

Взаимодействие между цените на акциите и паричните дивиденди на избрани български компании

Марио Касабов*

Резюме: В настоящата статия са разгледани 23 компании, които са листвани на БФБ-София към 30 юни 2016 г. и са плащали парични дивиденди най-малко през половината време, през което са били публично търгувани дружества на капиталовия пазар. Изследва се дали инвеститорите преценяват стойността на акциите с обявяване на решението за разпределяне на дивиденди. Изведени са основните фактори, които влияят върху решенията на мениджърите за изплащане на парични дивиденди и са причина инвеститорите да преценяват стойността на акциите с излизането на нова информация.

Ключови думи: БФБ-София, акции, дивиденди, дружества, инвеститори.

JEL: G32; G35.

1. Въведение

Безспорно основната цел пред ръководството на едно дружество е максимизиране богатството на акционерите, изразено чрез пазарната стойност на емитираните от нея обикновени акции. Инвестиционните и финансиращите решения, наред с дивидентните решения, са неразделна част от финансовия мениджмънт на всяко

* Марио Касабов е докторант в категра „Финанси“ на УНСС, email: kasabov.m@gmail.com

едно дружество. Инвестиционните решения касаят определянето на вида, структурата и рентабилността на придобиваните активи, намиращи израз в лявата страна на счетоводния баланс на компанията. Решенията по финансирането определят какви източници на капитал да бъдат използвани при финансиране на дадена инвестиция, т.е. те оказват непосредствено влияние върху капиталовата структура и среднопретеглената цена на капитала на дружеството.

Всяка година мениджърите на дружествата, реализиращи положителен финансов резултат, са изправени пред една дилема – каква част от нетната печалба (от минали години и текуща) да бъде изплатена на акционерите под формата на парични и/или непарични дивиденди. Дискусионният характер на разглежданата материя и липсата на категоричен отговор на поставените въпроси прави изключително актуална изследваната проблематика. Неслучайно в своята статия „Дивидентният пъзел“ Fischer Black заявява: „Колкото по-детайлно се вглеждаме в картината на дивидентите, толкова повече тя заприличва на пъзел, чиито части не пасват“ (1976, р. 5).

В България публично търгуваните дружества реализират своята дивидентна политика предимно под формата на редовни парични дивиденди и поради тази причина тя се разглежда в по-тесния смисъл на думата. В настоящата статия под дивидентна по-

литика се има предвид решението на дружеството дали да изплати дивиденди на акционерите си в парична форма или да ги задържи с цел реинвестирането им в бъдеще.

2. Дивидентна политика на акционерните дружества в България

2.1 Има ли място за „дивидентни“ дружества на българския капиталов пазар

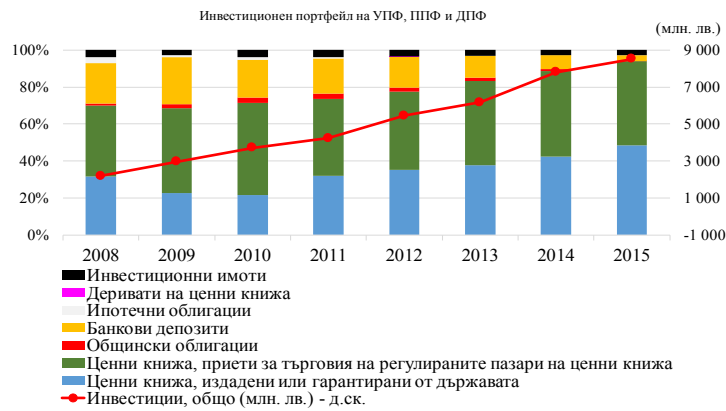
Историческото развитие на българския капиталов пазар дава основание да се счита, че съществува търсене на „дивидентни“ дружества, т.е. компании, които плащат редовни и стабилни по размер парични дивиденди. Основните причини за това са свързани с реформата в сферата на пенсионното осигуряване, регламентирането на договорните фондове и навлизането на чуждестранни инвеститори.

Извършената реформа в пенсионното осигуряване през 2000 г. и промените в Кодекса за социално осигуряване през 2006 г., които увеличиха гаранциите за инвестиции в дялови ценни книжа, станаха причина пенсионните фондове да инвестират значителна част от нетните си активи в акции (виж фигура 1 и 2). Обемът на инвестираните от пенсионно-осигурителните дружества средства в акции нарасна от едва 26 млн. лв. през 2004 г. до 664 млн. лв. през 2007 г. (30% от всички инвестирани средства). Разрастването на глобалната финансова криза и последвалият спад в цените на акциите бяха причина за въздържане на пенсионно-осигурителните дружества от инвестиции в акции и размерът на инвестираните средства в тях се понижи до 367 млн. лв. през 2008 г. Въпреки това, в последните години се наблюдава завръщане на доверието и интереса в този тип инструменти, като инвестираните към 31 декември 2015 г. средства в акции достигнаха 2 726 млн. лв. (32 % от инвестиционния портфейл).

След 2005 г. в България се наблюдаваше бум в създаването на дружества, които управляват договорни фондове. Това отразяваше извършването на законодателни промени в Закона за публично предлагане на ценни книжа, които улесниха организирането на такива фондове и те бързо станаха една от предпочитаните форми от непрофесионалните инвеститори за инвестиране на капиталовия пазар. Активите на колективните инвестиционни схеми (КИС), които са сума от активите на инвестиционните дружества и на договорните фондове, следваха тенденция на нарастване от 95 млн. лв. през 2005 г. до около 865 млн. лв. към края на 2014 г. (виж фигура 3 и 4). Понеже значителна част от инвеститорите в КИС, в частност в договорните фондове, са физически лица, това дава основание да се счита, че управляващите дружества на колективни инвестиционни схеми ще се стремят да инвестират в ликвидни и стабилни акции на дружества с добро корпоративно управление и благоприятно отношение към миноритарните акционери.

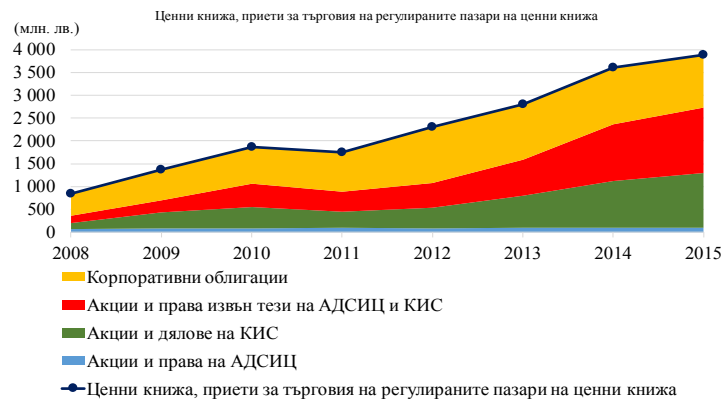
Значителният приток на преки чуждестранни инвестиции преди глобалната финансова криза беше предпоставка на българския капиталов пазар да се листват дружества, които следват предсказуема и последователна дивидентна политика. За това допринасяше благоприятният данъчен режим в страната, който освобождава от облагане на капиталовите печалби, реализирани от сделки с търгуеми на регулиран пазар ценни книжа (Промени в данъчното законодателство през 2008 г. допълнително засилиха стимулите за чуждестранните собственици на тези дружества да запазят инвестициите си в България – въвеждане на сравнително ниска данъчна ставка върху доходите от дивиденди в размер на 5% от 2008 г.) В началото на 2007 г. около 41.67% от пазарната капитализация на БФБ-София беше собственост на чуждестранни инвеститори.

