

ПРИКЛАДНЫЕ И МАРКЕТИНГОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ И РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Т.И. Окраинец, А.Н. Салпагаров

Московский государственный горный университет
Ленинский проспект, 6, Москва, Россия, 119049

В статье дано определение рыночной стоимости предприятия двумя способами: рыночной капитализации и методом стоимости чистых активов. При помощи коэффициента корреляции изучена взаимосвязь рыночной стоимости предприятия с коэффициентами, характеризующими дивидендную политику компании: коэффициентом отношения дивидендных выплат к активам компании, коэффициентом выплаты дивидендов, коэффициентом дивидендной доходности; в ходе исследования значения коэффициента корреляции колебались в диапазоне от 0,75 до 0,89, что говорит о тесной взаимосвязи исследуемых показателей. Результат анализа проверялся на основе проведения корреляционного анализа между стоимостью акций по модели М. Гордона и рыночной стоимостью акций, где коэффициент корреляции составил 0,79.

Ключевые слова: дивиденды, дивидендная политика, акции, котировка акций, дивидендная доходность, стоимость предприятия, коэффициент выплаты дивидендов.

Обзор литературы по теме оценки влияния дивидендных выплат на рыночную стоимость предприятия. Целью исследования является оценка взаимосвязи рыночной стоимости предприятия и дивидендной политики предприятия. Исследованием фактора влияния дивидендных выплат на стоимость компании занимались многие экономисты, в частности, Ф. Блэк [1], Р. Брейли, С. Майерс [2], Д. Скиннер [3], Дж. Ван Хорн [4], С.В. Дашевский [5], В.В. Ковалев [6], Ю. Бриггем [7], М. Гордон [8], М. Миллер, Ф. Модильяни [9], И.А. Бланк [10]. В современной теории дивидендной политики и ее влияния на рыночную стоимость организации существуют три основные точки зрения: теория иррелевантности дивидендов (Ф. Модильяни и М. Миллер); теория «синицы в руках» (М. Гордон и Д. Линтнер); теория налоговой дифференциации (Н. Литценбергер и К. Рамасвами).

Теория иррелевантности дивидендов разработана Ф. Модильяни и М. Миллером. В своей статье, опубликованной в 1961 г. [9], они доказывают, что величина дивидендов не влияет на изменение совокупного богатства акционеров. Представители второго подхода, являющиеся оппонентами теории Модильяни—Миллера, считают, что дивидендная политика существенна, она влияет на вели-

чину совокупного богатства акционеров. Основными идеологами этого направления в решении проблемы выбора дивидендной политики считаются М. Гордон и Дж. Линтнер. Первая статья по этому поводу [8] была опубликована ими во второй половине 1950-х гг., основной их аргумент выражается крылатой фразой: «Лучше синица в руках, чем журавль в небе» — не случайно теория Гордона и Линтера носит еще название теории «синицы в руках» и 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 акционерного капитала. В конце 1970-х — начале 1980-х гг. были опубликованы результаты исследований Н. Литценбергера и К. Рамасвами [11], получавшие в дальнейшем название теории налоговой дифференциации, согласно которой с позиции акционеров приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность.

Оценка дивидендной политики и рыночной стоимости ОАО «Норильский никель». Дивидендная политика — это часть финансовой политики предприятия, направленная на оптимизацию пропорций между потребляемой и реинвестируемой долями прибыли [7]. Необходимо подчеркнуть, что в проведении дивидендной политики каждая акционерная компания исходит из своих собственных условий, проблем, ценностей. Крайняя сложность формирования дивидендной политики связана с ее многофакторностью и недостаточностью информации для прогнозирования долгосрочного влияния, проводимой дивидендной политики на рыночную стоимость компании. Известно, что рыночная стоимость компании является одним из важнейших индикаторов деятельности компании.

Оценка взаимосвязи рыночной стоимости предприятия и дивидендных выплат проведена на основе фактических данных работы ОАО «Норильский никель» как представителя минерально-сырьевого комплекса России за период 2004—2011 гг. В процессе исследования использованы методы статистического и корреляционного анализа.

В ходе анализа был определен тип дивидендной политики ОАО «Норильский никель». Существуют три подхода к формированию дивидендной политики [10]:

- консервативный;
- умеренный (компромиссный);
- агрессивный.

Каждому из данных типов дивидендной политики соответствует определенная методика дивидендных выплат:

- выплата дивидендов по остаточному принципу;
- фиксированные дивидендные выплаты;
- постоянное процентное распределение прибыли;
- выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов;
- постоянного возрастания размера дивидендов.

