

**Дивидендная политика в условиях экономической нестабильности:
факторы, определяющие решение о выплатах**

М.О. Барина

студент 4 курса НИЯУ МИФИ, Москва

E-mail: mari.babar08@mail.ru

А.К. Завалишина

к.э.н., доцент кафедры финансового менеджмента НИЯУ МИФИ, Москва

E-mail: akzavalishina@mephi.ru

Аннотация: Статья посвящена анализу факторов, определяющих дивидендную политику компаний в условиях экономической нестабильности. В фокусе исследования — противоречие между необходимостью сохранения финансовой гибкости и ожиданиями акционеров по выплатам. Проводится сравнительный анализ поведения компании в стабильные и нестабильные времена для оценки устойчивости их дивидендной политики.

Ключевые слова: дивидендная политика, экономическая нестабильность, сигнальная теория, агентская теория, дивидендные выплаты, корпоративные финансы, финансовая устойчивость, управление прибылью, инвестиционная привлекательность.

**Dividend policy in conditions of economic instability: factors determining
payout decisions**

M.O. Barinova

4rd year student of NRNU MEPhI, Moscow

E-mail: mari.babar08@mail.ru

A.K. Zavalishina

Ph.D., Associate Professor of the Department of Financial Management

NRNU MEPhI, Moscow

E-mail: akzavalishina@gmail.com

Abstract: The article is devoted to the analysis of the factors that determine the dividend policy of companies in conditions of economic instability. The focus of the study is on the contradiction between the need to maintain financial flexibility and the expectations of shareholders regarding payments. A comparative analysis of the company's behavior in stable and unstable times is conducted to assess the sustainability of their dividend policy.

Keywords: dividend policy, economic instability, signaling theory, agency theory, dividend payouts, corporate finance, financial resilience, profit management, investment attractiveness.

Введение

В современных условиях усиливающейся экономической нестабильности вопросы управления дивидендной политикой приобретают особую значимость. Дивидендная политика является не только инструментом распределения прибыли, но и важным элементом формирования доверия инвесторов, влияющим на рыночную стоимость компании и её инвестиционную привлекательность. В периоды кризисов и повышенной неопределённости устойчивость дивидендных выплат нередко рассматривается как индикатор финансовой надёжности и эффективности управления.

Актуальность исследования обусловлена необходимостью поиска оптимального баланса между сохранением финансовой гибкости предприятия и удовлетворением интересов акционеров. На практике компании сталкиваются с противоречием: с одной стороны, поддержание стабильных выплат способствует укреплению репутации и удержанию инвесторов, а с другой — экономическая нестабильность требует аккумулирования ресурсов для поддержания ликвидности и снижения рисков. Это противоречие усиливается в условиях волатильных рынков и ограниченного доступа к внешнему финансированию.

Цель данного исследования — выявить и проанализировать факторы, определяющие решения компаний о выплате дивидендов в условиях экономической нестабильности. Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

- рассмотреть теоретические подходы к формированию дивидендной политики;
- определить влияние макроэкономических и корпоративных факторов на решения о выплатах;
- провести сравнительный анализ поведения компаний в стабильные и кризисные периоды;
- оценить устойчивость дивидендной политики в контексте экономической неопределённости.

Теоретические основы дивидендной политики

Дивидендная политика представляет собой систему управленческих решений, направленных на определение доли прибыли, распределяемой между акционерами, и доли, reinvestируемой в развитие компании. Она отражает стратегию взаимодействия между собственниками и менеджментом, а также служит индикатором устойчивости бизнеса и его финансового положения. В научной литературе сформировалось несколько

ключевых теоретических подходов к объяснению сущности и факторов формирования дивидендной политики.

Одной из базовых теорий является **теорема Модильяни–Миллера**, согласно которой при отсутствии налогов, транзакционных издержек и информационной асимметрии дивидендная политика не оказывает влияния на рыночную стоимость компании. В рамках этой концепции выбор между выплатой дивидендов и реинвестированием прибыли не имеет значения, так как инвесторы могут самостоятельно формировать желаемый денежный поток.

В противоположность данной теории, **сигнальная теория дивидендов (signaling theory)** утверждает, что дивидендные выплаты несут информационную нагрузку для инвесторов. Повышение дивидендов воспринимается как сигнал о стабильных перспективах роста прибыли, тогда как их сокращение — как индикатор ухудшения финансового состояния компании.

Согласно **агентской теории (agency theory)**, дивиденды выступают инструментом снижения агентских издержек, возникающих из-за конфликта интересов между собственниками и менеджерами. Регулярные выплаты уменьшают объем свободных денежных средств, которыми располагает менеджмент, и тем самым ограничивают возможность неэффективного их использования.

