансовых вложений и получения положительного результата от инвестиционной деятельности; привлечения заемного капитала; уменьшения остатка денежных средств и их эквивалентов; увеличения собственного капитала вследствие эмиссии акций. Эта формула может интерпретироваться как инструмент оценки влияния распределительной

политики на инвестиционную и финансовую активность и использоваться для установления типа дивидендной политики.

При реализации доминирующей политики, предполагающей значительный отток ресурсов, компания зачастую привлекает заемный капитал, который замещает собственный, выплачиваемый акционерам, и таким образом увеличивает долговую нагрузку и плечо финансового рычага. Это можно проиллюстрировать моделью рентабельности собственного капитала:

$$ROE = ROIC + EFL = ROIC + (1 - t_e)(ROA - r_D) [(D + \Delta D) / (E - \Delta E)],$$

где  $ROIC$  – рентабельность инвестированного капитала (бездолговая рентабельность собственного капитала);

$EFL$  – эффект финансового рычага;

$t_e$  – эффективная ставка налога на прибыль;

$ROA$  – рентабельность активов;

$r_D$  – средняя процентная ставка по привлекаемому заемному капиталу;

$D$  – заемный капитал;

$\Delta D$  – увеличение долговой нагрузки в результате реализации распределительной политики;

$E$  – собственный капитал;

$\Delta E$  – уменьшение собственного капитала вследствие выплат акционерам.

Тогда прирост рентабельности собственного капитала за счет плеча финансового рычага будет равен:

$$\Delta ROE_{FL} = \Delta EFL_0 = (1 - t_e)(ROA_0 - r_{D0}) \Delta FL,$$

где  $\Delta FL$  – изменение плеча финансового рычага.

При высокой рентабельности бизнеса и положительном эффекте финансового рычага дополнительное привлечение заемных ресурсов будет увеличивать рентабельность собственного капитала.

Одним из ключевых аспектов анализа влияния распределительной политики на деятельность компании является анализ ее влияния на инвестиционную активность. В процессе анализа необходимо оценить, насколько независима инвестиционная политика от распределительной

и насколько эффективно компания реализует инвестиционные возможности.

Инвестиционная политика компании реализуется в виде прямых инвестиций, обеспечивающих контроль над реальными активами, и портфельных инвестиций, представляющих собой вложения в уставные капиталы организаций и не предполагающих участия в управлении компаниями. Прямые инвестиции обеспечивают органический рост компании посредством создания новых производств или расширения и реконструкции действующих, а также агрессивный рост, который достигается инвестициями в финансовые активы для приобретения контроля над уже существующими компаниями [17]. Инвестиционные возможности предполагают реализацию инвестиционных проектов, которые относятся к следующим типам [10, 18]:

- первый тип – поддерживающие инвестиции, направленные на сохранение стоимости и обеспечивающие воспроизводство внеоборотных активов. Эти инвестиции не имеют стратегического характера, они не обеспечивают роста стоимости бизнеса;
- второй тип – инвестиции в рост компании, они развивают существующие возможности. Эти инвестиции включают как инвестиции во внеоборотные активы, так и инвестиции в интеллектуальный и социальный капитал. Такие инвестиции увеличивают инвестированный капитал при постоянном уровне доходности;
- третий тип – инвестиции в создание новых возможностей роста, это инвестиции в основном в интеллектуальный, человеческий, сетевой и социальный капитал бизнеса. Такие инвестиции увеличивают стоимость в долгосрочной перспективе за счет увеличения спреда и продолжительности периода, в котором удерживается высокий спред доходности. Именно этот тип инвестиций обеспечивает прирост фундаментальной стоимости и возможности для стратегического развития компании.

Если распределительная политика снижает активность инвестиционной деятельности, особенно в части третьего типа инвестиционных возможностей, то это приводит к неспособности бизнеса увеличивать создаваемую стоимость или даже к снижению фундаментальной стоимости.

Результатом реализации инвестиционных возможностей является увеличение производственных мощностей компании за счет приобретения основных средств и нематериальных активов, увеличение масштабов группы за счет приобретения контроля над другими организациями, повышение качества производственного потенциала за счет повышения степени годности и снижения степени изношенности. Но самый существенный результат инвестиционной активности – это повышение рентабельности инвестированного капитала в долгосрочном периоде и повышение устойчивого темпа роста.

