

DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-2-90-102
УДК 336.6

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ЦИФРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Щурина Светлана Валентиновна, канд. экон. наук, доцент, доцент Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия
sv-valentinovna@mail.ru

Мустафина Эльвира Фаритовна, бухгалтер ООО «Уолт Дисней Компани СНГ», Москва, Россия
ela_mf@mail.ru

Предмет исследования – процесс совершенствования дивидендной политики высокотехнологичных компаний. *Цель работы* – разработка рекомендаций по совершенствованию дивидендной политики, способной обеспечивать стабильное развитие компаний и увеличивать их стоимость на основе сравнения опыта работы американских и российских компаний. Рассчитываются показатели оценки эффективности дивидендной политики компании. Даются рекомендации по совершенствованию дивидендной политики. *Делается вывод* о том, что у американских компаний нет положительной зависимости между ценой акции на рынке и выплачиваемым дивидендом на акцию и наблюдается тренд к снижению доли прибыли, направляемой на выплату дивидендов в виде наличных денежных средств по сравнению с долей прибыли, предназначенной на обратный выкуп акций, что связано с высоким уровнем рентабельности собственного капитала. Заемный капитал обходится американским компаниям дешевле, поэтому они активно проводят политику обратного выкупа акций, а не выплат дивидендов в виде наличных денежных средств. Российским компаниям, имеющим худшие показатели рентабельности собственного капитала, рекомендуется сокращать долю собственного капитала путем выкупа собственных акций и уменьшать базу выплаты дивидендов в виде наличных денежных средств. **Ключевые слова:** дивидендная политика; цифровая экономика; высокотехнологичные компании; рыночная стоимость компании; рыночная капитализация компании.

The Dividend Policy of High-Tech Companies in the Digital Economy

Shchurina Svetlana V., PhD (Economics), associate professor of the Corporate Finance and Corporate Governance Department, Financial University, Moscow, Russia
sv-valentinovna@mail.ru

Mustafina Elvira F., accountant of “Walt Disney KOMPANI of the CIS”, Moscow, Russia
ela_mf@mail.ru

The subject of the research is the improvement of the dividend policy of high-tech companies. *The purpose of the work* was to develop recommendations for improving the dividend policy to ensure the stable development of companies and increase their value based on comparison of the US and Russian practices. The performance indices of the company's dividend policy are calculated. Recommendations on improving the dividend policy are given. *It is concluded* that US companies do not have a positive correlation between the market price of a share and the dividend per share, and the dividends payout ratio has a tendency to decreasing in comparison with the share buyback ratio, which is associated with a high level of return on equity. The borrowed capital costs US companies cheaper, so they actively pursue the buyback policy rather than paying cash dividends. Russian companies that have worse ROE indicators are recommended to reduce their equity by buying back their own shares and reduce the cash dividend payment base.

Keywords: dividend policy; digital economy; high-tech companies; market value of a company; market capitalization of a company.

Особенности деятельности высокотехнологических международных корпораций, сформированных на основе акционерного капитала

В мировой практике, так же как и в России, одновременно с развитием интернет-технологий увеличивается количество высокотехнологических компаний, таких как *Microsoft, IBM, Google, Apple, Yandex* и др. Они выделяются на фоне других компаний высокими темпами роста, большими инвестициями в новые проекты. Ввиду того что уставный капитал акционерного общества состоит из суммы номинальных стоимостей акций, приобретенных акционерами, перед компаниями стоят задачи как успешного развития новых проектов, так и проведения эффективной дивидендной политики с целью привлечения новых акционеров и удержания уже имеющихся акционеров.

Разработанные разными научными школами концепции влияния дивидендной политики на стоимость компании приведены в *табл. 1*.

В мире преобладает в настоящее время тенденция к проведению дивидендной политики, основывающейся на обратном выкупе акций, особенно в компаниях, имеющих дело с цифровыми технологиями [6]. В экономической литературе выделяются следующие способы выкупа акций:

а) покупка на открытом рынке. Компания выступает в данном случае в роли обычного потенциального акционера. Цена покупки равна или превышает рыночную стоимость акций;

б) предложение тендера акционерам. Компания заявляет о том, что она собирается продать определенное количество акций за определенную цену. Акционеры решают, продавать акции или нет. При этом цена, в отличие от предыдущего способа, установлена заранее и рассчитана на основе внутренних оценок будущего состояния компания, но, как правило, она выше рыночной стоимости, чтобы акционеры согласились продать свои акции;

в) голландский аукцион (*Dutch auction*). Компания заявляет о том, что собирается купить акции и задает вопрос акционерам: за сколько они готовы продать свои акции? Иными словами, в данном случае стоимость акции не устанавливается заранее. Если акционеры запрашивают слишком высокую сумму, компания отказывается от покупки своих акций;

г) частное соглашение с одним из акционеров. Это может быть институциональный инвестор,

и условия сделки оговариваются в данном случае в частном порядке и могут не отвечать рыночным ожиданиям.

Ввиду того что выкуп акций является разовой акцией, инвесторы не ждут от компании, что она ежегодно будет покупать определенное количество акций. Таким образом, компания получает больше самостоятельности при принятии решений в случае с выкупом собственных акций, что очень важно для компаний цифровой экономики, так как у них могут возникнуть новые проекты, требующие крупных капиталовложений.

Учитывая вышеназванные преимущества обратного выкупа акций, все больше крупнейших компаний США перестают выплачивать дивиденды в виде наличных денежных средств. На *рис. 1* показана доля операционной прибыли 500 крупнейших компаний США, которую они расходуют на дивидендную политику за период с 1999–2018 гг.

Превышение объема денежных средств, направленных на обратный выкуп акций, над выплатой дивидендов в виде наличных денежных средств с 2003 г. обусловлено тем, что в США были введены законы, изменяющие налоговую ставку на доходы, полученные в виде дивидендов и дополнительного капитала (от продажи акций)¹.

Еще одной причиной переориентирования компаний США на выкуп собственных акций стало то обстоятельство, что стоимость собственного капитала обходилась компаниям дороже, чем стоимость заемного капитала.