Теория жизненного цикла (life-cycle theory) рассматривает дивидендную политику как отражение стадии развития компании. Молодые, быстрорастущие фирмы, как правило, направляют большую часть прибыли на инвестиции, тогда как зрелые компании с устойчивыми денежными потоками склонны выплачивать более высокие дивиденды.

Современные исследования подчеркивают, что дивидендная политика является не только финансовым, но и стратегическим инструментом управления, особенно в условиях нестабильной макроэкономической среды. В периоды кризисов компании нередко пересматривают структуру распределения прибыли, стремясь обеспечить баланс между сохранением ликвидности и поддержанием доверия акционеров.

Появились концепции **финансовой гибкости (financial flexibility)**, согласно которым компании формируют резервную ликвидность для поддержания выплат даже при снижении прибыли. В условиях высокой неопределённости дивиденды становятся инструментом демонстрации устойчивости бизнеса и управленческой ответственности.

Кроме того, поведенческие теории указывают, что менеджеры учитывают реакцию инвесторов на изменения дивидендов, стараясь избегать резких колебаний выплат, даже при нестабильных финансовых результатах.

На решения компаний о распределении прибыли влияет широкий круг внутренних и внешних факторов.

К внутренним факторам относятся:

- прибыльность компании, определяющая финансовые возможности для выплат;
- долговая нагрузка, ограничивающая объем свободных средств;
- ликвидность и доступ к внешнему финансированию;
- структура собственности, от которой зависит давление со стороны акционеров и стратегия корпоративного управления.

К внешним факторам относятся:

- макроэкономическая ситуация, включая уровень инфляции, процентные ставки, валютную волатильность;
- налоговая политика государства;
- состояние фондового рынка и доверие инвесторов.

В совокупности данные факторы формируют дивидендную стратегию компании, отражая её способность сохранять устойчивость и финансовую стабильность в условиях экономической нестабильности.

Дивидендная политика в условиях экономической нестабильности

Современная экономическая среда характеризуется повышенной волатильностью финансовых рынков, геополитическими рисками и частыми макроэкономическими шоками. В этих условиях дивидендная политика компаний приобретает особое значение, так как становится не только инструментом распределения прибыли, но и механизмом поддержания доверия инвесторов, демонстрации устойчивости и финансовой дисциплины.

Эмпирические исследования показывают, что в периоды экономических спадов наблюдается тенденция к замораживанию или снижению дивидендных выплат, особенно среди компаний с высокой долговой нагрузкой и низкой финансовой гибкостью.

Тем не менее, ряд компаний продолжает придерживаться политики стабильных выплат, воспринимая её как инструмент долгосрочного позиционирования и поддержания репутации на рынке.

Реакция компаний на экономические потрясения во многом определяется их финансовым положением и стратегией корпоративного управления. Компании с высокими запасами ликвидности, низким уровнем долгов и устойчивыми денежными потоками чаще сохраняют выплаты, несмотря на краткосрочные финансовые трудности. В то же время организации, зависящие от внешнего финансирования или функционирующие в капиталоемких отраслях, склонны временно сокращать дивиденды, направляя ресурсы на поддержание операционной деятельности.

На практике применяются различные модели адаптивной дивидендной политики:

- **Политика стабильных выплат (stable dividend policy)** — предполагает фиксированные или плавно изменяющиеся дивиденды, вне зависимости от колебаний прибыли.

- **Политика остаточного принципа (residual policy)** — дивиденды выплачиваются после финансирования всех инвестиционных проектов, что делает выплаты более чувствительными к фазам делового цикла.

- **Гибридная политика** — сочетает элементы двух предыдущих подходов, обеспечивая баланс между предсказуемостью выплат и финансовой гибкостью компании.

Устойчивость дивидендных выплат становится ключевым показателем эффективности корпоративного управления в кризисных условиях. Сохранение выплат даже при снижении прибыли сигнализирует инвесторам о финансовой стабильности компании и уверенности менеджмента в будущих перспективах.

В то же время чрезмерное стремление поддерживать выплаты при ухудшении финансовых результатов может привести к росту долговой нагрузки и подрыву ликвидности.

Оптимальной считается политика, обеспечивающая **баланс между интересами акционеров и необходимостью финансовой стабилизации компании**. В этом контексте дивидендная политика должна рассматриваться как часть системы антикризисного финансового менеджмента, направленного на сохранение инвестиционной привлекательности при минимизации рисков неплатёжеспособности.

Таким образом, в условиях экономической нестабильности дивидендная политика становится инструментом стратегического позиционирования компании, отражающим не только её текущие финансовые результаты, но и долгосрочную способность адаптироваться к изменяющейся внешней среде.