В период 2004—2007 гг. дивидендные выплаты ОАО «Норильский никель» неуклонно росли, но кризис 2008 г. заставил компанию вовсе отказаться от выплат (рис. 1). Исследования показывают, что дивидендная политика компании относится к агрессивному типу с постоянным ростом выплат, если не брать в расчет кризисный год и его последствия.

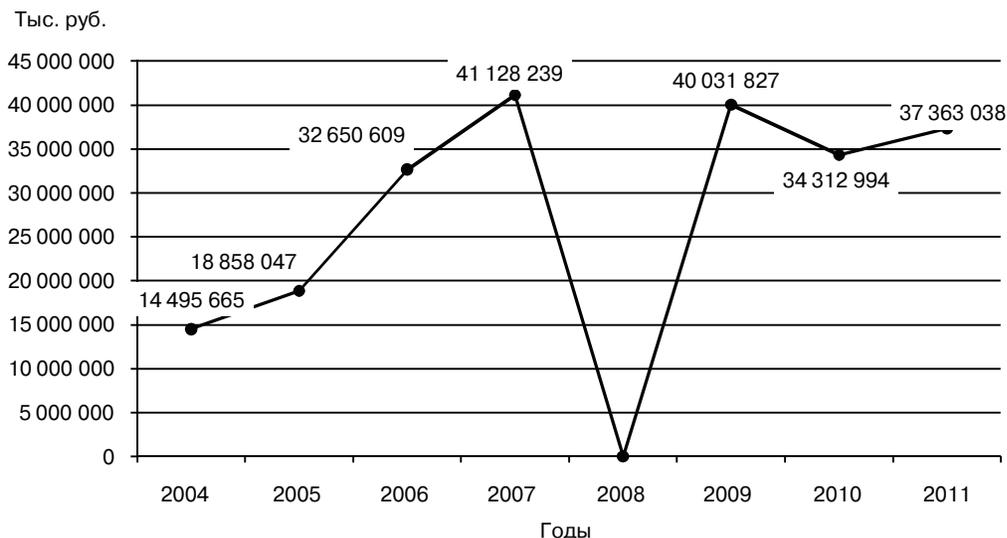


Рис. 1. Динамика начисленных дивидендов за 2004—2011 гг.

Источник: Официальный сайт ОАО «Норильский никель»

Такую динамику дивидендных выплат можно было бы объяснить последствиями кризиса, но в 2010 г. чистая прибыль ОАО «Норильский никель» составила 110 063 583 тыс. руб. [12], т.е. на 12,3% больше, чем в 2009 г., что свидетельствует об изменении предприятием дивидендной политики с агрессивной на консервативную с выплатой дивидендов по остаточному принципу.

В ходе исследования анализировалась динамика цен на акции, что влияет на капитализацию компании и величину дивидендных выплат. Взаимосвязь темпов роста дивидендных выплат и котировок акций предприятия отражена на рис. 2.

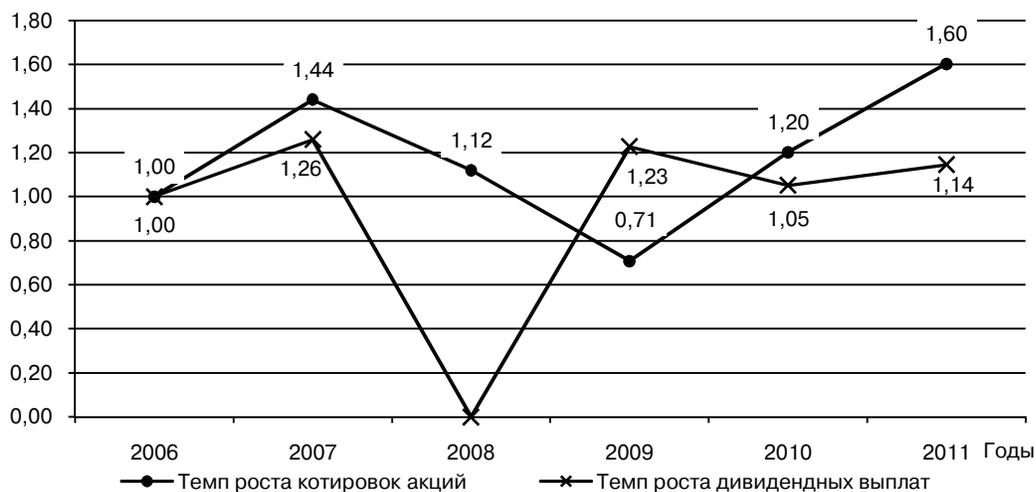


Рис. 2. Динамика дивидендных выплат и котировок акций ОАО «Норильский никель» за 2006—2011 гг.