В *табл. 2* представлена оценка затрат на собственный капитал методом дисконтированного денежного дохода для крупнейших компаний цифровой экономики США в 2017 г. Все компании являются стабильными, и считается, что для них должна работать модель дисконтированного денежного потока с постоянным ростом М. Гордона. Средняя оценка затрат на собственный капитал проанализированных компаний составляет 16%, если не учитывать показатели *IBM*, затраты на собственный капитал которой намного превышают показатели других компаний, так как компания в последние годы стала все больше денежных средств направлять на выплату дивидендов и обратный выкуп акций,

¹ Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003 "JGTRRA", Pub. L. 108–27, 117 Stat. 752. May 2003. URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-117/pdf/STATUTE-117-Pg752.pdf>.

Влияние дивидендной политики на стоимость компании

Название	Авторы	Основные идеи	Недостатки
Чем больше дивиденды, тем дороже стоят акции			
Теория существенности дивидендной политики [1, с. 99], [2, с. 480]	М. Гордон, Дж. Линтнер	Инвесторы, при прочих равных условиях, предпочтут дивиденды процентному доходу от прироста капитала, что связано с различным уровнем риска денежных потоков. Учитываются психологические особенности инвесторов: все инвесторы предпочтут «синицу в руках (дивиденды) – журавлю в небе (прирост капитала). Текущая стоимость акции равна: $P = D \times (1 + g) / (k - g)$, где D – дивидендные выплаты; g – темп роста дивидендных выплат; k – процентная ставка (ставка дисконтирования)	Подходит лишь ограниченному числу компаний со стабильными темпами роста. Темпы роста компаний должны быть равны темпам роста экономики или быть ниже их. В компании должна быть выработана четкая политика выплаты дивидендов, которую менеджеры намерены проводить в будущем
Сигнальная теория [3, с. 435]	Основана на теории М. Спенса	Повышение уровня дивидендов вызывает соответствующее повышение рыночной стоимости акции, в результате чего акционеры получают: 1) повышенные процентные доходы (в виде дивидендов); 2) повышенные доходы от прироста курсовой стоимости акций	Предполагается высокая прозрачность рынка ценных бумаг
Теория клиентуры	–	На дивидендную политику оказывают влияние предпочтения большинства акционеров. Если большинство акционеров отдает предпочтение: 1) выплате дивидендов, большая часть чистой прибыли направляется на выплату дивидендов; 2) капитализации, большая часть чистой прибыли направляется на капитализацию	Не учитывается мнение всех акционеров
Чем больше дивиденды, тем дешевле стоят акции			
Теория налоговых асимметрий [4, с. 430]	Р. Литценбергер, К. Рама-свами	Если дивиденды облагаются налогом по большим ставкам, чем прирост прибыли, то компания должна платить самые низкие денежные дивиденды, какие только может себе позволить. Имеющуюся наличность лучше сохранять в виде нераспределенной прибыли или использовать для выкупа акций. При получении дивиденды подлежат немедленному налогообложению, в то время как налог на прирост капитала уплачивается только при продаже акций, долей, паев	Зависит от проводимой в государстве налоговой политики
Дивиденды не влияют на стоимость акций			
Теория ММ [5, с. 415]	М. Миллер, Ф. Модильяни	Политика выплаты дивидендов не влияет на увеличение цены акций компании и не изменяет ее стоимости. Если компания выплачивает высокие дивиденды, то она должна выпускать большее число новых акций, а доля стоимости, которая будет предложена новым инвесторам (общая стоимость новых акций), будет равна доле стоимости выплаченной в качестве дивидендов акционерам	Большое количество допущений: – отсутствие налогов на прибыль; – отсутствие транзакционных затрат; – безразличие инвесторов к виду доходов; – информация, которой владеют менеджеры и инвесторы одинакова; – дивидендная политика фирмы и ее инвестиционная политика не связаны

Источник: составлено авторами.

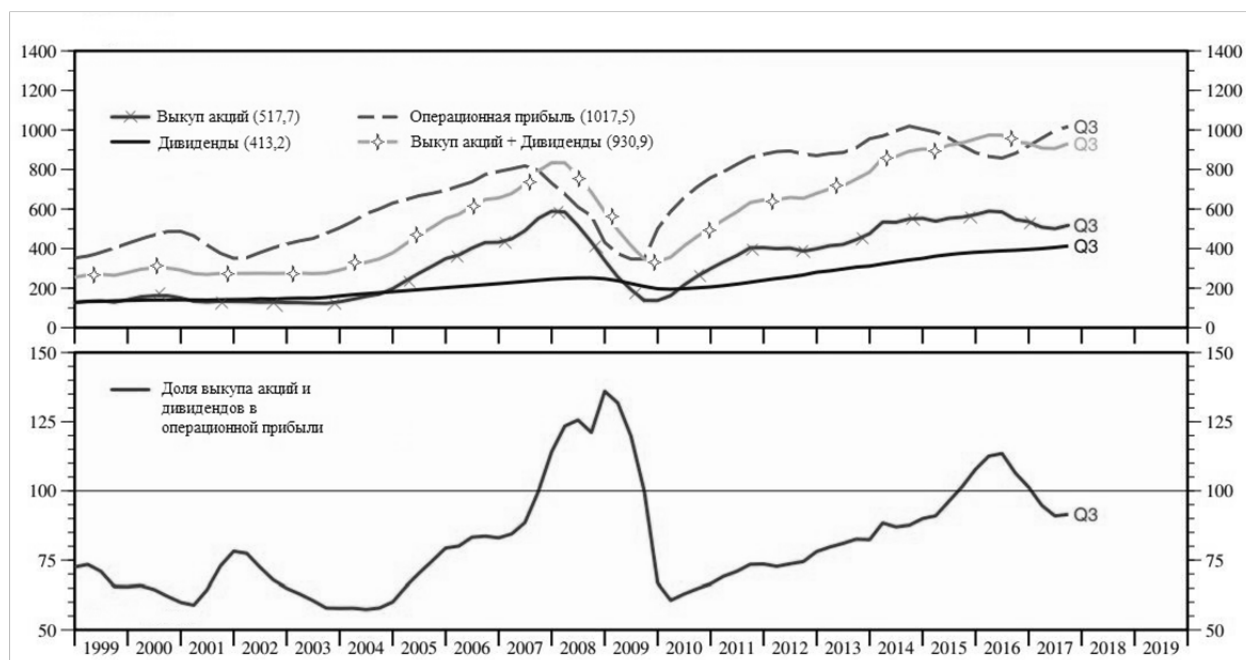


Рис. 1. Доля операционной прибыли, направленная на обратный выкуп акций и на выплату дивидендов 500 крупнейших компаний США, входящих в индекс S&P, за период 1999–2018 гг.

