



ԳՈՐԾԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ ԵՎ

ԶԵՌՆԱՐԿԱՏԻՐՈՒԹՅՈՒՆ

**ԿԱՐԵՆ ՄԱՄԻԿՈՆՅԱՆ**

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի դոցենտ,  
տնտեսագիտության թեկնածու

**ԱՐՄԻՆԵ ԲԱՐՈՅԱՆ**

Տնտեսագիտության թեկնածու

**ՇԱՀՈՒԹԱԲԱԺՆԱՅԻՆ  
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ  
ԸՆԿԵՐՈՒԹՅԱՆ ՇՈՒԿԱՅԱԿԱՆ  
ԿԱՊԻՏԱԼԱՑՄԱՆ ՎՐԱ ԴՐԱ  
ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ**

Հողվածում քննարկվում են շահութաբաժնային քաղաքականության տեսություններում առկա այն հիմնահարցերը, որոնք վերաբերում են ընկերության շուկայական արժեքի վրա շահութաբաժնային վճարումների ներազդեցությանը և վերջինս չափորոշող գործոններին: Այս համատեքստում ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականությունն ուղղված է օգտագործվող և վերաներդրվող (կապիտալացվող) շահույթի մասնաբաժինների համամասնությունների օպտիմալացմանը՝ նպատակ հետապնդելով բարձրացնել և՛ ընկերության շուկայական արժեքը, և՛ բաժնետերերի բարեկեցությունը: Շահույթի նման կառավարումը, շահութաբաժինների (շահաբաժինների) չափերը որոշելիս, պետք է հիմնված լինի ընկերության ֆինանսական կայունության, հետագա կապիտալացման կամ վերաներդրված կապիտալի շահութաբերության ապահովման վրա՝ միևնույն ժամանակ, հաստատելով բաժնետերերի շահերի, նրանց բարեկեցության բարձրացման, ինչպես նաև իրավունքների պաշտպանության հավասարակշռվածությունը:

Յուրաքանչյուր ընկերություն պետք է հետամուտ լինի իր յուրապեսակ շահութաբաժնային քաղաքականության ընդունմանը, որում պետք է հաշվի առնվեն ներդրողների և ընկերության փոխհարաբերություններում հավասարակշռված հետաքրքրությունները: Հեղևաբար, այն տեսությունները, որոնք սակավաթիվ վիճակագրական

տվյալների վերլուծության համարեքսպորտ համընդհանուր կերպով են ներկայացնում այս կամ այն երկրում շահութաբաժինների վճարումների քաղաքականության նախընտրելի տարբերակներ, մեղմ ասած, արժանահավատ չեն կարող դիտվել տվյալ ընկերության համար նախընտրելի տարբերակի ընտրության հարցում:

**Հիմնաբառեր.** շահութաբաժնային քաղաքականություն, շահութաբաժնային քաղաքականության տեսություն, շահույթի բաշխում, շահութաբաժնի վճարում, ընկերության շուկայական արժեք, կապիտալացում

JEL: G20, G32

**Ներածություն:** Ընկերությունների շահութաբաժնային քաղաքականության ժամանակակից հետազոտությունները ցույց են տվել, որ վերջին ժամանակաշրջանում մեծացել է այն ներդրողների քանակը, որոնց համար գրավիչ են բաժնետերերին պարբերաբար շահութաբաժիններ վճարող ընկերությունների բաժնետոմսերը: Միևնույն ժամանակ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներն ավելի, քան փոքր և «փոշիացած» սեփականատերերը, ցանկանում են և ընդունակ են իրականացնել ընկերության կորպորատիվ կառավարման մշտադիտարկում:

Հետազոտողների աշխատություններում կարելի է հանդիպել եզրահանգման, որը, ընդհանուր առմամբ, ենթադրում է ներկա ժամանակաշրջանում միասնական շահութաբաժնային քաղաքականության անիրատեսական լինելը: Այսինքն, ընկերության կայացման և զարգացման տարբեր փուլերում, ինչպես և շուկայում տիրող տարբեր իրավիճակներում ընկերության գործունեությունն ուղղված է կա՛մ շահույթի կուտակմանը, կա՛մ բաժնետերերին շահութաբաժինների վճարումների աճին, ինչն ավելի շատ օժանդակում է ներդրումային գրավչության և ընկերության ֆինանսատնտեսական գործունեության բարձրացմանը, քան նրա շուկայական արժեքի աճին<sup>63</sup>:

**Գրականության ակնարկ:** Շահույթի բաշխումը և շահութաբաժնային քաղաքականությունը, Ռ. Բրեյլիի և Ս. Մայերսի կարծիքով, ներառվում է ֆինանսների տեսության չլուծված խնդիրների առաջին տասնյակի մեջ: Նրանց կարծիքով՝ շահութաբաժնային քաղաքականությունը պետք է մեկուսացնել ֆինանսական կառավարման այլ խնդիրներից: Եվ այս պարագայում բուն խնդիրը կլինի այն, թե շահութաբաժնային քաղաքականության փոփոխություններից ինչպիսի արդյունավետություն կարելի է սպասել՝ հաշվի առնելով ընկերության կապիտալի բյուջետավորումը, փոխառությունները, բաժնետոմսերի նոր թողարկումները, որպեսզի պարզ դառնա, թե ինչ կերպ է շահութաբաժնային քաղաքականությունն ազդում ընկերության շուկայական արժեքի վրա<sup>64</sup>:

Հայրենական և արտասահմանյան տնտեսագիտական աղբյուրներում շահութաբաժինների վճարումների վերաբերյալ ներկայացված դրույթները

<sup>63</sup> Տե՛ս **Абалакина Т.В., Абалакин А.А.**, Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании / Интернет-журнал «Науковедение», №5, 2013:

<sup>64</sup> Տե՛ս **Brealey-Meyers:** Principles of Corporate Finance, Seventh Edition. The McGraw-Hill Companies, 2003, էջ 433:

հիմնականում հանգում են հետևյալ ձևակերպմանը. «*Բաժնետիրական ընկերությունն իրավասու է իր հայեցողությամբ որոշելու շահութաբաժինների վճարման հարցը, այսինքն՝ օրենսդրությունն ընկերությանը շահութաբաժինների վճարում չի պարտադրում, այլ ընդհակառակը, սահմանել է որոշակի սահմանափակումներ, որոնցով արգելում է ընկերությանը հայտարարել (որոշում ընդունել) շահութաբաժինների վճարման մասին...*»<sup>65</sup>:

Ինչպես հայտնի է, շահութաբաժնային քաղաքականության հարցերի վերաբերյալ ընդարձակ գիտական քննարկումների առիթ հանդիսացավ Մ. Միրլերի և Ֆ. Մոդիլյանիի համատեղ հոդվածը, որում հեղինակները ցույց են տվել, որ կատարյալ շուկայի պայմաններում ընկերության արժեքը կախված է ոչ թե շահութաբաժնային վճարումների ընտրությունից, այլ բաժնետերերի բարեկեցությունից: Նրանց կարծիքով՝ ընկերության կողմից շահույթի հնարավոր գեներացման որոշումը կախված է առավելապես վերաներդրումային քաղաքականության արդյունավետությունից, այլ ոչ թե շահույթի բաշխման առանձնահատկություններից: Այլ խոսքով, շահութաբաժնային քաղաքականությունն ընկերության շուկայական արժեքի վրա ազդող գործոն չէ, որից հետևում է, որ շահութաբաժինները պետք է հաշվարկվեն (հայտարարվեն) մնացորդային սկզբունքով՝ ընդունելի ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորումից հետո: Իսկ բաժնետերերը կարող են ստեղծել «իրենց սեփական շահութաբաժինները»՝ կանխիկ փողի անհրաժեշտությունից ելնելով, վաճառել իրենց բաժնետոմսերը: Այս մոտեցումը հայտնի է որպես «շահութաբաժինների անվերաբերելիության տեսություն» (Dividend Irrelevance Theory)<sup>66</sup>:

Արժանահիշատակ են Ու. Գորդոնի և Ջ. Լինսփերի «շահութաբաժինների վճարման նախընտրելիության», Ռ. Լիպցենբերգի և Կ. Ռամասվամի «հարկերի ասիմետրիկության» հակադրվող տեսությունները: Հայտնի տեսություններից են նաև «հաճախորդների», «ազդանշանային», «գործակալական փոխհարաբերությունների մոդելի» տեսությունները և այլն<sup>67</sup>:

Ինչ վերաբերում է շահութաբաժինների վճարումների և ընկերության շուկայական արժեքի միջև փոխադարձ կապին, ապա, օրինակ, Մ. Գորդոնի մոդելը ենթադրում է, որ ընկերությունը, ընթացիկ պահին շահութաբաժիններ վճարելով, մեծացնում է դրանց չափն ապագայում. ի դեպ, բաժնետոմսի համար դիսկոնտավորման տոկոսադրույքը մնում է անփոփոխ: Մոդելը թույլ է տալիս շահութաբաժինների վճարումներով հաշվարկել ընկերության բոլոր բաժնետոմսերի արժեքը.