Источник: Официальный сайт ММВБ

Как видно из рис. 2, изменение одного показателя в положительную или отрицательную сторону сопровождается изменением другого в том же направлении, исключение составляет кризисный 2008 г., в котором закономерность нарушается. На увеличение дивидендов в 2009 г. фондовый рынок отреагировал только в 2011 г.

Для выявления зависимости изучалось влияние дивидендных выплат на рыночную стоимость предприятия. Для этого определялась стоимость предприятия методом чистых активов на основе фактических данных ОАО «Норильский никель» за 2006—2011 гг.

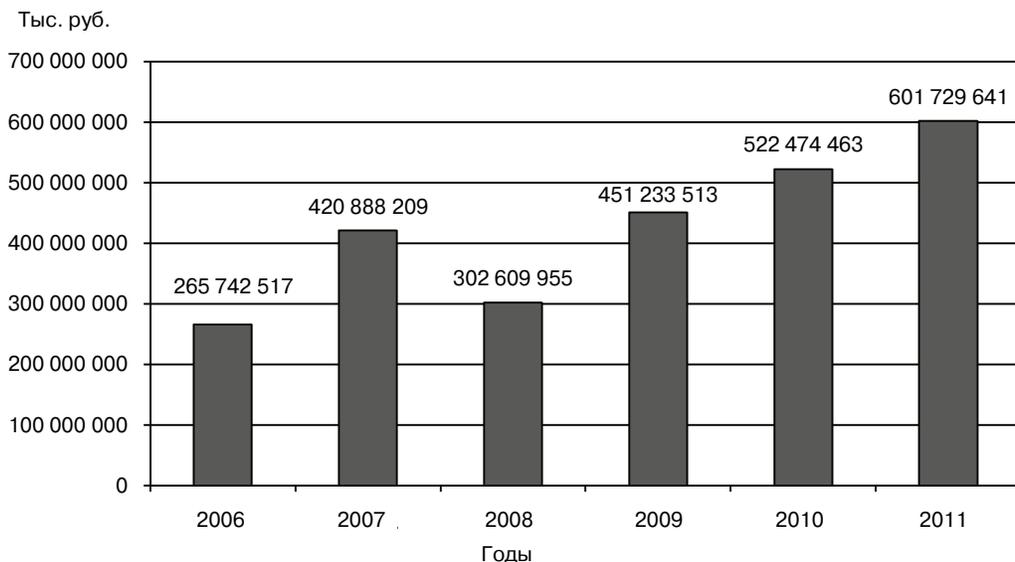


Рис. 3. Рыночная стоимость ОАО «Норильский никель» за 2006—2011 гг., тыс. руб.

Источник: Официальный сайт ОАО «Норильский никель»

Как видно из рис. 3, за рассматриваемый период минимум стоимости компании наблюдался в 2006 г., сумма составила 265 742 517 тыс. руб., также в 2008 г. в связи с кризисом стоимость компании понизилась с 420 888 209 до 302 609 955 тыс. руб., в последующие годы рыночная стоимость компании неуклонно росла и достигла своего максимума в 2011 г. (601 729 641 тыс. руб.).

Анализ влияния дивидендных выплат на рыночную стоимость предприятия. Для характеристики дивидендных выплат компании используются следующие показатели:

— коэффициент отношения дивидендных выплат к активам компании:

$$K_{\text{да}} = \frac{D}{A}, \quad (1)$$

где D — сумма выплаченных дивидендов, тыс. руб.; A — активы компании, тыс. руб.;

— коэффициент выплаты дивидендов:

$$K_{\text{вд}} = \frac{D}{\text{ЧП}}, \quad (2)$$

ЧП — чистая прибыль, тыс. руб.;

— коэффициент дивидендной доходности:

$$K_{\text{дд}} = \frac{D}{KA}, \quad (3)$$

где KA — котировка акций, тыс. руб.

В табл. 1 представлена динамика этих коэффициентов.