Источник: Standard and Poor's Corporation.

давая таким образом сигнал инвесторам о росте прибыли компании. Однако у некоторых экономистов такая политика вызывает сомнения, и они не уверены в успешном развитии этой компании в будущем.

При показателе рентабельности собственного капитала в 16% заемный капитал обходится американским высокотехнологичным компаниям дешевле, поэтому они активно проводят политику обратного выкупа акций.

Для более детального анализа выбора эффективной денежной политики была отобрана компания из сферы цифровой экономики — *Microsoft*. Через десять лет после начала своей деятельности в 1975 г. она вышла на IPO на Нью-Йоркской торговой бирже. С тех пор рыночная стоимость акции выросла с 0,10 до 88 долл. США за акцию в 2017 г.²

Высокие темпы роста компании объясняются такими факторами, как внедрение новых технологий, своевременное объединение с компанией *IBM*, большой вклад в развитие научно-исследовательской деятельности и т.д. Несмотря на высокие

темпы роста, компания *Microsoft* начала выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям только с 2003 г., а выкупать свои акции на рынке компания — с 1990-х гг., т.е. примерно через 5–7 лет после первичного размещения акций.

Решение менеджмента начать выплачивать акции в момент, когда чистая прибыль компании стабильно росла, акции не дешевели и продолжали пользоваться высоким спросом на рынке, было частично вызвано вступлением в силу в США с 2003 г. Закона о выравнивании налоговых выплат, согласно которому максимальная ставка по налогу на прибыль физических лиц, полученную в виде дивидендов, уменьшилась с 38,6 до 35%, а дивиденды и прирост капитала стали облагаться одинаково³. Таким образом, в 2003 г. инвесторы компании *Microsoft* стали ожидать, что компания начнет выплачивать дивиденды наряду с проведением политики обратного выкупа акций, так как для них исчезла разница между двумя видами выплат.

³ Norbert J.M. Dividend Policy and the 2003 Tax Cut: Preliminary Evidence; Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003 "JGTRRA", Pub. L. 108–27, 117 Stat. 752. May 2003. URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-117/pdf/STATUTE-117-Pg752.pdf>.

² Провайдер финансовой информации *Yahoo*. URL: <https://finance.yahoo.com>.

Таблица 2

Оценка затрат на собственный капитал методом дисконтированного денежного потока для компаний цифровой экономики США, 2017 г.

	Цена акции, долл. США	Дивиденды, долл. США	Норма дивидендного дохода, %	Темпы роста дивидендов, %	Затраты на собственный капитал, %
	P0	DIV1	DIV / P0	$g = KR \times ROE$	$r = DIV1 / P0 + g$
Microsoft	61,64	1,53	0,025	0,13	0,15
Apple	135,76	2,40	0,018	0,26	0,28
Intel	34,08	1,04	0,031	0,08	0,11
Cisco	31,59	1,10	0,035	0,06	0,10
IBM*	143,86	5,50	0,038	0,84	0,88
			Среднее значение:		0,16
			с IBM		0,30

Источники: рассчитано авторами на основании ежегодных отчетов компаний:

сайт журнала «Финансовый директор». URL: <https://fd.ru/articles/158909-model-gordona-17-m10>;

сайт компании IBM. URL: <https://www.investopedia.com/articles/investing-strategy/090916/ibm-dividend-analysis.asp>; сайт Европейского центрального банка. URL: <https://www.wsj.com/articles/ecb-corporate-bond-buying-likely-to-boost-u-s-issuance-in-europe-1462422606>.

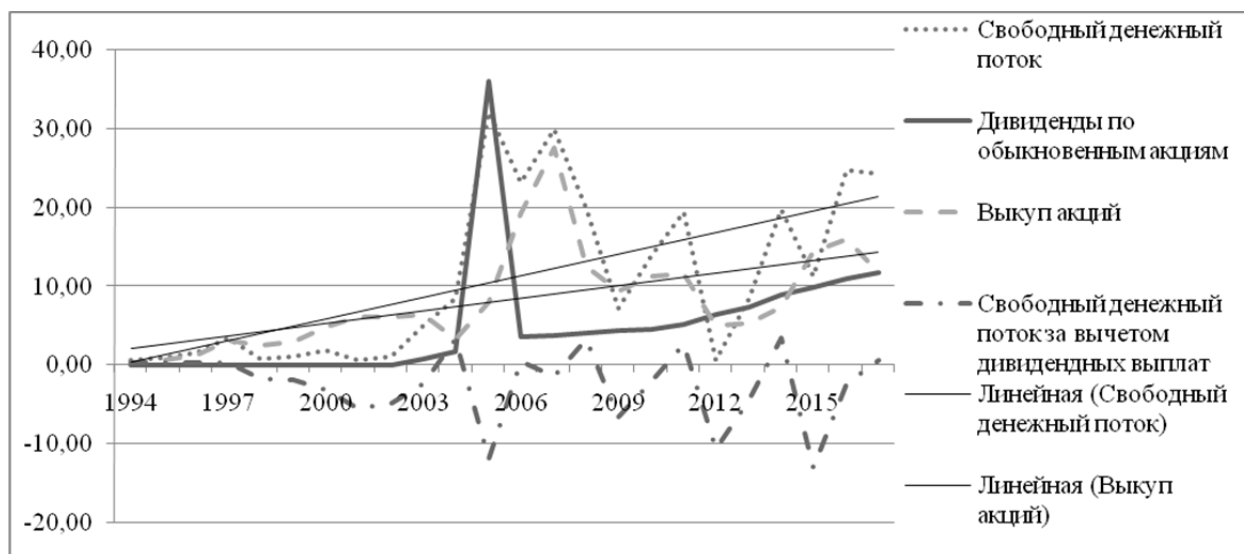


Рис. 2. Динамика показателей свободного денежного потока и дивидендных выплат (в том числе обратный выкуп акций) за период 1994–2017 гг., млрд долл. США

Источник: составлено авторами на основе ежегодных отчетов компании Microsoft.

В 2003 г. на счетах компании Microsoft скопилась большая сумма денег — 56 млрд долл. США. Инвесторы начали оказывать давление на компанию Microsoft, требуя увеличения дивидендов, что и было сделано в 2003 г.