Управление на ресурси и разходи



Фигура 1. Инвестиционен портфейл на УПФ, ППФ и ДПФ

Източник: КФН, собствени изчисления



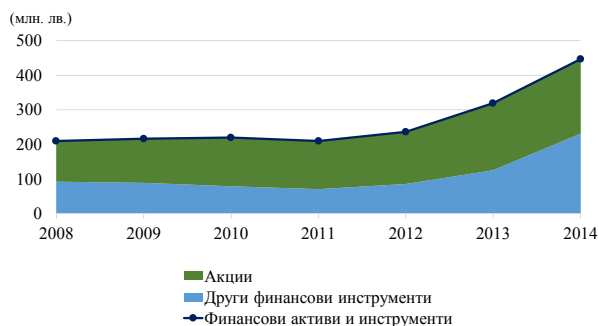
Фигура 2. Структура на инвестициите в търгуеми ценни книжа на УПФ, ППФ и ДПФ

Източник: КФН, собствени изчисления



Фигура 3. Инвестиционен портфейл на колективните инвестиционни схеми (КИС)

Източник: КФН, собствени изчисления



Фигура 4. Структура на инвестициите във финансови активи на КИС

Източник: КФН, собствени изчисления

Фазата на икономическия цикъл е друг важен фактор, определящ търсенето на „дивидентни“ дружества на българския капиталов пазар. В условията на спад, инвеститорите се насочват към акции, плащащи редовно дивиденсти, защото регулярните парични потоци им дават възможност да намалят риска от инвестицията и да възвърнат част от вложените средства. В допълнение към това, част от дружествата, които могат да си позволят редовно да плащат дивиденсти, работят в слабо циклични сектори като здравеопазване, телекомуникации, комунални услуги, които по правило са добре позиционирани на пазара в който работят, имат стабилни финансови резултати и цените на акциите им са по-слабо волатилни в различните фази на икономическия цикъл. От друга страна, в условията

на икономически подем цените на акциите на дружества в сектори с по-силно изразена цикличност (строителство, търговия с промишлени стоки) имат най-голям потенциал за растеж и макар тези дружества да плащат рядко дивиденсти, по-високата очаквана възвръщаемост от техните акции измества инвеститорския интерес към тях.

Низходящата динамика на лихвените проценти по банковите продукти (най-вече депозити) в периода след 2009 г. беше допълнителен фактор в следкризисния период част от инвеститорите да насочат своето внимание към дружества, плащащи парични дивиденсти (виж фигура 5). Инвестирането в акции на дружества, които плащат стабилни по размер дивиденсти, представлява алтернатива на инвестирането в ДЦК, корпоративни облигации или банкови депозити.



Фигура 5. Дивидентна доходност и лихвени проценти по нови депозити

Източник: БФБ, БНБ, собствени изчисления

Управление на ресурси и разходи

Направеният по-горе анализ е основание да се счита, че на българския капиталов пазар има предпоставки да се наблюдава ефект на клиентелата. Това означава, че има инвеститори, които търсят да инвестират в дружества, разпределящи редовно парични дивиденди.

2.2 Основни тенденции и характеристика на дивидентната политика на българските акционерни дружества

При разпределение на печалбата от текущи и предходни години, публичните дружества у нас използват двата основни подхода за това – изплащане на парични дивиденди и обратно изкупуване на акции. Изплащането на парични дивиденди е най-често използваният подход, като в периода 2003-2010 г. плавно нарастваше броят на дружествата, които разпределят такива дивиденди, при запазване на сравнително постоянен брой листвани дружества на БФБ–София. След началото на глобалната финансова криза през 2008 г. и в условията на икономическа несигурност у нас и на международните капиталови пазари, дружествата останаха предпазливи по отношение на изплащаните парични дивиденди. В резултат на това броят на дружествата, които изплащаха парични дивиденди, се понижи от 50 (17.2% от всички дружества) през 2010 г. до 37 (12.7% от всички дружества) през 2013 г. (виж таблица 1). През 2014-2015 г. отново започна да се формира тенденция за нарастване на дружествата, които вземат решение за разпределение на печалбата между акционерите. Това беше в съответствие с общата тенденция за подобряване на финансовите резултати на дружествата през този период.

При анализа на дивидентната политика на българските дружества могат да се открият следните наблюдения. Дружествата, които са изплащали дивиденди през дадена година обикновено са правили това и през предходни периоди. Това отразява факта, че някои от дружествата на БФБ са задължени по закон да разпределят ежегодно част от печалбата си. В тази група влизат акционерните дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), които според ЗДСИЦ трябва да разпределят като дивидент не по-малко от 90 на сто от печалбата за съответната финансова година. В периода до 2011 г. се наблюдаваше нарастване на броя на дружествата, които плащат по-високи дивиденди през текущата в сравнение с предходната година. Бавното възстановяване на икономическата активност у нас след рецесията от 2009 г., високата степен на икономическа несигурност и ниската ликвидност на фондовия пазар, което възпрепятства привличането на нови инвеститори, допринесе за намаляването на дела на дружествата с нарастващи дивиденди след 2011 г. Част от тези дружества продължиха да плащат парични дивиденди, но в по-малък размер.

Друга особеност на публичните дружества в страната е, че значителна част от дружествата, които не са плащали дивиденди през текущата година, не са изплащали такива и в предходните периоди (над 60% от разглежданите дружества). На макро ниво това поведение съответстваше на високите темпове на растеж на инвестициите в предкризисните години, което предполага реинвестиране на печалбата и неплащане на дивиденди. Икономическата

Таблица 1. Брой компании на БФБ, плащащи парични дивиденди в периода 2003-2015 г.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Брой публични дружества	274	279	287	290	291	291	291	291	291	291	291	291	291
в т.ч. изплатили парични дивиденди	17	18	26	39	43	35	48	50	44	41	37	44	44
в т.ч. обратно изкупуване на акции							1	3	3	7	8	4	6
Дял (в %) от всички дружества													
в т.ч. изплатили парични дивиденди	6.2%	6.5%	9.1%	13.4%	14.8%	12.0%	16.5%	17.2%	15.1%	14.1%	12.7%	15.1%	15.1%
в т.ч. обратно изкупуване на акции							0.3%	1.0%	1.0%	2.4%	2.7%	1.4%	2.1%

Източник: БФБ, КФН, собствени изчисления

несигурност и влошаването на финансовите резултати на дружествата в периода след 2009 г. под влияние на глобалната финансова криза определяха неплащането на дивиденсти в следкризисния период. Липсата на активна дивидентна политика при повечето дружества е възможно да отразява също сравнително високата степен на концентрация на собственост в малък брой акционери, които не желаят или нямат нужда от разпределение на натрупаната печалба. Друга потенциална причина дружествата в България да не се стремят да следват стабилна дивидентна политика е, че данъчното законодателство в страната не стимулира достатъчно инвеститорите да търсят и инвестират в дружества, които изплащат парични дивиденсти. Макар данъчната ставка върху дивидентите да е сравнително малка (5%), тя прави по-неблагоприятно за инвеститорите получаването на дивидентен доход в сравнение с реализирането на капиталови печалби, които не се облагат по закон.