Индикаторами инвестиционной активности являются следующие:

- темп прироста внеоборотных активов;
- отношение прироста внеоборотных активов к выручке;
- отношение затрат на НИОКР к величине активов;
- структура платежей по инвестиционной деятельности в разрезе платежей по осуществляемым реальным и финансовым инвестициям;
- поступления основных средств, нематериальных активов, прирост долгосрочных финансовых вложений;
- показатели движения основных средств, незавершенного строительства и нематериальных активов (коэффициенты ввода, выбытия, обновления);
- показатели состояния основных средств и нематериальных активов (коэффициент износа, годности).

На основе этих показателей можно определить не только активность инвестиционной деятельности, но и направление инвестиционной стратегии. Если в инвестиционных активах и в их приросте преобладают основные средства и нематериальные активы, то направление – реальные инвестиции для развития собственной производственной базы. Если же в составе и приросте инвестиционных активов преобладают финансовые инвестиции в уставные капиталы других организаций, то направление стратегии – финансовые инвестиции для развития группы.

Особое значение имеет оценка наличия инвестиционных возможностей у компании. О наличии таких возможностей свидетельствует высокий темп роста объема продаж в отрасли, высокая степень использования производственных мощностей, положительная динамика цен на продукцию отрасли.

По результатам анализа на этом этапе должен быть обоснован вывод о существенности влияния распределительной политики на ключевые параметры финансового состояния – долговую нагрузку, стоимость чистых активов, собственный оборотный капитал, а также о существенности ее влияния на инвестиционную активность компании.

На *третьем этапе* анализа распределительной политики оценивается ее влияние на фундаментальные факторы стоимости. Можно отметить три направления такого влияния.

Первое направление – воздействие на структуру капитала, которая далее влияет на средневзвешенную стоимость капитала. При этом доминирующая распределительная политика приводит к снижению стоимости источника «собственный капитал», поскольку высокие стабильные выплаты способствуют снижению требуемой доходности, а также увеличению доли заемного капитала, более дешевого источника. Поэтому доминирующая политика в целом может снизить средневзвешенную стоимость капитала, если привлечение заемного капитала не будет существенно увеличивать финансовый риск.

Второе направление – это влияние распределительной политики на устойчивый темп роста компании. Чем выше выплаты и меньше прибыли остается для развития бизнеса, тем ниже устойчивый темп роста, который рассчитывается по следующей формуле:

$$g = (RP / E) 100 = ROE \times k_R = (NA / E) (TR / NA) (NP / TR) (RP / NP) 100 = M \times k_A \times ROS_N \times k_R,$$

где  $RP$  – нераспределенная прибыль;

$E$  – собственный капитал;

$NA$  – скорректированные активы (за вычетом кредиторской и приравненной к ней задолженности);

$k_R$  – коэффициент реинвестирования прибыли;

$TR$  – выручка;

$NP$  – чистая прибыль;

$M$  – мультипликатор собственного капитала;

$k_A$  – коэффициент оборачиваемости чистых активов;

$ROS_N$  – чистая рентабельность продаж.

Для оценки влияния изменения распределительной политики на устойчивый темп роста используется следующая формула:

$$\Delta g_{KR} = M_0 \times k_{A0} \times ROS_{N0} \times \Delta k_R,$$

где  $M_0$  – мультипликатор собственного капитала в базовом периоде;

$k_{A0}$  – коэффициент оборачиваемости чистых активов в базовом периоде;

$ROS_{N0}$  – чистая рентабельность продаж в базовом периоде;

$\Delta k_R$  – изменение коэффициента реинвестирования в отчетном году по сравнению с базовым.

Для оценки степени снижения устойчивого темпа роста в результате выплат акционерам используется следующая формула:

$$\Delta g_{KR} = M_0 \times k_{A0} \times ROS_{N0} (k_{R1} - 1),$$

где  $k_{R1}$  – коэффициент реинвестирования прибыли в отчетном периоде.