На рис. 2 представлена динамика показателей компании Microsoft за период 1994–2017 гг. Согласно

этим данным доля выплат на дивиденды в виде наличных денежных средств в свободном денежном потоке выросла с 2003 г. по сегодняшний день с 17 до 49%. Доля денежных средств, направленных на обратный выкуп акций, варьируется в среднем между 25 и 60% в зависимости от прибыли компании в конкретном году.

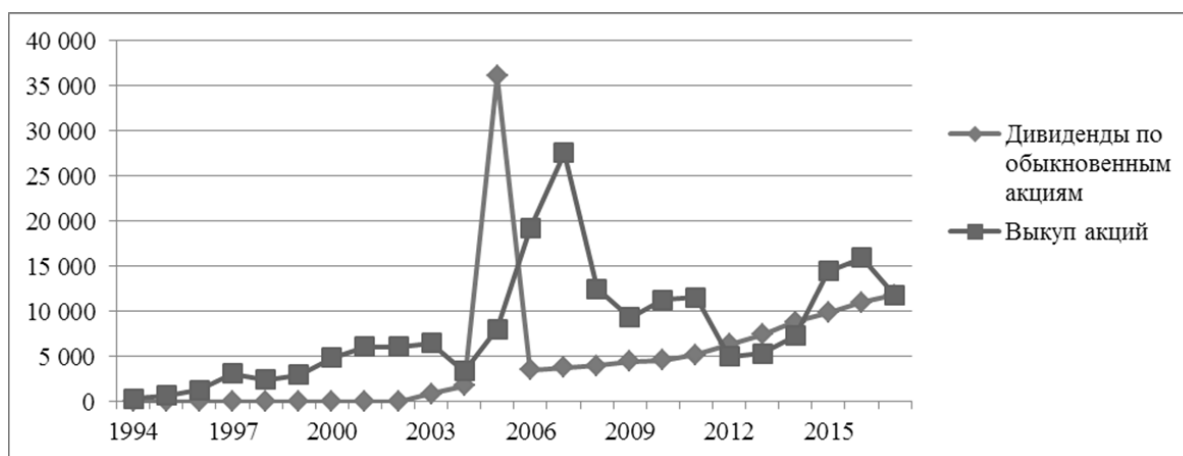


Рис. 3. Динамика выплат дивидендов и обратного выкупа акций компании *Microsoft* за период 1994–2017 гг., млн долл. США

Источник: составлено авторами на основе ежегодных отчетов компании *Microsoft*.

На рис. 2 показан разрыв между линиями тренда свободного денежного потока и суммой дивидендных выплат. Иными словами, чем больше становится компания, тем относительно меньше она тратит денег на дивидендные выплаты [7, с. 82].

Из рис. 3 следует, что дивидендные выплаты в виде наличных денежных средств постоянно растут в независимости от финансовых показателей компании или рыночной ситуации в государстве. В отличие от них денежные средства, потраченные на обратный выкуп акций, каждый год меняются. Этот график доказывает, что если компания придерживается политики обратного выкупа акций, то она более свободна в принятии решений и может позволить себе не тратить денежные средства, если год кризисный или нужно сделать значительные капитальные вложения в новый проект.

На основании рис. 4 можно делать вывод, что связь между рыночной стоимостью компании *Microsoft* и дивидендными выплатами очень низкая. Кроме того, на рис. 4 видно, что при одном и том же уровне рыночной капитализации компания платила разные дивиденды. В 2008 г. сумма дивидендных выплат составила 4015 млн долл. США, а в 2014 г., несмотря на то что рыночная капитализация не изменилась, компании пришлось заплатить уже сумму в два раза больше — 8879 млн долл. США. Это свидетельствует о том, что дивидендная политика может отрицательно сказаться на компании, испытывающей временные трудности, так как ей с каждым годом приходится платить все больше и больше дивидендов.

На рис. 5 показано корреляционное поле зависимости показателя $WACC^4$ и рыночной стоимости компании *Microsoft* за период 2007–2017 гг. Можно заметить, что между двумя этими показателями очень маленькая и положительная связь, т.е. чем выше рыночная стоимость компании, тем относительно дешевле капитал. Так как $WACC$ зависит от структуры капитала компании, то структура компании за период 2007–2017 гг. слабо повлияла на ее рыночную стоимость. Таким образом, дивиденды в виде наличных денежных средств как составляющая часть при расчете стоимости собственного капитала не оказывала значительного влияния на рыночную стоимость компании.

С 2007 г. компания *Microsoft* стабильно ежегодно сокращает количество акций на рынке в среднем на 3–4%. При этом компания агрессивно наращивает долю заемного капитала в среднем ежегодно на 20–30%. С одной стороны, компания *Microsoft* может выпускать дополнительные акции, тем более что *Free float*⁵ компании составляет около 50%, а цена акций уверенно растет. Но компания этого не делает. Стоимость долгосрочного

⁴ Средневзвешенная стоимость капитала (от англ. — *weighted average cost of capital, WACC*) — это средняя процентная ставка по всем источникам финансирования компании. При расчете учитывается удельный вес каждого источника финансирования в общей стоимости.

⁵ *Free-float* публичной компании — приблизительная доля акций, находящихся в свободном обращении. *Free float* или *public float* определяется как доля акций, которые держат инвесторы, за исключением доли во владении инвесторов.

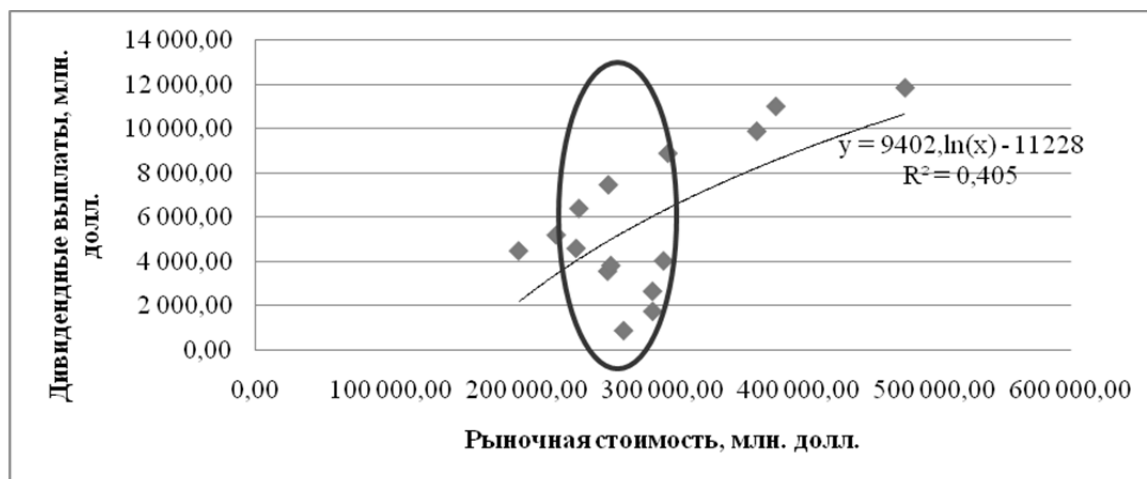


Рис. 4. Корреляционное поле зависимости дивидендных выплат и рыночной стоимости компании Microsoft за период 2003–2017 гг.