Само четири от разглежданите дружества в България са плащали дивиденсти през всяка една година в периода 2003-2015 г. Въпреки това, положителна тенденция на капиталовия пазар у нас в периода 2012-2015 г. е плавното нарастване на броя и дела на дружествата, които възобновяват плащането на дивиденсти, след като са го били прекратили в миналото. Това дава сигнали, че има група дружества, които се стремят да плащат редовно дивиденсти, ако финансовите резултати и инвестиционната им политика позволяват това да бъде направено.

Изследваните дружества на БФБ-София могат условно да се разделят на „дивидентни“ дружества, т.е. плащащи редовно дивиденсти, и такива, които никога не са плащали дивиденсти или правят това сравнително рядко. В текущия анализ за „дивидентни“ се считат дружествата, които са плащали дивиденсти през повече от половината време, през което са били публични дружества (листвани на регулирания капиталов пазар). Тези дружества са представени в таблица 2.

Таблица 2. Дружества, плащащи редовно дивиденсти

Име на компанията	Борсов код	Отрасъл	Подотрасъл
ИНДУСТРИАЛЕН СЕКТОР			
Алкомет АД-Шумен	6AM	Преработваща промишленост	Производство на основни метали
Булгартабак-холдинг АД-София	57B	Преработваща промишленост	Производство на тютювени изделия
Дружба стъкларски заводи АД-София	4DR	Преработваща промишленост	Производство на продукти от други неметални минерални суровини
Елхим Искра АД-Пазарджик	52E	Преработваща промишленост	Производство на електрически съоръжения
Кораборемонтен завод Одесос АД-Варна	SODE	Преработваща промишленост	Производство на превозни средства
М+С хидравлик АД-Казанлък	5MH	Преработваща промишленост	Производство на машини и оборудване, с общо и специално предназначение
Медика АД-София	5MA	Преработваща промишленост	Производство на химични вещества, продукти и влакна
Монбат АД-София	5MB	Преработваща промишленост	Производство на електрически съоръжения
Неохим АД-Димитровград	3NB	Преработваща промишленост	Производство на химични продукти
Софарма АД-София	3JR	Преработваща промишленост	Производство на химични вещества, продукти и влакна
Унифарма АД-София	59X	Преработваща промишленост	Производство на химични вещества, продукти и влакна
Фазерлес АД-Силистра	4F6	Преработваща промишленост	Производство на дървен материал и изделия от дървен материал и корк, без мебели
Хидравлични елементи и системи АД-Ямбол	4HE	Преработваща промишленост	Производство на машини и оборудване, с общо и специално предназначение
Трейс груп холд АД-София	T57	Строителство	Строителство на съоръжения
УСЛУГИ			
Албена АД-к.к. Албена	6AB	Хотелиерство и ресторантьорство	Ресторантьорство
Софарма трейдинг АД-София	SO5	Търговия; ремонт на автомобили и мотоциклети	Търговия на едро, без търговията с автомобили и мотоциклети
Албена Инвест Холдинг АД-к.к. Албена	5ALB	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване
Алванс Терафонд АД-СИЦ-София	6A6	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване
Булленд инвестмънтс АД-СИЦ-София	5BD	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване
Софарма имоти АД-СИЦ-София	6S6	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване
Стара планина Холд АД-София	SSR	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване
Фонд за енергетика и енергийни икономии - ФЕНИ АД-СИЦ-София	6EE	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване
Фонд за недвижими имоти България АД-СИЦ-София	5BU	Финансови и застрахователни дейности	Предоставяне на финансови услуги, без застраховане и допълнително пенсионно осигуряване

3. Методология на изследването

В основата на коректното емпирично изследване е правилното дефиниране на събитието и изследване на влиянието му върху пазарната цена на акциите. В текущия анализ събитието е „публикуването от компаниите на информация за разпределяне на финансовия резултат“, а времевият прозорец обхваща период от 1 работен ден от разпространяването на информация.

След дефиниране на събитието е необходимо да се определи критерий за това кои фирми ще бъдат включени в проучването. В настоящата статия критерият селектира всички дружества, които са листвани на БФБ-София към 30 юни 2016 г. и са плащали парични дивиденди най-малко през половината време, през което са били публично търгувани дружества на капиталовия пазар. Това са общо 23 компании.

За да се оцени въздействието на събитието върху стойността на компаниите е необходимо да се определи мярка за свръхвъзвръщаемост. Това е действително реализираната възвръщаемост от гържането на дадена акция през времеви прозорец минус нормалната (обичайната) възвръщаемост. От иконометрична гледна точка съществуват два основни подхода за моделиране на нормалната възвръщаемост – модел с постоянна средна възвръщаемост, при който X_t е константа, и модел с пазарна възвръщаемост, при който X_t измерва възвръщаемостта на пазара. При първия модел се счита, че средната (обичайната) възвръщаемост от дадена акция е постоянна във времето, докато вторият модел предполага съществуването на линейна зависимост между възвръщаемостта на гържаната акция и пазарната възвръщаемост. В текущия анализ пазарната възвръщаемост е измерена чрез растежа на борсовия индекс SOFIX, който отразява динамиката на пазарната капитализация на най-ликвидните дружества на БФБ-София и има най-голям дина-

мичен ред от всички публикувани индекси за представянето на българския капиталов пазар.

Следващата стъпка е иконометрично оценяване на параметрите на разработения модел. За целта се използва подмножество от наличните исторически данни, известно като период на оценяване. В емпиричната литература е възприето този период да предхожда времето на събитието.

След оценяване на параметрите на модела за всяка от разглежданите компании, може да се изчисли реализираната свръхвъзвръщаемост от техните акции. На следващо място, необходимо е да се изработи рамка за тестване на статистическата значимост на изчислените свръхвъзвръщаемости. Важни съображения по време на този етап са дефиниране на нулевата хипотеза и определяне на техники за агрегиране на отделните свръхвъзвръщаемости, реализирани от всяка една от селектираните фирми.

Последният етап включва представяне на получените емпирични резултати. Той представлява анализ на получените резултати, което в идеалния случай трябва да разкрие механизмите, чрез които изследваното събитие влияе на стойността на компаниите.

3.1 Измерване и анализ на свръхвъзвръщаемостта

Изследването за България обхваща динамиката на цените на акциите и дивидентната политика на 23 дружества. Периодът, за който са използвани данни, обхваща времето от 2004 г. до средата на 2016 г. Практиката по отношение на корпоративната дивидентна политика в страната е плащането на дивиденди обикновено да се случва веднъж в годината, което отразява правната регламентация на дивидентните плащания. Дивидентите се разпределят годишно, след приемане на финансовия отчет

за изминалата календарна и финансова година и се плащат от печалбата. Съществуват две основни ограничения за размера на плащаните дивиденди. Първото ограничение е свързано с условието компанията да е реализирала положителен финансов резултат за годината на плащане на дивиденди или през преходни години. Второто ограничение отразява изискването на чл. 246 от Търговския закон дружествата да заделят най-малко 1/10 от печалбата, докато средствата във фонд „Резервен“ стигнат 1/10 или по-голяма част от капитала, определен от устава.