Третье направление влияния распределительной политики на фундаментальную стоимость – это влияние на рентабельность инвестированного капитала. Влияние политики на рентабельность неоднозначно. С одной стороны, доминирующая агрессивная политика способствует повышению эффективности управления активами и операционными расходами, поскольку требует мобилизации ликвидных ресурсов, которые могут быть получены за счет оптимизации запасов, дебиторской задолженности, уменьшения неэффективных и неработающих активов, сокращения расходов. Кроме того, при реализации такой политики увеличивается привлечение внешних заемных ресурсов, что усиливает контроль кредитных организаций над эффективностью деятельности менеджмента. С другой стороны, такая политика может привести к тому, что компания откладывает реализацию инвестиционных проектов для обеспечения выплат акционерам и, таким образом, снижает долгосрочную эффективность. Именно поэтому важно оценивать инвестиционную активность

компании, состояние и движение внеоборотных активов, их эффективность и динамику. Подчиненная распределительная политика не оказывает негативного влияния на долгосрочную рентабельность инвестированного капитала, поскольку не приводит к снижению инвестиционной активности; однако в краткосрочном периоде она не оказывает позитивного влияния на эффективность, поскольку не требует мобилизации ресурсов.

Влияние распределительной политики на фундаментальную стоимость отражено в модели Уолтера, модели Гордона и в др. В этих моделях в качестве факторов рассматриваются дивиденды, а также нераспределенная прибыль, которая может приводить к повышению фундаментальной стоимости только при условии, что будет использоваться с более высокой эффективностью, чем уровень требуемой доходности собственного капитала. Формула Уолтера – одна из первых дивидендных моделей – имеет следующий вид:

$$p_A = [DPS + (ROE / k_S) (EPS - DPS)] / k_S,$$

где  $p_A$  – стоимость обыкновенной акции;

$DPS$  – дивиденды, приходящиеся на акцию;

$ROE$  – рентабельность собственного капитала;

$k_S$  – требуемая стоимость источника «собственный капитал»;

$EPS$  – прибыль, приходящаяся на акцию.

Эту модель целесообразно дополнить еще одним фактором распределительной политики – выкупом акций. С учетом этого фактора модель имеет следующий вид:

$$p_A = [DPS + SP + (ROE / k_S) (EPS - DPS - SP)] / k_S,$$

где  $SP$  – стоимость акций, выкупленных у акционеров.

Из представленной формулы следует, что если рентабельность собственного капитала превышает его стоимость, то есть соотношение рентабельности и требуемой стоимости превышает единицу, то выгодно не производить выплаты акционерам, поскольку в этом случае знаменатель формулы и, следовательно, стоимость обыкновенной акции будет увеличиваться.

Формула Гордона представляет собой следующую зависимость:

$$p_A = [DPS_0 (1 + g)] / (k_S - g);$$

$$p_A = [EPS_0 \times k_D (1 + g)] / (k_S - g) = [EPS_0 \times k_D (1 + ROE \times k_R)] / (k_S - ROE \times k_R),$$

где  $DPS_0$  – дивиденды, приходящиеся на одну акцию в базовом году;

$g$  – устойчивый темп роста;

$k_S$  – требуемая стоимость собственного капитала;

$EPS_0$  – прибыль, приходящаяся на акцию в базовом году;

$k_D$  – коэффициент дивидендных выплат;

$k_R$  – коэффициент реинвестирования прибыли.

Из формулы Гордона следует, что компания, рентабельность собственного капитала которой выше его стоимости, может увеличить стоимость акции путем реинвестирования прибыли. Низкорентабельная компания, наоборот, должна выплачивать дивиденды для увеличения стоимости акции. При этом формула Гордона также не учитывает выкупа акций, но введение этого фактора в модель нецелесообразно, поскольку к нему не может быть применен параметр устойчивого роста.