Таблица 1

**Динамика коэффициентов, характеризующих дивидендную политику
ОАО «Норильский никель»**

Показатель	Год					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Коэффициент отношения дивидендных выплат к активам	0,09	0,06	0	0,06	0,05	0,05
Коэффициент выплаты дивидендов	0,27	0,24	0	0,41	0,31	0,33
Коэффициент дивидендной доходности	0,04	0,04	0	0,08	0,04	0,03

Источник: Официальный сайт ОАО «Норильский никель».

Исследование взаимосвязи данных коэффициентов и рыночной стоимости предприятия проводилось методом корреляционного анализа. В табл. 2 представлены коэффициенты корреляции, характеризующие тесноту связи анализируемых показателей. Уровень коэффициентов свидетельствует о достаточно сильной взаимосвязи.

Таблица 2

Результаты корреляционного анализа

Зависимая переменная	Независимые переменные	Коэффициент корреляции
Рыночная стоимость предприятия	Коэффициент отношения дивидендных выплат к активам	0,75
	Коэффициент выплаты дивидендов	0,89
	Коэффициент дивидендной доходности	0,77

Источник: Официальный сайт ОАО «Норильский никель».

Взаимосвязь рыночной стоимости предприятия и дивидендных выплат проверялась также и на основе модели М. Гордона [8]. Модель подразумевает, что компания в текущий момент выплачивает дивиденды, которые в будущем будут увеличиваться. При этом процентная ставка (ставка дисконтирования) на акцию остается постоянной. Модель позволяет рассчитать стоимость всех акций компании через выплачиваемые дивиденды:

$$P = D \cdot \frac{1+g}{k-g}, \quad (4)$$

где P — стоимость акций компании по М. Гордону, тыс. руб.; D — объем выплаченных дивидендов, тыс. руб.; g — темп прироста дивидендных выплат, доли; k — ставка дисконтирования, доли.

На рис. 4 отражена динамика стоимости акций определенных по модели М. Гордона и рыночной капитализации ОАО «Норильский никель» [13].

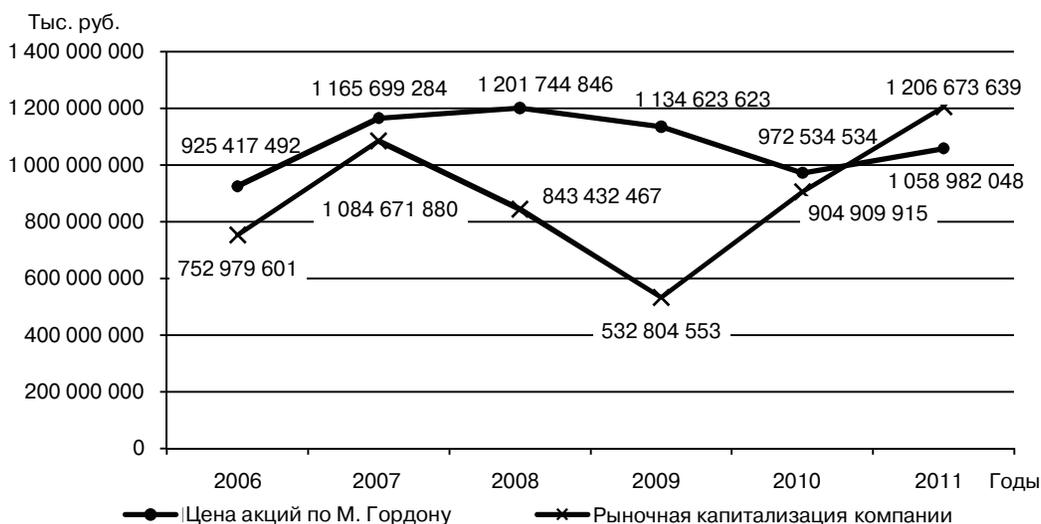


Рис. 4. Динамика цен акций по модели М. Гордона и рыночной капитализации компании

Источник: Официальный сайт ММВБ

Как видно из рис. 4, динамика изменения цен акций по модели М. Гордона и рыночной капитализации компании имеют сходную динамику. Результат корреляционного анализа показателей стоимости акций по модели М. Гордона и рыночной стоимости акций составил величину, равную 0,79, что свидетельствует о сильной взаимосвязи исследуемых показателей.