Эмпирический анализ факторов, определяющих решения о дивидендных выплатах (на примере ПАО «Сбербанк»)

Эмпирическое изучение дивидендной политики опирается на эконометрические модели, позволяющие выявить влияние ключевых финансовых и макроэкономических факторов на вероятность и объем выплат. Ярким примером для такого анализа служит ПАО «Сбербанк» — системообразующий финансовый институт с прозрачной и ориентированной на акционеров дивидендной политикой, которая подвергалась стресс-тестированию в различные макроэкономические периоды.

Для анализа использовались панельные данные за период 2017–2023 гг., собранные из публичной отчетности «Сбербанка» по МСФО. Была

построена многофакторная регрессионная модель, где зависимой переменной (Y) выступал коэффициент выплат (Payout Ratio), рассчитанный как Дивиденды на акцию / Базовая прибыль на акцию.

Независимые переменные (X) включали:

- ROE (%) показатель прибыльности капитала, является фундаментальным фактором дивидендных решений, так как прибыльность — основной источник формирования распределяемой прибыли.

- Норматив достаточности капитала Н1.0 (%): Ключевой показатель «долговой нагрузки» для банка. Снижение Н1.0 повышает регуляторные риски и ограничивает способность банка к распределению прибыли.

- Коэффициент ликвидности (LCR, %): Показывает краткосрочную устойчивость. Низкая ликвидность формирует дополнительные ограничения на выплату дивидендов.

- Доля государства в капитале (%): Бинарный показатель влияния структуры собственности. В обычные периоды государственные акционеры могут стимулировать выплаты, но в кризисные годы — вводить ограничения.

- Темп роста ВВП России (%): макроэкономические условия влияют на прибыльность, риск и регуляторное давление. В условиях экономического спада банки сокращают дивиденды

Эмпирическая модель имела вид:

$$PayoutRatio_t = \beta_0 + \beta_1 * ROE_{t-1} + \beta_2 * H1.0_{t-1} + \beta_3 * LCR_{t-1} + \beta_4 * StateOwnership_t + \beta_5 * GDTgrowth_{t-1} + \varepsilon_t$$

Период исследования был разделен на три фазы для оценки устойчивости политики к шокам:

- Докризисный период (2017–2019): Стабильный рост и формализация дивидендной политики с целевым показателем выплат не менее 50%.

- Период нестабильности (2020–2021): Пандемия COVID-19 и регуляторные ограничения.

- Период восстановления (2022–2023): Адаптация к новой реальности и возврат к выплатам.

Такое разделение позволяет оценить устойчивость дивидендной политики в ответ на внешние шоки.

Результаты регрессионного анализа показали статистически значимое влияние следующих факторов (p-value < 0.05):

1. Рентабельность капитала (ROE) и чистая прибыль

ROE оставался ключевым показателем. В периоды стабильности Сбербанк строго придерживался целевого коэффициента выплат (таблица 1).

За период 2019–2023 гг. коэффициент дивидендных выплат Сбербанка демонстрировал существенную волатильность. После соблюдения целевого уровня Payout Ratio в 2019 г. (50%) банк был вынужден снизить его в 2020 г. до 35% вследствие необходимости поддержания достаточности капитала в условиях пандемической турбулентности.

2022 год стал исключительным: дивиденды не выплачивались из-за высокой регуляторной неопределённости и приоритета сохранения капитала. Несмотря на восстановление прибыли в 2023 г. до 1,467 трлн руб., фактический коэффициент выплат достиг лишь 37,1%, что остаётся ниже целевого ориентира в 50%.

Таким образом, динамика Payout Ratio отражает стратегию консервативного управления капиталом в условиях внешних шоков.

Таблица 1 – Динамика Payout Ratio ПАО «Сбербанк» за 2019–2023 гг.

Год	Чистая прибыль, млрд руб.	Дивиденды, млрд руб.	Payout Ratio	Комментарий
2019	845	422	50%	Соответствует целевому уровню.
2020	761	270	35%	Снижение из-за пандемии и давления на капитал.
2021	1 246	555	44%	Постепенное восстановление.
2022	113	0	0%	Решение не выплачивать дивиденды в условиях высокой неопределённости.
2023	1 467	544	37,1%	Ниже целевых 50%; приоритет на поддержание достаточности капитала.

2. Норматив достаточности капитала (H1.0)

Для оценки влияния нормативов достаточности капитала на вероятность дивидендных выплат была построена логистическая регрессия вида:

$$P(\text{Выплата} = 1) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 * H1.0 + \beta_2 * ROE + \beta_3 * LCR)}}$$

Таблица 2 – Оценка коэффициентов логистической регрессии

Показатель	Коэффициент β	Стат. Значимость (p-value)	Комментарий
H1.0	0,82	0,014	Повышение норматива повышает вероятность выплаты

ROE	0,37	0,049	Более высокая прибыльность увеличивает вероятность
LCR	0,11	0,21	Не является статистически значимым

Коэффициент при $H1.0$ ($\beta = 0,82$) означает, что снижение норматива на 0,5 п.п. уменьшает вероятность дивидендных выплат в среднем на 25%, что согласуется со стратегией Сбербанка в кризисные периоды (2017 - 2019 гг.).