Источник: составлено авторами на основе ежегодных отчетов компании Microsoft.

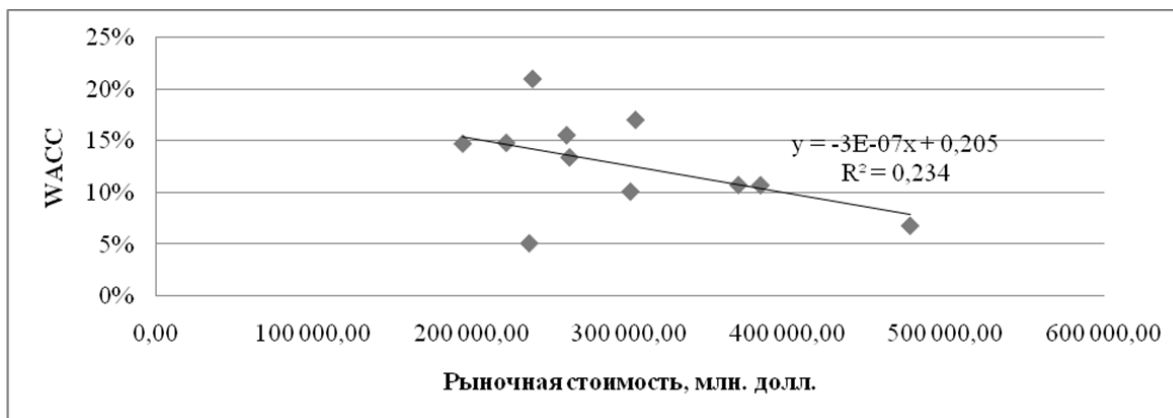


Рис. 5. Корреляционное поле зависимости показателя WACC и рыночной стоимости компании Microsoft за период 2007–2017 гг.

Источник: составлено авторами на основе ежегодных отчетов компании Microsoft.

заемного капитала для компании варьируется от 2,5 до 5% в зависимости от вида заимствования. Стоимость собственного капитала компании в 2006 г. составила минимальные 6%, в среднем за последние десять лет этот показатель составляет 17%. Возможно, в связи с этим доля собственного капитала компании сократилась с 85% в 2006 г. до 41% в 2017 г.

Анализ крупнейшей высокотехнологичной компании цифровой экономики США Microsoft показывает, во-первых, при обратном выкупе акций уменьшается доля собственного капитала в структуре финансов компании. Если собственный капитал обходится компании дороже, чем заемный, то принимается решение о выкупе акций.

Во-вторых, сокращается количество обращающихся на рынке акций. По законам экономики уменьшение предложения на товар приводит к увеличению спроса и росту цен.

В-третьих, увеличивается показатель EPS⁶, т.е. прибыль на акцию в следующем году становится больше, чем, если бы обратного выкупа акций не произошло, и привлекательность таких акций теоретически возрастает.

В-четвертых, если компания выкупает свои акции с дополнительной премией, значит, менеджеры

⁶ Прибыль на акцию (от англ. — *Earnings per share, EPS*) — финансовый показатель, равный отношению чистой прибыли компании, доступной для распределения, к среднегодовому числу обыкновенных акций.

Таблица 3

Налогообложение доходов акционеров в Российской Федерации, в %

РФ	Физическое лицо (резидент)	Юридическое лицо	Юридическое лицо, владеющее более 50% в уставном капитале компании более 365 дней	Иностранная организация
Дивиденды наличными денежными средствами	13,00 (п. 1 ст. 224 НК РФ)	13,00 (п. 3 ст. 284 НК РФ)	0,00 (п. 3 ст. 284 НК РФ)	15,00 (п. 3 ст. 284 НК РФ)
Дивиденды имуществом* (в том числе акциями) (п. 42 «Закон об акционерных обществах»)	20,00 + 18,00 (данная процедура считается реализацией) + 13% НДФЛ (письмо Минфина России от 17.12.2009 № 03-11-09/405)	20,00 + 18,00 (данная процедура считается реализацией) + 13% налог на дивиденды (письмо Минфина России от 17.12.2009 № 03-11-09/405)	20,00 + 18,00 налог на прибыль и НДС (данная процедура считается реализацией) (письмо Минфина России от 17.12.2009 № 03-11-09/405)	Согласно законодательству, действующему между государствами
Курсовые разницы акций	13,00 (п. 1 ст. 224 НК РФ)	20,00 (п. 1 ст. 284 НК РФ)	—	20,00 (п. 2 ст. 284 НК РФ)

Источник: составлено авторами на основании НК РФ.

* URL: <https://www.audit-it.ru/articles/account/assets/a25/364268.html>.

компании уверены в дальнейшем стабильном росте компании, такой сигнал обычно положительно встречается инвесторами.

При принятии решения об обратном выкупе акций важно найти момент, когда они не на самом высоком уровне. Так, самое большое количество акций было куплено компанией *Microsoft* в 2007 г. при самом низком за последнее десятилетие уровне цен на акции этой компании. В 2008 г., когда стоимость акций выросла на 20%, компания резко сократила выкуп акций с 27 до 5–12 млрд долл. США в последующие годы.

Дивидендная политика российских высокотехнологичных компаний в условиях цифровой экономики

По сравнению с дивидендной политикой компаний США дивидендная политика российских компаний цифровой экономики выглядит проще вследствие меньшего количества таких компаний в России, а также их низкой общей рыночной капитализации.