Из проведенных исследований следует, что между дивидендными выплатами и рыночной стоимостью предприятия существует достаточно сильная взаимосвязь. Модель М. Гордона доказывает, что при оптимизации дивидендной политики и стремлении ее к идеальной модели эта взаимосвязь усиливается. Результаты данного исследования имеют практическое значение для управления стоимостью компании. Управление стоимостью компании может привлечь дополнительные инвестиции, инвесторы в первую очередь обращают внимание на рыночную стоимость предприятия, величину дивидендов и рентабельность инвестированного капитала.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Black F. The Impact of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics. 1974.
- [2] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2008.
- [3] Skinner D. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio / Skinner D., Sloan R. // Review of Accounting Studies. — 2002.

- [4] Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2003.
- [5] Дашевский С.В. Осторожно российские IPO. // Ведомости. — 2010. — № 176. — С. 5.
- [6] Ковалев В.В. Финансы организаций. — М.: Проспект, 2006.
- [7] Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Пер. с англ. под ред. Е.А. Дорофеева. — СПб.: Питер, 2009.
- [8] Gordon M.J. Optimal Investment and Financing Policy // Journal of Finance. — May 1963. — P. 264—272; J. Lintner. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations // Review of Economics and Statistics. — August 1962. — P. 243—269.
- [9] Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business. — October 1961. — P. 411—433.
- [10] Бланк И.А. Основы финансового менеджмента Т1. — К.: Ника-Центр, 1999.
- [11] Litzenberger R.H., Ramaswamy K. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journal of Financial Economics. — June 1979. — P. 163—196.
- [12] URL: http://www.nornik.ru/investor/information_disclosure/reports/, официальный сайт ОАО «Норильский никель», рабочая ссылка 20.03.2013.
- [13] URL: <http://www.micex.ru/marketdata/analysis?secid=GMKN&boardid=TQBS&linetype=candles&period=1d>, официальный сайт ММББ, рабочая ссылка 22.03.2013

LITERATURA

- [1] F. Black. The Impact of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns // Journal of Financial Economics, 1974.
- [2] R. Breyli, S. Mayers. Printsipy korporativnykh finansov. Per. s angl. — М.: Olimp-Biznes, 2008.
- [3] Skinner D. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio / Skinner D., and Sloan R. // Review of Accounting Studies. — 2002.
- [4] Van Khorn Dzh. K. Osnovy upravleniya finansami / Per. s angl. — М.: Finansy i statistika, 2003.
- [5] Dashevskiy S.V. Ostorozhno rossiyskoe IPO // Vedomosti, 2010 № 176(2874). s. 5.
- [6] Kovalev V.V. Finansy organizatsiy. — М.: Prospekt, 2006.
- [7] Brigkhem YU. Finansovyy menedzhment. 10-e izd. / Per. s angl. pod red. E.A. Dorofeeva. — SPb.: Piter, 2009.
- [8] Gordon M.J. Optimal Investment and Financing Policy // Journal of Finance. — May 1963. — P. 264—272, J. Lintner. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations // Review of Economics and Statistics. — August 1962. — P. 243—269.
- [9] Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961. — P. 411—433.
- [10] Blank I.A. Osnovy finansovogo menedzhmenta T1. — К Ника-Tsentr, 1999.
- [11] R.H. Litzenberger and Ramaswamy. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journal of Financial Economics. June 1979. — P. 163—196.
- [12] URL: http://www.nornik.ru/investor/information_disclosure/reports/, ofitsialnyy sayt ОАО «Norilskiy Nikel», rabochaya ssylka 20.03.2013
- [13] URL: <http://www.micex.ru/marketdata/analysis?secid=GMKN&boardid=TQBS&linetype=candles&period=1d>, ofitsialnyy sayt MMVB, rabochaya ssylka 20.03.2013

STUDY ON THE RELATIONSHIP OF DIVIDEND PAYMENTS AND THE MARKET VALUE ENTERPRISE

T.I. Okrainets, A.N. Salpagarov

Moscow state mining university
Leninsky Ave., 6, Moscow, Russia, 119049

The article gives a definition of the market value of the enterprise in two ways: by market capitalization and net asset value. From the correlation coefficient examine the relationship of the market value of the enterprise, with coefficients that characterize the company's dividend policy: the ratio of dividends to the company's assets, dividend payout ratio, dividend yield ratio, the study of the correlation coefficient values ranged from 0.75 to 0.89, suggesting a close relationship studied parameters. Result analysis was checked on the basis of the correlation analysis between the cost of shares M. Gordon model and the market value of shares, where the correlation coefficient was 0.79.

Key words: dividends, dividend policy, actions, stock quotation, dividend profitability, enterprise cost, ratio of payment of dividend.