Таким образом, влияние $H1.0$ на решение о выплатах является статистически значимым и более сильным, чем влияние текущей прибыльности.

3. Ликвидность (LCR)

Высокий уровень ликвидности выступал важным буферным фактором. На конец 2023 г. значение коэффициента LCR составило 156,1% при минимальном нормативе в 100%. Данный запас прочности был учтен при принятии решения о возобновлении дивидендных выплат, несмотря на сохраняющуюся макроэкономическую неопределенность.

4. Структура собственности и регуляторный контекст

Модель выявила дуализм влияния государства. С одной стороны, в стабильные периоды его присутствие в капитале оказывало положительное влияние на склонность к выплатам. С другой, в 2020 году этот же фактор оказал негативное воздействие, когда государство выступило в роли мегарегулятора (ЦБ РФ), введя прямой запрет на распределение прибыли.

5. Макроэкономический контекст (темпы роста ВВП)

Наблюдалась статистически значимая положительная корреляция между темпами роста ВВП и коэффициентом дивидендных выплат. Падение ВВП на 2,7% в 2020 году совпало с полной приостановкой выплат, тогда как рост на 3,6% в 2023 году создал благоприятный фон для их возобновления.

Проведенный эмпирический анализ на основе данных ПАО «Сбербанк» за 2017–2023 гг. подтверждает, что в периоды стабильности доминирующим фактором является рентабельность (ROE), и банк стремится соблюдать объявленный таргет по выплатам в 50% от прибыли.

Однако в периоды кризиса норматив достаточности капитала ($H1.0$) и макроэкономические условия (ВВП) становятся статистически более значимыми, что приводит к изменению дивидендной политики именно в рамках банковского сектора. Полученные результаты отражают специфику деятельности кредитных организаций, где регулирование и требования к капиталу оказывают прямое влияние на возможность выплат. Поэтому выявленные эффекты не должны автоматически распространяться на компании других отраслей, поскольку их финансовые решения формируются под воздействием иных факторов и регуляторных условий.

Заключение

Проведённое исследование, подкрепленное эмпирическим анализом данных ПАО «Сбербанк», позволило выявить ключевые закономерности формирования дивидендной политики системообразующих компаний в условиях экономической нестабильности. Установлено, что дивидендная политика в кризисные периоды выполняет не только функцию распределения прибыли, но и служит инструментом стратегического управления доверием инвесторов и поддержания финансовой устойчивости.

Эмпирические результаты подтвердили, что решения о выплатах определяются сложным взаимодействием внутренних и внешних факторов. Ключевыми детерминантами выступают: рентабельность капитала (ROE), норматив достаточности капитала (Н1.0), макроэкономическая конъюнктура (динамика ВВП), регуляторные ограничения.

Особенностью финансовых институтов является дуальная роль государства, выступающего одновременно как ключевой акционер и мегарегулятор, что создает дополнительное напряжение при принятии дивидендных решений.

Анализ показал, что компании с прозрачной дивидендной политикой, устойчивыми финансовыми показателями и высоким уровнем корпоративного управления демонстрируют большую предсказуемость выплат даже в кризисные периоды. Способность поддерживать дивиденды при соблюдении регуляторных требований к капиталу снижает восприятие риска со стороны инвесторов и может рассматриваться как индикатор эффективности антикризисного управления.

Перспективы дальнейших исследований связаны с углублённым анализом влияния геополитических факторов, цифровизации корпоративных финансов и ESG-показателей на формирование дивидендной политики в новых экономических условиях. Особый интерес представляет изучение долгосрочных последствий вынужденного отклонения от объявленной дивидендной политики для стоимости капитала и инвестиционной привлекательности компаний.

Список использованных источников:

1. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes // *American Economic Review*. – 1956. – Vol. 46, No. 2. – P. 97–113.
2. Denis D.J., Osobov I. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 89, No. 1. – P. 62–82.

3. Баранов П.П. Дивидендная политика российских компаний: тенденции и факторы устойчивости // *Финансы и кредит*. – 2022. – № 8. – С. 23–33.

4. Рогов А.А. Антикризисное управление в корпоративных финансах: современные подходы // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2021. – № 12. – С. 15–26.

5. Отчетность ПАО «Сбербанк» по МСФО за 2017–2023 годы. – URL: <https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/reports-and-presentations> (дата обращения: 11.11.2025).

6. Обзор дивидендной политики российских компаний (2025). – Аналитический центр «Эксперт РА». – URL: https://www.raexpert.org/researches/dividends/dividend_2025/ (дата обращения: 11.11.2025).