В текущия анализ използваната информация за това дали една компания ще плати дивиденди и в какъв размер се отнася не до момента на публикуване на решението, гласувано на общото събрание на акционерите (ОСА), а до по-ранния момент, свързан с обявяването на поканата за свикване на ОСА. Този подход отразява разбирането, че публикуването на поканата за ОСА е първият път, когато публично се представя нова информация за финансовите резултати на компанията за цялата изминала година и за предложението на мениджърите за разпределяне на финансовия резултат.

Стандартното отклонение на номиналните дневни възвръщаемости на акциите на 23-те дружества в първия ден след обявяването на поканата за ОСА е 5.6 процентни пункта. Това означава, че за изследвания исторически период (четвъртото тримесечие на 2004 г. – средата на 2016 г. и общо 273 случая на обявяване на дивидентни плащания) в деня след публикуване на съобщенията за дивидентните плащания се наблюдава средно отклонение на дневната възвръщаемост от нейното средно равнище в размер на 5.6 процентни пункта. Затова, ако повишението на възвръщаемостта на акциите е било 5.6 процентни пункта или по-високо, новините се класифицират като добри; при промяна на възвръщаемостта в диапазона от -5.6 до +5.6 процентни пункта новините

се считат за недостатъчно нови и се класифицират като никакви; при спад на възвръщаемостта на акциите с повече от -5.6 процентни пункта новините се считат за лоши.

Таблица 3 представя изчислените осреднени свръх-възвръщаемости за наблюдаваните 23 дружества, а също и кумулативната свръх-възвръщаемост за всяка от трите категории новини. Използвани са двата най-често прилагани модела в икономическата литература – модел с пазарна възвръщаемост и модел с постоянна средна възвръщаемост. Резултатите и от двата модела показват недвусмислено, че обявяването на дивидентите (наред с друга информация като годишния финансов отчет за преходната година) наистина съдържа полезна информация за оценяване стойността на акциите.

Графиките с кумулативната средна свръхвъзвръщаемост (фигура 6) показват, че инвеститорите не успяват да научат за размера на плащаните дивиденди. Нещо повече, в случая на добри новини кумулативната средна свръхвъзвръщаемост е отрицателна непосредствено преди деня на обявяване на дивидентите. В деня след събитието тя бързо се повишава до около 5 пр.п. и остава на близки до това нива през следващите 10 дни, в които е регистрирана търговия с акциите на дружествата. В случая на лоши новини кумулативната средна свръхвъзвръщаемост е около 0 пр.п. преди събитието, след което преминава на отрицателна територия (загуба) до пог -10 пр.п. В дните след събитието размерът на загубата започва бавно да се свива, но не напълно. Представените данни показват, че капиталовият пазар у нас реагира относително по-силно на негативни новини в сравнение с положителни такива. Това наблюдение е в съответствие с емпиричните данни за други страни. То отразява присъщата на повечето инвеститори склонност за избягване на риска, което в случай на негативни новини е причина те да преоценят сравнително по-силно цените на акциите в посока надолу.

Управление на ресурси и разходи

Таблица 3. Свръх-възвръщаемост на акциите в периода около обявяване на съобщението за предложени разходи на дивидентите (в процентни пунктове)

Събитие	Модел с пазарна възвръщаемост						Модел с постоянна възвръщаемост					
	"Добри" новини		"Нискакви" новини		"Лоши" новини		"Добри" новини		"Нискакви" новини		"Лоши" новини	
	$\hat{\epsilon}^*$	CAR	$\hat{\epsilon}^*$	CAR	$\hat{\epsilon}^*$	CAR	$\hat{\epsilon}^*$	CAR	$\hat{\epsilon}^*$	CAR	$\hat{\epsilon}^*$	CAR
-10	-2.4	-2.4	3.2	3.2	-1.3	-1.3	-2.7	-2.7	3.3	3.3	-0.9	-0.9
-9	-0.7	-3.1	5.0	8.2	-4.7	-6.0	-1.2	-3.9	4.8	8.1	-4.1	-5.0
-8	2.8	-0.3	-7.9	0.3	5.7	-0.4	2.8	-1.0	-8.4	-0.3	6.0	1.0
-7	-0.8	-1.1	4.2	4.4	-3.3	-3.6	-0.3	-1.4	3.2	2.9	-2.9	-1.8
-6	0.0	-1.1	0.5	4.9	-0.7	-4.3	-0.1	-1.4	0.5	3.5	-0.5	-2.3
-5	-0.6	-1.7	1.8	6.7	-1.4	-5.7	-0.5	-1.9	1.6	5.0	-1.2	-3.5
-4	0.6	-1.1	-1.7	5.0	1.3	-4.4	0.7	-1.2	-1.7	3.3	1.3	-2.2
-3	0.2	-0.8	-0.1	4.8	-0.2	-4.6	0.0	-1.2	-0.2	3.1	0.1	-2.1
-2	-1.9	-2.7	1.2	6.0	0.6	-4.0	-1.5	-2.7	1.2	4.3	0.2	-1.9
-1	-2.9	-5.7	-0.3	5.7	3.4	-0.6	-3.0	-5.8	-0.5	3.8	3.8	1.9
0	10.5	4.9	1.3	7.0	-11.5	-12.1	10.9	5.1	1.8	5.6	-12.4	-10.5
1	-2.3	2.6	-0.5	6.5	2.7	-9.4	-2.1	3.0	-0.7	4.9	2.7	-7.8
2	0.3	2.8	0.7	7.1	-0.8	-10.2	0.6	3.6	0.3	5.1	-0.7	-8.5
3	-0.5	2.4	-4.2	2.9	4.8	-5.4	-0.5	3.1	-4.5	0.7	5.1	-3.4
4	-0.1	2.3	3.7	6.6	-3.8	-9.2	0.2	3.4	3.6	4.3	-3.9	-7.3
5	-0.3	1.9	0.5	7.1	0.0	-9.2	-0.3	3.1	0.4	4.6	0.1	-7.2
6	1.9	3.8	0.5	7.6	-2.5	-11.7	1.9	5.0	0.2	4.8	-2.3	-9.5
7	-0.8	3.0	-3.2	4.4	4.2	-7.5	-1.1	3.9	-3.0	1.9	4.1	-5.5
8	2.0	5.0	-1.1	3.3	-0.6	-8.1	2.1	6.0	-1.5	0.3	-0.4	-5.9
9	-0.4	4.6	-3.5	-0.3	3.9	-4.2	-0.3	5.7	-3.7	-3.4	3.9	-1.9
10	1.6	6.1	-2.2	-2.5	0.6	-3.6	1.9	7.6	-2.3	-5.6	0.4	-1.5

Забележка:

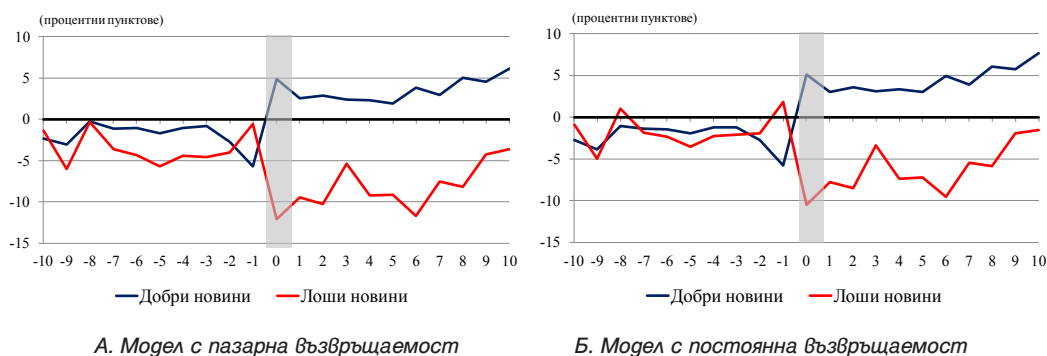
1) Извадката от събития се състои от общо 273 случая на обявяване на предложенията на мениджърите за разпределяне на финансовия резултат. Данните обхващат 23 дружества (т.нар. дивидентни дружества) за периода 2004 – средата на 2016 г.