Выкуп акций для всех компаний в Российской Федерации регламентируется Федеральным законом от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон № 208-ФЗ), в ст. 73 ко-

торого установлены ограничения на приобретение компанией своих акций.

Приобретенные на открытом рынке акции должны быть реализованы по решению совета директоров в течение одного года с момента их приобретения по новой рыночной стоимости. В противном случае ближайшее общее собрание обязано принять одно из следующих решений:

- уменьшить уставный капитал акционерного общества за счет аннулирования приобретенных акций;
- увеличить номинальную стоимость остальных акций за счет аннулирования приобретенных акций без изменения уставного капитала.

Акции, поступающие в распоряжение акционерного общества в результате их выкупа на открытом рынке, становятся неголосующими. На такие акции не начисляются дивидендные выплаты.

Что касается налогообложения, то в соответствии с табл. 3 физические лица в Российской Федерации уплачивают одинаковый налог как при получении дивидендов в виде наличных денежных средств, так и при получении дохода при продаже акций. При этом доходы физического лица облагаются налогом по ставке 0% при продаже акций компаний, которые относятся к высокотехнологическому

экономическому сектору (цифровой экономике), а также в случае, если они принадлежали данному физическому лицу не менее трех лет подряд. Данное условие может склонить физическое лицо к тому, что выгоднее получать дополнительный доход в виде премии при продаже акций.

С одной стороны, юридическим лицам невыгодно получать доход в виде дополнительной премии при продаже акции. Однако важным в данном случае является не только размер процентной ставки налога, но и сроки уплаты налога, и метод его расчета. Если при получении дивидендов в налоговую базу будут включаться только дивиденды, выплаченные самой компанией, то при получении премии доход будет списываться на прочие доходы компании. Если отчетность компании убыточна в части финансовой деятельности, обязанности по выплате налога на прибыль может не возникнуть. Имеются также компании, например негосударственные пенсионные фонды, доходы которых не облагаются налогом. Если основным держателем акций является такая компания, то решающее значение при выборе дивидендной политики будут играть затраты, которые понесет компания в том или ином случае.

Проведем анализ дивидендной политики на примере российской компании ООО «Яндекс», материнская компания которой *Yandex N. V.* зарегистрирована и расположена в Нидерландах. Акции компании обращаются на американской торговой бирже *NASDAQ* и российской торговой бирже *MOEX*.

Компания «Яндекс» основана в 2000 г. как компания, предоставляющая услуги поисковой системы. В 2001 г. компания объявила о запуске новой версии поисковой машины: был улучшен поиск ссылок, стала производиться морфологическая коррекция запроса, был введен «взвешенный индекс цитирования» и повысилась точность и скорость поиска. С этого года компания «Яндекс» держит 1-е место в российском сегменте Интернета⁷.

В 2002 г. компания «Яндекс» выходит на самокупаемость, а в 2003 г. впервые выплачивает акционерам дивиденды, общая сумма которых составила 100 тыс. долл. США. В 2007 г. происходит реструктуризация компании, и материнской компанией становится нидерландская *Yandex N. V.* вместо предыдущей компании, зарегистрированной на Кипре.

⁷ Официальный сайт Форбс. URL: <http://www.forbes.ru/forbes/issue/2008-04/11175-borotsya-i-iskat>.

Yandex N. V. является конечным получателем всех денежных средств от российского офиса. Компания «Яндекс» выплачивает доходы нидерландской материнской компании в виде дивидендов, которые облагаются по ставке 5% согласно соглашению, заключенному между Нидерландами и Россией.

В мае 2011 г. компания *Yandex N. V.* провела первичное размещение акций на высокотехнологичной бирже *NASDAQ*. В ходе первичного размещения акций компания привлекла 1,3 млрд долл. США, что стало на тот момент вторым результатом за всю историю наблюдений после *Google* с суммой привлеченного акционерного капитала в 1,67 млрд долл. США. В 2014 г. компания «Яндекс» вышла на первичное размещение акций на российском рынке в качестве иностранного эмитента.

В табл. 4 приведены показатели рентабельности компании за период 2012–2016 гг.: рентабельность собственного капитала, рентабельность продаж, рентабельность активов. На основании табл. 4 можно сделать вывод, что показатели компании ежегодно ухудшаются. В 2015 г. резко сократилась чистая прибыль компании, что было связано с тем, что в этот период значительно увеличились затраты на *Product Development*⁸ (разработку продукта) и увеличилась амортизация.

Такое резкое увеличение операционных затрат не может считаться эффективным, если в ближайшие годы оно не принесет дополнительную прибыль [8].

В 2015 г. доля собственного капитала в структуре капитала сократилась с 84 до 67%, т.е. компания сокращает долю собственного капитала в структуре капитала компании.

Компания «Яндекс» имеет высокий уровень ликвидности, за последние пять лет быстрая ликвидность⁹ компании увеличилась в два раза и в 2016 г. составила 4,84. Это свидетельствует о том, что компания располагает избыточным количеством денежных средств на своих счетах, которые могут быть направлены или на развитие компании, или на проведение эффективной дивидендной политики.

⁸ Разработка продукта (*Product Development*) — подразделение компании, занимающееся созданием и выводом нового изделия или услуги на рынок.

⁹ Коэффициент быстрой ликвидности (*quick ratio, acid-test ratio*) характеризует способность организации погасить свои краткосрочные обязательства за счет продажи ликвидных активов.

Таблица 4

Рентабельность текущей деятельности компании «Яндекс» за период 2012–2016 гг., млн руб.

	2012	2013	2014	2015	2016
Чистая прибыль	8223,00	13 474,00	17 020,00	9 679,00	6 783,00
Собственный капитал	37 047,00	46 597,00	55 736,00	70 097,00	77 086,00
ROE (рентабельность собственного капитала)	22,20	28,92	30,54	13,81	8,80
ROE Microsoft	25,58	27,69	24,59	15,23	23,33
Операционная прибыль	9 454,00	12 837,00	15 323,00	9 593,00	12 847,00
Выручка	28 767,00	39 502,00	50 767,00	59 792,00	75 925,00
ROS (рентабельность продаж)	32,86	32,50	30,18	16,04	16,92
Проценты к получению	1 002,00	1 717,00	856,00	1 744,00	1 655,00
Активы	44 285,00	71 311,00	94 594,00	111 818,00	114 108,00
ROA (рентабельность активов)	20,83	21,30	18,90	10,22	7,39

Источник: рассчитано на основании ежегодных отчетов компании «Яндекс». URL: http://cache-mskmar09.cdn.yandex.net/download.cdn.yandex.net/company/annual_2016.pdf.