Первые две формулы (Уолтера и Гордона) рассматривают в качестве основных детерминант фундаментальной стоимости дивиденды и эффект от инвестиций, то есть нераспределенной прибыли. В формуле Уолтера этот эффект выражается в соотношении рентабельности собственного капитала и требуемой доходности собственного капитала; в формуле Гордона – в виде устойчивого темпа роста, который должно обеспечить реинвестирование прибыли. Еще один подход к оценке фундаментальной стоимости [19] предполагает учет в качестве основных детерминант стоимости прибыли и инвестиционных решений, при этом дивиденды вообще не рассматриваются как фактор, влияющий на фундаментальную стоимость. Таким образом, фундаментальная стоимость выражается следующей формулой:

$$p_A = (EPS / k_S) + NPV_F,$$

где  $NPV_F$  – чистая приведенная стоимость будущих инвестиций.

Из формулы следует, что если компания инвестирует только в замещение выбывающих производственных мощностей, то чистая приведенная стоимость инвестиций равна нулю, а стоимость определяется только прибылью,



поскольку она вся должна идти на выплату дивидендов. При этом осуществляются поддерживающие инвестиции, направленные на сохранение стоимости и обеспечивающие воспроизводство внеоборотных активов. Если же рентабельность инвестиций превышает требуемую доходность, то есть чистая приведенная стоимость инвестиций больше нуля, то стоимость компании будет выше базового варианта (варианта замещения производственных мощностей). Однако если осуществляемые инвестиции будут иметь отрицательную чистую приведенную стоимость, то фундаментальная стоимость будет снижаться. Исходя из этой формулы можно определить, как рынок оценивает инвестиционные возможности компании. Если рыночная стоимость выше фундаментальной, рассчитанной по формуле капитализации прибыли, то величина превышения – это и есть оценка чистой приведенной стоимости предполагаемых рынком инвестиций, то есть ценность осуществляемых в будущем инвестиций. При этом важны не инвестиции сами по себе, а то, что они приводят к росту доходности инвестированного капитала.

Таким образом, основным фактором, влияющим на повышение цен акций, является наличие у фирмы таких инвестиционных возможностей по реинвестированию прибыли, которые приведут к тому, что ставка доходности новых инвестиционных проектов компании превысит сложившийся на рынке уровень доходности [19].

Представленные формулы (формула капитализации прибыли и формула Гордона) позволяют обосновать требуемый темп роста, который компенсирует акционерам не полученные в настоящем дивиденды.

Логика обоснования такова. Фундаментальная стоимость акции при условии получения постоянной и бессрочной прибыли может быть представлена как отношение прибыли, которую генерирует компания, к требуемой стоимости собственного капитала:

$$p_A = EPS / k_S.$$

Эта модель не учитывает распределительную политику и предполагает, что ключевой фактор роста – прибыль, приходящаяся на акцию, независимо от того, как она распределена. Фундаментальная стоимость акции с учетом дивидендной политики составит:

$$p_A = DIV_0 (1 + g) / (k_S - g).$$

На основе этих двух уравнений обоснован необходимый темп роста, который компенсирует акционерам невыплаченную часть прибыли, реинвестированную в виде нераспределенной прибыли:

$$EPS / k_S = EPS \times k_D (1 + g) / (k_S - g);$$

$$g = k_S (1 - k_D) / (1 + k_S \times k_D).$$

Из представленной зависимости следует, что при снижении требуемой доходности устойчивый темп роста также может быть ниже; при снижении коэффициента выплат устойчивый темп роста должен увеличиваться, чтобы компенсировать неполученные дивиденды, при этом фундаментальная стоимость остается неизменной.

Результатом этого этапа анализа является заключение о том, каким образом проводимая распределительная политика влияет на первичные факторы стоимости бизнеса, и как она в итоге влияет на фундаментальную стоимость.

Эффективная с точки зрения максимизации фундаментальной стоимости распределительная политика компании будет снижать средневзвешенную стоимость капитала, обеспечивать устойчивый темп роста и увеличение долгосрочной рентабельности инвестированного капитала.

На **четвертом этапе** анализа оценивается влияние распределительной политики на рыночную капитализацию компании. Очевидно, что на рыночную капитализацию влияет множество внешних и внутренних, объективных и субъективных, подконтрольных и неконтролируемых компанией факторов, и поэтому выделить влияние на рыночную капитализацию одного из множества факторов крайне сложно.