Акциите на част от дружествата са регистрирани за търговия на БФБ-София след 2004 г., което означава, че за тях има налични данни за някои години от посочения период.

2) показва оценената средна дневна свръхвъзвръщаемост от акциите на наблюдаваните дружества за период 21 дни (10 дни преди събитието и 10 дни след събитието);

показва средната свръхвъзвръщаемост с натрупване за времето от 10 дни преди събитието до съответния период.

Източник: Собствени изчисления



Фигура 6. Кумулативна свръхвъзвръщаемост на акциите на дивидентните дружества за периода от 10 дни преди и след обявяване на съобщението за предложени разходи на дивидентите (в процентни пунктове)

Източник: Собствени изчисления

4. Фактори за плащането на парични дивиденсти

Целта на анализа е да се определи дали динамиката на цените на акциите в периода от 2004 г. до първото полугодие на 2016 г. отразява единствено информацията, свързана с обявяването на размера на плащаните дивиденсти, или отразява също действието на фундаментални фактори, които определят потенциала на компанията да плаща дивиденсти в бъдеще.

Върху решението на мениджърите за изплащане на парични дивиденсти влияние оказват различни групи фактори, които условно могат да бъдат разделени на външни и вътрешни фактори. Критерий за такова разграничение е доколко тези фактори са под контрола на мениджърите на дружествата. Към групата на външните фактори могат да бъдат отнесени: състоянието на икономиката, развитието на капиталовия пазар и нормативната уредба, данъчната политика на правителството и размерът на емисионните разходи. Вътрешните фактори включват: степен на концентрация на собствеността и произход на акционерния капитал, инвестиционни възможности пред изследваното дружество, достъпа до алтернативни източници на финансиране, динамиката на нетната печалба (и свободния паричен поток). Изброените фактори обвързват решението за разпределяне на дивиденсти с инвестиционните решения на компанията и с решенията за източниците на финансиране (капиталовата структура).

4.1 Възможности за инвестиране в проекти с положителна NPV

При равни групи условия, дружества, които имат пред себе си възможност да инвестират в проекти с положителна нетна настояща стойност, ще бъдат склонни да плащат по-малко дивиденсти спрямо дружества с ограничени инвестиционни въз-

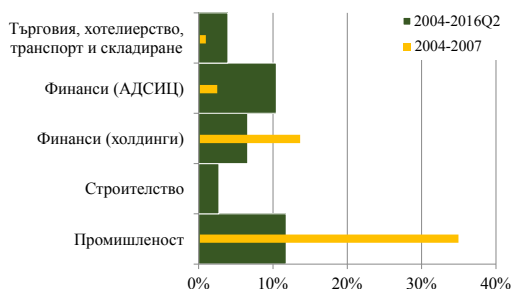
можности, тъй като първите ще имат по-голяма свобода на използване на вътрешно генерираните парични потоци. Задръжането на печалбата е по-евтин вътрешен източник на финансиране в сравнение с емисията на нови акции, което отразява спестяването на емисионни разходи.

Освен от сектора, в който се развива едно дружество, и фазата на икономическия цикъл, величината на изплащаните дивиденсти е пряко свързана и с етапа на неговото развитие. Съгласно теорията за жизнения цикъл новосъздадените и бързо-развиващи се дружества предпочитат да изплащат малки по размер дивиденсти и да реинвестират по-голямата част от нетната печалба. От друга страна, за зрелите дружества, характеризирани със стабилни приходи и установени на пазара продукти (услуги), се счита, че следват ясно установена дивидентна политика.

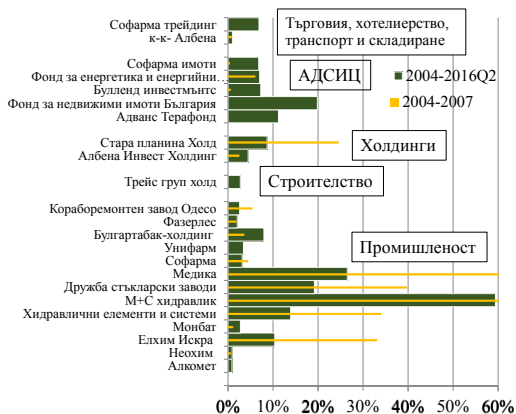
На фигура 7 се вижда, че за България най-големи по размер дивиденсти през 2004-2016Q2 г. са били платени от „дивидентните“ дружества в *промишлеността и финансите*, докато значително по-малки дивиденсти са получили акционерите на дружества в *строителството* и в сектора *търговия, хотелиерство, транспорт и складиране*. Тези резултати обаче са силно повлияни от фазата на икономическия цикъл и от момента на листване на съответните дружества на БФБ-София. Високата дивидентна доходност на дружествата в промишлеността се дължи основно на периода преди глобалната финансова криза (2004-2008 г.) и отразява дивидентната политика на дружества като Мегика АД-София и М+С Хидравлик АД-Казанлък, които през този период проявяват постоянство в абсолютната сума на дивидентите независимо от размера на реализираната печалба и цената на техните акции. Дружествата със специална инвестиционна цел (АДСИЦ) също отчитат сравнително висока дивидентна доходност за изследвания период

Управление на ресурси и разходи

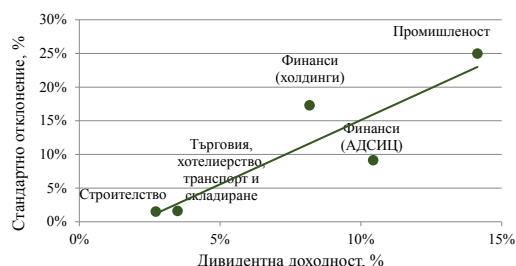
(2004-2015 г.), което обаче отразява основно по-високи дивиденди в периода след 2008 г. Средната дивидентна доходност на АДСИЦ за 2004-2007 г. е едва 2%, тъй като повечето от тези дружества се създават в края на периода, а възходящата динамика на цените на недвижимите имоти (земеделска земя, жилищни и бизнес сгради) е предпоставка те да инвестират свободните парични средства и да се въздържат от плащане на дивиденди. В следкризисния период, който се характеризираше със спад на цените на недвижимите имоти и ограничени инвестиционни възможности поради свиване на строителната активност в страната, АДСИЦ следваха политика на разпределяне на финансовия резултат, което допринесе за формиране на дивидентна доходност от около 11%.