Таблица 5

Финансовые позиции компании с точки зрения уровня общей задолженности, текущей и быстрой ликвидности компании «Яндекс» за период 2012–2016 гг., млн руб.

	2012	2013	2014	2015	2016
Оборотные активы	18 191,00	38 883,00	35 579,00	53 229,00	74 970,00
Краткосрочная задолженность	6 682,00	6 915,00	9 791,00	11 669,00	14 622,00
Currentratio (текущая ликвидность)	2,72	5,62	3,63	4,56	5,13
Денежные средства	7 425,00	33 394,00	17 645,00	24 238,00	28 232,00
Краткосрочные финансовые вложения	6 653,00	0,00	8 987,00	18 065,00	34 802,00
Дебиторская задолженность	1 767,00	2 785,00	3 703,00	5 586,00	7 741,00
Quickratio (быстрая ликвидность)	2,37	5,23	3,10	4,10	4,84
Чистые оборотные активы	11 509,00	31 968,00	25 788,00	41 560,00	60 348,00

Источник: рассчитано на основании ежегодных отчетов компании «Яндекс». URL: http://cache-mskmar09.cdn.yandex.net/download.cdn.yandex.net/company/annual_2016.pdf.

На основании полученных данных можно сделать вывод о том, что компания развивается активно, но ее показатели нельзя назвать стабильными. Это объясняется тем, что компания молодая, но даже если учитывать этот фактор, темпы роста компании «Яндекс» значительно отстают от темпов роста такой американской компании, как *Microsoft*.

В ежегодной финансовой отчетности за 2016 г. указано, что компания не объявляла о дивидендных выплатах в виде наличных денежных средств

в период 2014–2016 гг. или не имеет намерения выплачивать дивиденды в ближайшем будущем. Дивиденды, если они будут выплачиваться, будут начисляться в долларах материнской компанией *Yandex N. V.*, расположенной в Нидерландах.

Единственные дивидендные выплаты компании были объявлены в 2013 г.: в итоге в 2013 и 2014 гг. компания выкупила собственные акции в общей сумме 16 941,00 млн руб. Также в 2016 г. компания совершила важную сделку — покупку большей части

здания, в котором располагается российский офис компании «Яндекс». Часть покупки стоимостью 165 млн долл. США (9900 млн руб. при курсе 60 руб. за 1 долл. США) была оплачена акциями компании «Яндекс». Общая сумма сделки составила 655 млн долл. США. Таким образом, возможно, покупка собственных акций компании была запланирована заранее с учетом дальнейшей покупки офиса за счет выпуска дополнительных акций¹⁰.

Один из недостатков существующей структуры компании в целях проведения эффективной дивидендной политики состоит, по нашему мнению, в том, что практически вся прибыль генерируется в России в рублях. С учетом того что денежные средства на счетах российской компании собираются с 2002 г., когда компания вышла на самоокупаемость, а дивиденды будут выплачиваться (в случае их объявления) в долларах, компания понесет убыток в виде курсовых разниц. Если дивиденд в размере 1 долл. США за акцию до 2014 г. обошелся бы компании в 30 руб., то сейчас он обойдется ей в 60 руб. Такая непредсказуемая ситуация с курсом валют свидетельствует о том, что компании, даже при наличии свободных денежных средств на протяжении долгого периода времени, крайне рискованно выплачивать дивиденды в виде наличных денежных средств.

Таблица (табл. 6) расчета свободного денежного потока компании «Яндекс» за период 2012–2016 гг. показывает, что компания не располагает стабильным свободным денежным потоком на капитал [9, с. 23].

В 2014 г. в компании резко сократился свободный денежный поток до 17 495,00 млн руб., что следует расценивать как негативный фактор. Это связано с ростом капитальных затрат в более чем в три раза по сравнению с 2012 г. Компания инвестировала в развитие системы поиска, капитальные затраты в этой сфере возросли с 2012 г. с 3984,00 до 9679,00 млн руб.

Увеличились затраты компании, связанные с выходом компании на рынок Турции. Кроме того, в 2014 г. были выкуплены активы пяти прибыльных компаний, среди которых «Кинопоиск», *Auto.ru*, *ADFOX* и другие в сфере рекламы, кино, автоперевозок и геолокационных технологий. Несмотря на совершение таких крупных сделок, прибыль

компании в последующие два года уменьшилась с 17 020,00 до 6783,00 млн руб.

На показатель свободного денежного потока большое влияние оказало то, что в 2013 г. компания выпустила конвертируемые долговые обязательства со сроком погашения в 2018 г.

Обязательства могут быть конвертированы в наличные, обыкновенные акции (класса А), дающие один голос на акцию, либо в комбинацию наличных и акций (класса А) по выбору самой компании. Проценты по обязательствам выплачиваются два раза в год, пока не выйдет срок годности обязательств или пока компания не выкупит их обратно. В последние три года компании приходилось выплачивать около 6 млрд руб. на их погашение, в результате чего у компании не оставалось свободных денежных средств. Фактически это заимствование денежных средств за границей по ставке выплаченных процентов, но в случае с резким падением курса рубля в 2014 г. компании было невыгодно делать такой шаг.

Выводы

Несмотря на то что компания «Яндекс», чья материнская компания расположена в Нидерландах, работает в мире цифровой экономики и занимает лидирующие позиции на российском рынке, она испытывает проблемы с наличием постоянного стабильного положительного денежного потока на капитал в отличие от аналогичных компаний США.

При высокой ликвидности компании и наличии большой суммы денежных средств рыночная стоимость акций компаний практически не изменилась с даты их первичного размещения в 2011 г. Частично это связано с проблемами, с которыми компания сталкивается при проведении дивидендной политики. В сложившейся ситуации компания может переориентироваться на российский биржевой рынок *MOEX*, чтобы курсовые разницы не влияли на размер будущих дивидендных выплат.

Компания может покупать свои акции на рынке *NASDAQ* и расплачиваться ими при совершении сделок в России и за рубежом.

Компания может осуществлять политику по обратному выкупу собственных акций компании на американской бирже в сумме от 10–15% от свободного денежного потока на капитал, как это делают американские компании.