Ключевым вопросом в оценке распределительной политики является то, как рынок оценивает реинвестированную в компанию прибыль, то есть увеличивается ли капитализация компании на каждый рубль реинвестированной прибыли. Уоррен Баффет отмечал, что решение о реинвестировании прибыли следует принимать, если это увеличит рыночную стоимость по крайней мере на ту же сумму, в противном случае прибыль следует выплатить [20]. Для оценки этой реакции рынка рассчитывается коэффициент эластичности рыночной капитализации к показателю реинвестированной прибыли:

$$k = \Delta P / \Delta RP,$$

где  $\Delta P$  – прирост рыночной стоимости акции;

$\Delta RP$  – прирост реинвестированной прибыли.

Если значение коэффициента превышает единицу, то рынок позитивно оценивает перспективы компании с точки зрения использования реинвестированной прибыли; если же оно меньше единицы или имеет отрицательное значение за счет снижения капитализации, то это значит, что перспективы компании оцениваются рынком отрицательно.

Ключевым индикатором привлекательности акций для инвесторов является доходность вложений в акцию. Расчет текущей (дивидендной) доходности представлен ранее. Капитальная доходность определяется по формуле

$$k_C = (\Delta p_A / p_0) 100,$$

где  $\Delta p_A$  – прирост рыночной цены акции;

$p_0$  – рыночная цена акции в базовом периоде.

Общая доходность вложений

$$TSR_T = [(DPS + \Delta p_A) / p_{A0}] 100.$$

В процессе анализа целесообразно сопоставить пропорции распределения прибыли, пропорции между капитальной и текущей доходностью, а также коэффициент эластичности рыночной капитализации к показателю реинвестированной прибыли. Возможны следующие варианты:

- компания не выплачивает дивиденды. В этом случае совокупная доходность формируется за счет положительной капитальной доходности. При значении коэффициента эластичности, превышающем единицу, распределительную политику можно оценивать как эффективную;
- компания выплачивает акционерам суммы в пределах чистой прибыли отчетного года. Величина нераспределенной прибыли в балансе растет (если доля реинвестируемой прибыли в суммарной прибыли меньше доли капитальной доходности в общей доходности, то такое соотношение свидетельствует о том, что рынок положительно оценивает долгосрочную эффективность компании и ее распределительную политику; если доля реинвестируемой прибыли в суммарной прибыли больше доли капитальной доходности в общей доходности, то это может свидетельствовать о том, что рынок негативно

оценивает долгосрочную эффективность компании);

- компания выплачивает суммы, превосходящие величину прибыли. В этом случае снижается собственный капитал компании и вероятно получение отрицательной капитальной доходности.

В процессе анализа влияния распределительной политики на капитализацию необходимо оценить динамику мультипликатора капитализации к дивидендам:

$$P / D = p_A / DPS.$$

При позитивной оценке дивидендной политики рынком показатель будет расти, указывая на то, сколько инвесторы готовы платить на каждый рубль получаемых дивидендов. Значение, обратное мультипликатору, показывает длительность периода, в течение которого вложения в акции окупятся получаемыми дивидендами.

Необходимо отметить, что распределительная политика влияет и на важнейший мультипликатор  $P / E$  (отношение рыночной цены акции к прибыли на акцию). Это влияние обусловлено не только выплачиваемыми дивидендами, но и теми инвестиционными возможностями, которыми располагает компания.

Как отмечают Зви Боди и Роберт К. Мертон, компании со стабильно высоким  $P / E$  либо капитализируют свои дивиденды по более низким ставкам, либо имеют сравнительно высокую приведенную стоимость дополнительных будущих инвестиций, то есть такие инвестиционные возможности, использование которых позволяет достичь ставки доходности, превышающей рыночную ставку [19]. На основе этих заключений авторов можно сформулировать оптимальный вариант распределительной политики – это политика выплат минимальных гарантированных дивидендов, что снижает рискованность владения акциями, и выплата экстра-дивидендов только в случае отсутствия эффективных инвестиционных проектов, что не уменьшает инвестиционной активности компании. Еще одним вариантом эффективной дивидендной политики можно считать политику выплаты дивидендов акциями, однако ее привлекательность для акционеров будет высока в том случае, если акции компании ликвидны и легко могут быть обращены в деньги.