А. средна дивидентна доходност по сектори



Б. средна дивидентна доходност по дружества



В. средна дивидентна доходност и стандартно отклонение за 2004-2016Q2

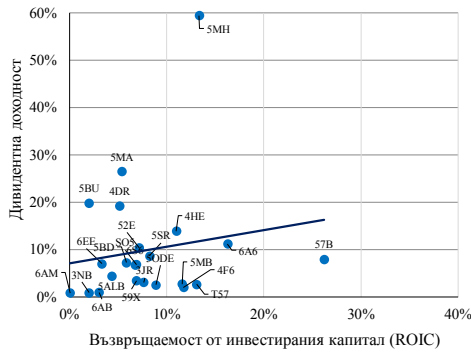
Забележка: Дивидентната доходност на Медика и М+С Хидравлик средно за периода 2004-2007 г. е съответно 83% и 177%.

Фигура 7. Дивидентна доходност по икономически сектори за периода 2004-2016Q2

Източник: БФБ (ХЗAnalysis), собствени изчисления

Данните за българския капиталов пазар показват, че дружествата са променяли размера на плащаните дивиденди в зависимост от възможностите им да генерират доходи от дейността си (виж фигура 8). По правило акциите на дружествата, които са отчели средно за периода 2004-2016Q2 по-висока възвръщаемост от активите, са носили и по-висока дивидентна доходност на своите акционери. Съществуват обаче и някои изключения. Преди глобалната финансова криза някои от дружествата с много висока възвръщаемост от активите са се въздържали от плащането на високи дивиденди, което е причина за формирането на обратна връзка между дивидентна доходност и възвръщаемостта от активите в предкризисния период (виж десния панел на фигура 8). Това поведение е в съответствие и с теорията за жизнения цикъл. Според нея младите дружества, които имат възможности за растеж пред себе си, предпочитат да реинвестират нетната си печалба в оперативната дейност в сравнение със зрелите и утвърдени на пазара дружества, чиято дейност има по-малък потенциал за разрастване (виж фигура 9).

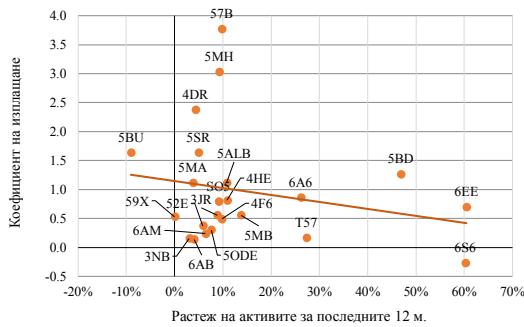
Управление на ресурси и разходи



Фигура 8. Дивидентна доходност и възвръщаемост от инвестиция капитал (ROIC) през периода 2004-2016Q2 г. за дивидентните дружества

Източник: БФБ (Х3Analysis), собствени изчисления

Акции и дивиденсти



Фигура 9 Коефициент на изплащане на дивиденсти и растеж на активите за последните 12 месеца през периода 2004-2016Q2 г. за дивидентните дружества

Източник: БФБ (Х3Analysis), собствени изчисления

От направените по-горе наблюдения може да се направи извод, че публикуването на новини за финансовите отчети на дружествата влияе върху стойността на акциите, защото съдържащата се в тях информация помага на инвеститорите да определят бъдещата динамика на дивидентните плащания. Всичко това е в съответствие с установените в точка 3.1 изводи за статистически значимо влияние на финансовите новини върху стойността на акциите.

4.2 Очаквани колебания в бъдещата нетна печалба

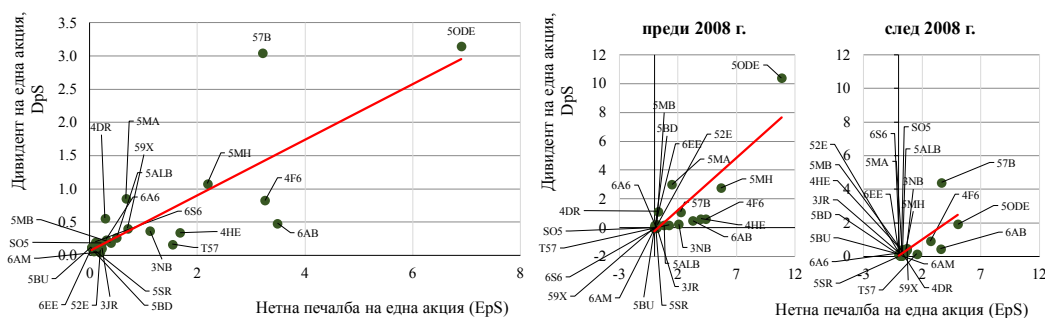
При равни други условия, при значителна волатилност на нетната печалба съществува по-голям риск една неразумна политика на увеличаване на дивидентите да не може да бъде осъществена и поддържана от реализираните нетни печалби в бъдеще. Следователно, когато се наблюдават големи колебания в нетната печалба на дружествата, може да се очаква мениджърите да бъдат по-предпазливи в размера и честота на индексирани на дивидентите.

От представената фигура 8 може да се направи извод, че в дългосрочен период по-рентабилните дружества осигуряват на своите акционери по-висока доходност. Това е в пълно съответствие с разбиранията, че печалбата, която е функция от възвръщаемостта на инвестиция капитал, е основен определящ фактор за размера на изплащаните дивиденсти. В допълнение към това, от фигура 10 е видно, че дружествата, които генерират по-висока печалба на една акция (EPS), изплащат по-високи дивиденсти. Също така, за дивидентните дружества у нас може да бъде установена висока степен на корелация между размера на плащания дивидент на една акция и генерираните от

Управление на ресурси и разходи

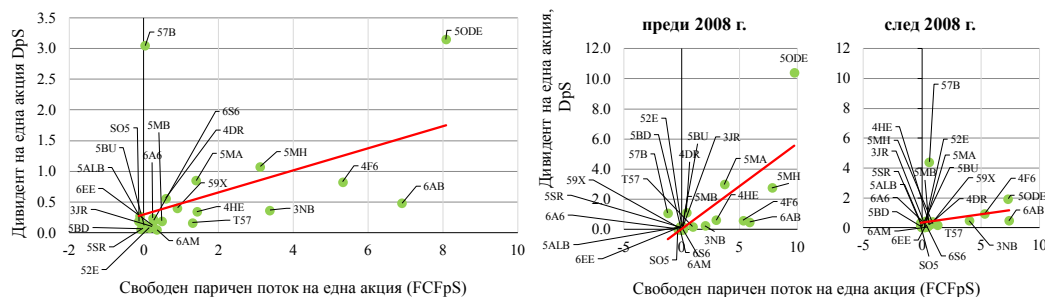
дружествата свободни парични потоци на една акция (виж фигура 11). В определени ситуации е възможно да има несъответствие между счетоводната печалба и динамиката на свободните парични потоци за акционерите. При предприемане на мащабни инвестиционни проекти може да се окаже, че компанията има положителен финансов резултат, но величината на паричните потоци е отрицателна, което ще ограничи възможности на дружеството да плаща дивиденди.