Компании не следует проводить политику выплаты дивидендов в виде наличных денежных

¹⁰ Сайт газеты «Ведомости». URL: <https://www.vedomosti.ru/realty/articles/2016/02/20/630899-yandeks-krasnaya-roza>.

Таблица 6

Расчет свободного денежного потока компании «Яндекс» за период 2012–2016 гг., млн руб.

	2012	2013	2014	2015	2016
Чистая прибыль	8223,00	13 474,00	17 020,00	9 679,00	6 783,00
Амортизация	2951,00	3 719,00	5 295,00	8 758,00	10 518,00
Расходы на капитал (CapEx)	-10 190,00	-710,00	-28 589,00	-11 676,00	-13 106,00
Изменения в рабочем капитале	-21,00	-3 242,00	-7 979,00	-2 155,00	4 726,00
Привилегированные акции	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Увеличение долгосрочного долга	361,00	20 158,00	3 172,00	168,00	528,00
Уменьшение долгосрочного долга	0,00	0,00	-6 414,00	-6 096,00	-5 549,00
Изменение в краткосрочном долге	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Свободный денежный поток	1 324,00	33 399,00	-17 495,00	-1 322,00	3 900,00
Свободный денежный поток Microsoft (усл. курс 60 руб.)	40 380,00	509 580,00	1 181 400,00	675 540,00	1 481 520,00
Дивиденды по обыкновенным акциям	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Выкуп акций	0,00	8 518,00	8 423,00	0,00	0,00
Итого дивидендные выплаты:	0,00	8 518,00	8 423,00	0,00	0,00
Итого дивидендные выплаты: Microsoft (усл. курс 60 руб.)	684 840,00	768 900,00	971 700,00	1 459 500,00	1 618 500,00
Свободный денежный поток – Итого дивидендные выплаты	1 324,00	24 881,00	-25 918,00	-1 322,00	3 900,00
Свободный денежный поток – Итого дивидендные выплаты Microsoft (усл. курс 60 руб.)	-644 460,00	-259 320,00	209 700,00	-783 960,00	-136 980,00

Источник: рассчитано на основании ежегодных отчетов компании «Яндекс».

средств вне зависимости от того, какое количество денежных средств сконцентрировано на счетах компании [10, с. 160].

Компания «Яндекс» может использовать преимущество перед другими инвесторами в том, что она лучше знает, когда ее акции недооценены и когда переоценены.

Важно рассчитать прибыльность проектов компании, так как, если компания в дальнейшем продолжит вкладываться в проекты, будет сокращаться чистая прибыль компании, стоимость акций будет падать. Ввиду того что российский рынок в сфере поиска информации уже насыщен, можно выводить компанию на рынки других стран с целью расширения аудитории и дальнейшего развития рекламного подразделе-

ния, доля прибыли которого составляет более 90% в общей структуре прибыли компании [11, с. 1010; 12].

На основании проанализированных компаний и российского законодательства можно сделать следующие выводы:

- *во-первых*, российское законодательство не приспособлено к имеющемуся на мировом рынке разнообразию дивидендной политики. Налоговые ставки для выплаты дивидендов акциями компании или при проведении политики обратного выкупа акций четко не прописаны;
- *во-вторых*, не уточнено, в каком случае, в какие сроки расходы по обратному выкупу акций могут быть применены в качестве уменьшения налогооблагаемой базы;

- *в-третьих*, согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» выкупленные компанией акции должны быть или проданы, или аннулированы через год. С учетом того, что договорные отношения в России растягиваются не на один месяц, год для принятия решения о применении выкупленных акций — это очень маленький срок;
- *в-четвертых*, для компаний, проводящих дивидендную политику, эффективнее рассчитывать сумму денежных средств, направляемых на дивидендную политику, исходя из свободного денежного потока на капитал, а не чистой прибыли за год;
- *в-пятых*, при проведении дивидендной политики российским компаниям важно оценивать стоимость собственного капитала и сравнивать его со стоимостью альтернативных источников заимствования. Если заемный капитал дороже, необходимо сокращать собственный капитал путем обратного выкупа акций;
- *в-шестых*, при разработке дивидендной политики необходимо учитывать, что выплата дивидендов в виде наличных денежных средств не влияет на изменение рыночной стоимости компании в долгосрочном периоде.

ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Lintner J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 1956), pp. 97–113.
2. Gordon M. J. Security and a financial theory of investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 1960, pp. 472–492.
3. Michael Spence. Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. *American Economic Review*, 2002, No. 92 (3), pp. 434–459.
4. Robert H. Litzenger, Krishna Ramaswamy. The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? *The Journal of Finance*, 1982, Vol. 37, No. 2, May, pp. 429–443.
5. Miller M. H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal Business*, 1961, Oct., pp. 411–433.
6. Брейли Р., Стюарт М. Принципы корпоративных финансов. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. 1008 с. Braley R., Stewart M. Principles of corporate Finance [Principy korporativnyh finansov]. Moscow, ZAO «Olympus-Business», 2004. 1008 p.
7. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2005. 576 с. Copeland T., Koller T., Murrin J. The value of the company: assessment and management. [Stoimost' kompanii: ocenka i upravlenie]. 3-e edition revised and expanded. Moscow, ZAO «Olimp-Biznes», 2005. 576 p.
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. 7-е изд. М.: Альпина Паблишерз, 2013. 1950 с. Damodaran A. Investment evaluation. The tools and techniques of assessment of any assets. [Investicionnaja ocenka. Instrumenty i metody ocenki ljubyh aktivov], 7-e edition. Moscow, Al'pina Pablisherz, 2013. 1950 p.
9. Ли К., Антилл Н. Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. М.: Альпина Паблишер, 2017. 440 с. Lee K., Antilles N. Evaluation: analysis and prediction using IFRS. [Ocenka kompanij: analiz i prognozirovanie s ispol'zovaniem otchetnosti po MSFO]. Moscow, Al'pina Pablisher, 2017, 440 p.
10. Healy P., Palepu K. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*. 1988. 21. pp. 149–175.
11. Brennan M. J., Thakor A. V. Shareholder preferences and dividend policy. *The journal of Finance*, 1990, Vol. XLV, No. 4, September, pp. 993–1018.
12. Kent B. H., Tarunand M., George P. O. How Norwegian Managers View Dividend Policy. Department of Economics and Finance Working Papers, 2005. Paper 48.