Результатом четвертого этапа анализа распределительной политики является заключение

о том, как она влияет на рыночную капитализацию, и какая коррекция этой политики необходима с тем, чтобы она в большей степени учитывала интересы компании и инвесторов.

Анализ распределительной политики, включающий исследование ее ключевых характеристик, а также оценку ее влияния на финансовое состояние, инвестиционную

активность, фундаментальные факторы стоимости и рыночную капитализацию компании, должен быть действенным инструментом оценки деятельности менеджмента и собственников, их заинтересованности в развитии бизнеса, а также обоснования эффективной распределительной политики, направленной на дальнейшее развитие бизнеса и увеличение его ценности для всех стейкхолдеров.

## Список литературы

1. Антилл Н., Ли К. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. М.: Альпина Паблишер, 2013. 440 с.
2. Арнольд Г. Инвестирование. Путеводитель от Financial Times. М.: Дело и Сервис, 2007. 496 с.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2007. 592 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 1316 с.
5. Коупленд Т., Коллер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 2005. 576 с.
6. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. СПб.: Питер, 2006. 784 с.
7. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 2. С. 9–13.
8. Актуальные проблемы аналитического обеспечения управленческих решений: монография / под ред. В.И. Бариленко. М.: Финансовый университет, 2010. 136 с.
9. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. М.: Финансы и статистика, 2002. 624 с.
10. Ивашковская И.В., Григорьева С.А., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): монография. М.: ИНФРА-М, 2012. 281 с.
11. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Методы и процедуры: монография. М.: Финансы и статистика, 2005. 560 с.
12. Пласкова Н.С. Теория и практика стратегического экономического анализа результативности бизнеса: монография. М.: МАКС Пресс, 2007. 368 с.
13. Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. СПб.: Питер, 2010. 416 с.
14. Хангстром Р. Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора. М.: Манн, Иванов и Фербер; Эксмо, 2014. 352 с.
15. Грэхем Б., Цвейг Д. Разумный инвестор. М.: Вильямс, 2009. 672 с.
16. Брег С. Настольная книга финансового директора. М.: Альпина Паблишер, 2015. 606 с.
17. Когденко В.Г. Корпоративная финансовая политика: монография. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. 615 с.

18. *Иваишкова И.В.* Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: монография. М.: ИНФРА-М, 2013. 320 с.
19. *Боди З., Мертон Р.* Финансы. М.: Вильямс, 2004. 347 с.
20. *Баффетт У.* Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. 268 с.

#### **Информация о конфликте интересов**

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## A METHOD TO ANALYZE THE CORPORATE PAYOUT POLICY

Vera G. KOGDENKO

National Research Nuclear University MEPhI, Moscow, Russian Federation  
kogdenko7@mail.ru**Article history:**Received 22 January 2016  
Accepted 4 February 2016  
Available online  
29 August 2017**JEL classification:** G11, G32**Abstract****Importance** The article addresses the algorithms of payout policy, including the dividend policy and share buyback policy.**Objectives** The aim is to develop analytical procedures to assess the impact of the payout policy on the company's financial condition, investment activity, fundamental value and capitalization.**Methods** Objective principles of the systems approach, basic tenets of economic analysis, logical and comprehensive approach to the assessment of economic phenomena and processes form the methodological framework of the study.**Results** The method to analyze the payout policy includes four stages. At the first stage, the key indicators of the payout policy are analyzed, i.e. payments to shareholders, profit distribution proportions, dividend yield, which enable to assess the scale of financial resource withdrawal from the company and determine the payout policy direction. The second stage focuses on assessing two major implications of the payout policy, i.e. its impact on company's liquidity and solvency and investment activity. At the third stage, the impact on fundamental value drivers is assessed, namely, WACC, sustainable growth and ROIC. The fourth stage deals with the analysis of the policy's impact on market capitalization and substantiation of the conclusion on how market reacts to an increase or decrease in dividends per share and in retained earnings, and determines the total return on investment in the company's shares.**Keywords:** payout policy, dividend policy, analysis, fundamental analysis**Relevance** I developed algorithms of the corporate payout policy analysis. The article may be useful for experts of financial services, who are involved in financial decision-making under economic crisis.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