Ването на поканата за свикване на общо събрание на акционерите дружествата публикуват данни за финансовите си резултати. Това представлява важна нова информация за инвеститорите, тъй като реализираната от дружествата печалба за последната финансова година е важен определящ фактор за размера на дивидентите, които трябва да бъде окончателно гласуван на предстоящото общо събрание на акционерите.



Фигура 10. Дивидент на една акция (*DpS* в лева) и нетна печалба на една акция (*ErP* в лева) през периода 2004-2016Q2 г. за дивидентните дружества

Източник: БФБ (ХЗAnalysis), собствени изчисления



Фигура 11. Дивидент на една акция (*DpS* в лева) и свободен паричен поток на една акция (*FCFpS* в лева) през периода 2004-2016Q2 г. за дивидентните дружества

Източник: БФБ (ХЗAnalysis), собствени изчисления

Исторически наблюдаваната положителна връзка между динамиката на нетната печалба (и свободните парични потоци) и размера на плащаните дивиденди е една от възможните причини за оцененото в т. 3.1 силно влияние на финансовите новини върху стойността на акциите. С обявя-

4.3 Финансова гъвкавост

Нуждата от ликвидност е един от множеството фактори, които се вземат предвид при решението на едно дружество дали да изплати или задържи част от нетната печалба. Когато едно дружество разполага

със значителни парични средства, то е в състояние да посрещне непредвидена потребност от капитал, както и да реализира инвестиционни проекти с положителна нетна настояща стойност. Управлението на ликвидността е особено важно в условията на икономически кризи и потисната (слаба) икономическа активност, когато достъпът до кредитиране е силно ограничен. В такива ситуации е възможно инвеститорите да преоценят стойността на дружеството във възходяща посока, независимо, че в средносрочен период то ще следва политика на по-нисък коефициент на изплащане на дивиденди (виж фигура 9).

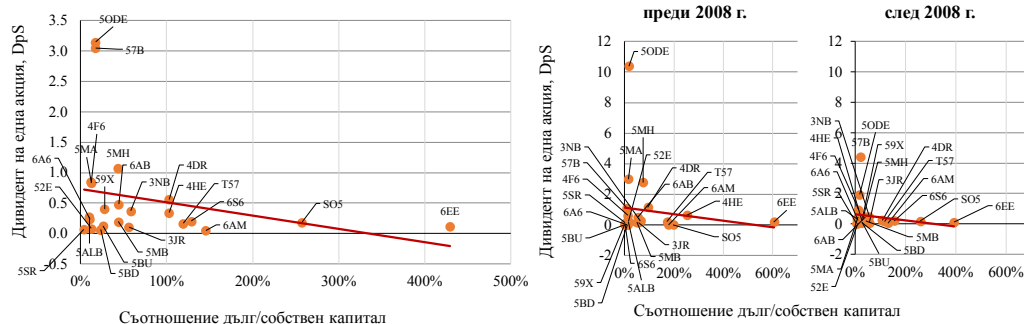
Капиталовата структура на компанията е друг фактор, който потенциално оказва влияние върху финансовата гъвкавост и размера на дивидентите. Значителна част от дългосрочния дълг на българските дружества е лихвоносен, което означава, че с увеличаване на неговия размер или при затягане на условията по финансиране на дружеството ще останат по-малко свободни парични потоци за акционерите. Теорията за посредническите отношения предполага формиране на отрицателна зависимост между задлъжнялостта и изплатените дивиденди, защото по-високото ниво на дълг увеличава натиска на кредиторите към собствениците на капитала за ограничаване на дивидентните плащания.

Данните за дивидентните дружества у нас дават индикации за съществуване на отрицателна връзка между нивото на задлъжнялост и дивидентните плащания. При по-голямата част от изследваните дружества дългът не възлиза на повече от 100% от собствения капитал средно за периода 2004-2016Q1. Същевременно, съществуват дружества с много по-високо равнище на задлъжнялост, като с увеличаване на съотношението дълг/собствен капитал се наблюдава свиване на величината на плащаните дивиденди на една акция.

Равнището на задлъжнялост и източниците за финансиране на дейността са друг потенциален фактор за наблюдаваната в точка 3.1 реакция на цените на акциите, тъй като финансовите потребности на дружествата и видът на привлечените средства (от банкови или небанкови източници) оказват влияние върху възможностите на компанията да плащат дивиденди.

4.4 Данъчни съображения

Данъчното облагане е друг фактор, който оказва влияние върху решенията на икономическите агенти за инвестиране в публично търгуваните дружества на БФБ-София. Данъчната система благоприятства получаването на капиталови печалби,



Фигура 12. Дивидент на една акция (DpS в лева) и съотношение дълг/собствен капитал през периода 2004-2016Q2 г. за дивидентните дружества.

Източник: БФБ (Х3Analysis), собствени изчисления

Управление на ресурси и разходи

защото доходите от сделки с акции, търгувани на БФБ-София, не се облагат с данък и това се отнася както до физическите лица, така и за юридическите лица. Въпреки това, може да се твърди, че в периода след 2004 г. предимството от данъчното третиране при получаване на капиталови печалби в сравнение с дивиденти започна да намалява. С цел стимулиране на развитието на капиталовия пазар у нас и повишаване на интереса на местните и чуждестранните инвеститори през 2005 г. данъчната ставка върху дивидентите беше понижена на 7% (при 15% през 2004 г.). През 2008 г. тя беше допълнително понижена до сегашното ниво от 5%, което е предпоставка за повишаване на интереса към дивидентните дружества.

4.5 Емисионни разходи

Друг фактор, който оказва влияние върху дивидентната политика на акционерните дружества, са емисионните разходи. При равни други условия, разходите при публична емисия на ценни книжа са по-високи за по-малките дружества (които издават по-малко акции), отколкото за по-големите такива. Поради наличието на емисионни разходи, цената на финансиране с нова емисия акции е по-висока отколкото цената на финансиране с неразпределена печалба.

В България средните емисионни разходи като процент от набраната сума са значително по-ниски спрямо тези на дружествата от Централна и Западна Европа. Средните разходи по извършените през 2007 г. първични публични предлагания са едва 1.7%. Следователно, атрактивността на емисията на ценни книжа чрез БФБ-София създава условия за плащането на по-големи по размер дивиденди, които не са пряко обвързани с нуждата от капитал за финансиране на изгодни за дружеството инвестиционни проекти.

4.6 Законови и договорни ограничения

Изплащането на парични дивиденди е законово регламентирано в Търговския закон. С цел да не се допусне декапитализиране на една компания, разпределяните дивиденди в полза на акционерите не могат да превишават общия размер на неразпределената печалба от предходни години плюс реализираната нетна печалба от текущата година. Това може да обясни наблюдаваната силна връзка между нетната печалба (и свободните парични потоци) и размера на плащаните дивиденди, а също и защо инвеститорите са склонни да преоценяват стойността на акциите с обявяването на финансовите отчети при публикуване на поканите за свикване на ОСА.

4.7 Структура на собствеността

При ситуация на разпръсната собственост се счита, че отделните малки акционери нямат възможност да упражняват ефективен контрол върху дейността на мениджмънта на една компания. Ефективен механизъм за преодоляване на този проблем е изплащането на големи по размер дивиденди. Последните ще окажат натиск върху мениджмънта да оперира с по-малко собствени средства и да финансира своята дейност с външни източници на капитал. Следователно, при ниска концентрация на собствеността дивидентната политика оказва дисциплиниращ ефект върху мениджмънта и замества нуждата от контрол от страна на гребните акционери, което е предпоставка тези дружества да изплащат повече дивиденди. Същевременно, при дружества с висока концентрация на собствеността обикновено се счита, че мажоритарните акционери имат възможност за по-голяма намеса в оперативната дейност на дружествата и затова нямат необходимост от използването на

дивидентите като инструмент за дисциплиниране на мениджърите.

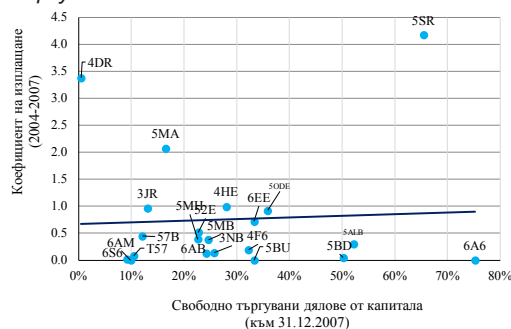
Въпреки липсата на подробни данни за обема на свободно търгуваните дялове от капитала на дружествата, които се публикуват от Комисията за финансов надзор (КФН), може да се твърди, че в България се наблюдава сравнително висока концентрация на собствеността. При повечето от анализираните дивидентни дружества свободно търгуваният обем на капитала не надхвърля 30% към края на 2007 г. (Използвани са данни на КФН. За свободно търгуем се приема дял под 5 % от капитала на дружествата.) Съществуващите данни за свободно търгуваните акции на дивидентните дружества на БФБ-София за периода преди 2008 г. не са категорични за предписаната от литературата положителна връзка между коефициента на изплащане и размера на свободно търгуваните дялове от капитала (виж фигура 13 А). Това отразява спецификите на българския капиталов пазар. Някои от дружествата, като Дружба стъklarски заводи АД-София и Медика АД-София, които са с най-ясно изразени мажоритарни собственици, имат най-висок коефициент на изплащане на дивиденсти. (В случая на Дружба стъklarски заводи АД-София това вероятно отразява факта, че собствениците са чужденци.)

Националността на собствениците е друг важен фактор за дивидентната политика на публичните дружества, като се счита, че чуждестранните собственици ще бъдат по-склонни да плащат дивиденсти. Това се определя от факта, че на чуждестранните собственици ще им бъде сравнително по-трудно да контролират местните мениджъри и в резултат на това ще използват дивидентите като дисциплиниращо средство в съответствие с теорията принципал-агент. Данните за българските дивидентни дружества дават индикации, че за периода преди 2008 г. дружествата с по-голям процент от капитализацията, притежавана от чуждестранни лица, имат по-висок коефициент на плащане на дивиденсти (виж графика 13 Б). Следователно, може да се очаква, че пазарът ще преоцени стойността на акциите с разкриване на информация за промени в структурата на собствеността.

5. Заключение

Развитието на българския капиталов пазар в периода след 2004 г. се характеризираше с появата на инвеститори, които проявяват интерес към ценни книжа със стабилни цени и дългосрочен фиксиран до-

А. Коефициент на изплащане и свободно търгуван обем на капитала



Б. Коефициент на изплащане и процент от капитализацията в чуждестранни лица



Фигура 13. Връзка между коефициента на изплащане и структурата на капитала на дивидентните дружества

Източник: КФН, собствени изчисления

Управление на ресурси и разходи

ход. Това отразяваше основно: (1) реформата в сферата на пенсионното осигуряване от 2000 г. и създаването на фондове за допълнително пенсионно осигуряване; (2) популяризирането на колективните инвестиционни схеми като форма на инвестиране на средствата на индивидуални инвеститори (физически лица) и (3) тенденцията към навлизане на чуждестранни инвеститори на БФБ-София.

При анализа на дивидентната политика бяха идентифицирани 23 дружества, които се стремят да плащат редовно парични дивиденди. С помощта на статистически модели, приложени за тези дружества, беше установено, че решението на мениджърите за размера на дивидентите оказва влияние върху стойността на акциите. Резултатите показват, че когато инвеститорите бъдат изненадани в положителна посока за размера на платените дивиденди, то цените на акциите се повишават в първия работен ден с търговия с тези акции с 10.5 пр.п. (свърхвъзвръщаемост), докато при негативни новини акциите се понижават с 11.5 пр.п. (съгласно модела с пазарна възвръщаемост).

Проучването на механизмите за формиране на дивидентите показва, че техният размер се определя както от дивидентната политика на дружествата (ако има такава), така и от действието на фундаментални фактори – икономически сектор, нетна печалба на една акция, възможности за инвестиции и възвръщаемост от инвестициите, динамика на паричните потоци, достъп до алтернативни източници на финансиране и степен на задлъжнялост, законови ограничения и структура на собствеността. Промяната във всеки един от тези фактори потенциално оказва влияние върху бъдещата дивидентна политика на дружествата, което е причина инвеститорите да преоценяват стойността на акциите с излизането на нова информация. Така-

ва информация обикновено се съдържа в поканата за свикване на ОСА, когато се обявява предложението на мениджърите за размера на дивидентите и се публикуват финансовите отчети за изминалата календарна (и финансова) година.

Цитирани източници:

Българска Фондова Борса – София АД, 2008, Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София АД за неговото развитие до 2010 година, с. 1-38.

(Balgarska Fondova Borsa – Sofia AD, 2008, Analiz na kapitaloviya pazar i strategiya na BFB-Sofia AD za negovoto razvitie do 2010 godina, pp. 1-38)

Закон за данъците върху доходите на физическите лица, изм. ДВ. бр.98 от 9 Декември 2016 г.; към 01.03.2017.

(Zakon za danatsite varhu dohodite na fizicheskite litsa), izm. DV. br. 98 ot 9 Dekemvri 2016 g.); kam 01.03.2017

Кръстева, Т., 2011, Българският борсов свят: От първо лице, издател ЕЛАНА Финансов Холдинг ЕАД

(Krasteva, T., 2011, Balgarskiyat borsov svyat: Ot parvo litse, izdatel ELANA Finansov Holding EAD)

Търговски закон, изм. и доп. ДВ. бр.105 от 30 Декември 2016г.; към 01.03.2017

(Targovski zakon, izm. i dop. DV. br. 105 ot 30 Dekemvri 2016 g.; kam 01.03.2017

Манчев, Ц., 2002, Управление на капиталовите потоци в България, Агенция за икономически анализи и прогнози, стр. 1-37

(Manchev, Ts., 2002, Upravlenie na kapitalovite pototsi v Bgaria, Agentsiya za ikonomicheski analizi i prognozi, pp. 1-37)

Управление на ресурси и разходи

Ashley, J., 1962, Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results, *Journal of Political Economy*, pp. 82-85

Baker, C., 1958, Evaluation of Stock Dividends, *Harvard Business Review*, 36(4), July-August, pp. 99-114

Акции и дивиденди

Campbell, J., A. Lo, A. MacKinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, pp. 149-180

Henry, P., 2006, Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, NBER Working paper Series 12698, pp. 1-82;

<http://www.bse-sofia.bg/>

<http://www.fsc.bg/bg/>