**Please cite this article as:** Kogdenko V.G. A Method to Analyze the Corporate Payout Policy. *International Accounting*, 2017, vol. 20, iss. 16, pp. 948–961.  
<https://doi.org/10.24891/ia.20.16.948>**Acknowledgments**The article is adapted from the *Economic Analysis: Theory and Practice* journal, 2016, vol. 15, iss. 3.**References**

1. Antill N., Lee K. *Otsenka kompanii: analiz i prognozirovaniye s ispol'zovaniem otchetnosti po MSFO* [Company Valuation under IFRS]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2013, 440 p.
2. Arnold G. *Investirovaniye. Putevoditel' ot Financial Times* [The Financial Times Guide to Investing: The Definitive Companion to Investment and the Financial Markets]. Moscow, Delo i Servis Publ., 2007, 496 p.
3. Brealey R., Myers S. *Printsipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2007, 592 p.
4. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2007, 1316 p.
5. Copeland T., Koller T., Murrin J. *Stoimost' kompanii: otsenka i upravleniye* [Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2005, 576 p.

6. Pike R., Neale B. *Korporativnye finansy i investirovanie* [Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies]. St. Petersburg, Piter Publ., 2006, 784 p.
7. Teplova T.V. [The impact of dividend payments on the market valuation of Russian companies: an empirical study under the event analysis method on Russian and foreign trading floors]. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*, 2008, no. 2, pp. 9–13.
8. *Aktual'nye problemy analiticheskogo obespecheniya upravlencheskikh reshenii: monografiya* [Topical issues of analytical support to management decisions]. Moscow, Financial University Publ., 2010, 136 p.
9. Bernstein L.A., Wild J. *Analiz finansovoi otchetnosti: teoriya, praktika i interpretatsiya* [Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2002, 624 p.
10. Ivashkovskaya I.V., Grigor'eva S.A., Kokoreva M.S., Stepanova A.N. et al. *Empiricheskii analiz rossiiskikh kompanii (korporativnye finansovye resheniya na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala): monografiya* [Corporate financial solutions: An empirical analysis of Russian companies]. Moscow, INFRA-M Publ., 2012, 281 p.
11. Kovalev V.V. *Finansovyi analiz. Metody i protsedury: monografiya* [Financial analysis: methods and procedures: a monograph]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2005, 560 p.
12. Plaskova N.S. *Teoriya i praktika strategicheskogo ekonomicheskogo analiza rezul'tativnosti biznesa: monografiya* [Theory and practice of strategic economic analysis of business performance: a monograph]. Moscow, MAKSS Press Publ., 2007, 368 p.
13. Siegel J. *Dolgosrochnye investitsii v aktsii. Strategii s vysokim dokhodom i nadezhnost'yu* [Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies]. St. Petersburg, Piter Publ., 2010, 416 p.
14. Hagstrom R.G. *Uorren Baffet. Kak 5 dollarov prevratit' v 50 milliardov. Prostye pravila velikogo investora* [The Warren Buffett Way: Investment Strategies of the World's Greatest Investor]. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., Eksmo Publ., 2014, 352 p.
15. Graham B., Zweig J., Buffett W.E. *Razumnyi investor* [The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing]. Moscow, Vil'yams Publ., 2009, 672 p.
16. Bragg S. *Nastol'naya kniga finansovogo direktora* [The New CFO Financial Leadership Manual]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2015, 606 p.
17. Kogdenko V.G. *Korporativnaya finansovaya politika: monografiya* [Corporate financial policy: a monograph]. Moscow, YUNITI-DANA Publ., 2014, 615 p.
18. Ivashkovskaya I.V. *Finansovye izmereniya korporativnykh strategii. Steikholderskii podkhod: monografiya* [Financial measure of corporate strategies. A stakeholder's approach: a monograph]. Moscow, INFRA-M Publ., 2013, 320 p.
19. Bodie Z., Merton R. *Finansy* [Finance]. Moscow, Vil'yams Publ., 2004, 347 p.
20. Buffett W. *Esse ob investitsiyakh, korporativnykh finansakh i upravlenii kompaniyami* [The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2009, 268 p.

### Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.