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

<sup>65</sup> Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ./Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան, Եր., «Ձանգակ-97», 2009, էջ 52, «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 50:

<sup>66</sup> Տե՛ս Miller M.H., Modigliani F., Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961, էջ 411-433:

<sup>67</sup> Այս տեսությունների վերաբերյալ դրույթները նկարագրված են հետևյալ աղբյուրներում՝

1) Van Horne J.C., Fundamentals of Financial Management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. - 13th ed.,

2) Brealey R.A., Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen.-10th ed:

որտեղ՝ *P*-ն ընկերության բաժնետոմսերի արժեքն է (դրամական միավոր), *D*-ն՝ վճարված շահութաբաժինների ծավալը (դրամական միավոր), *g*-ն՝ շահութաբաժինների վճարումների տեմպի աճը (մասնաբաժին),

*k*-ն՝ դիսկոնտավորման տոկոսադրույքը (մասնաբաժին):

Առանձին հետազոտողներ հավաստում են, որ *Մ. Գորդոնի* մոդելն ապացուցում է շահութաբաժնային քաղաքականության օպտիմալացման և դրա կատարյալ մոդելի ձգտման պարագայում շահութաբաժինների վճարումների և ընկերության շուկայական արժեքի միջև փոխադարձ կապի առավել հաստատուն և ուժեղ դառնալը: Ընկերության արժեքի կառավարման նման մոտեցումը կարող է ներգրավել լրացուցիչ ներդրումներ, քանի որ ներդրողների ուշադրությանը, առաջին հերթին, արժանանում են ընկերության շուկայական արժեքի, շահութաբաժինների մեծությունների և ներդրումային կապիտալի շահութաբերության ցուցանիշները:

*Պ. Բրուսովը, Տ. Ֆիլատովը և Ն. Օրեխովան* նոր մոտեցում են առաջարկում ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականության վերաբերյալ: Նրանց կարծիքով՝ ժամանակակից շահութաբաժնային ցանկացած քաղաքականության հիմքում պետք է լինի ընկերության սեփական կապիտալի իրատեսական գնահատականը՝ համապատասխան փոխառությունների ու հարկման մակարդակների դեպքում՝ համեմեմատության մեջ դնելով պլանավորվող ներդրումների շահութաբերության հետ: Այն դեպքում, երբ ձևավորվել է նման գնահատական, ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականությունը կարող է մշակվել իրական հիմունքներով՝ հաշվի առնելով բաժնետերերի նախապատվությունները և ընկերության զարգացման ռազմավարությունը<sup>68</sup>:

Տարբեր հեղինակների հետազոտությունների արդյունքները, մասնավորապես՝ տնտեսագիտության դոկտոր-պրոֆեսորներ *Ե. Ֆեդորովայի և Ի. Լուկասևիչի* հետազոտությունները վկայում են այն մասին, որ ընկերությունների շահութաբաժնային քաղաքականությունները զարգացող շուկաներում ունեն որոշակի յուրահատկություն, իսկ դրանք պայմանավորող հիմնական գործոնները տարբերվում են միմյանցից<sup>69</sup>:

**Հետազոտության մեթոդաբանություն:** Յուրաքանչյուր երկիր յուրատեսակ է՝ նկատի ունենալով նրա քաղաքական, մակրո- և միկրոտնտեսական առանձնահատկությունները, ինչպես նաև օրենսդրական դաշտի տարբերությունը: Օրինակ, ստացված հետազոտությունների արդյունքները ցույց են տվել, որ ներդրումների ծավալների մեծացումը ռուսաստանյան ընկերությունների կողմից շահութաբաժինների վճարումների վրա բացասական ազդեցություն է ունեցել: Այս իմաստով, Ֆ. Մոդիլյանիի և Մ. Միլլերի շահութաբաժինների վճարումների մնացորդային տեսության սկզբունքն իր հավաստումը գտել է ռուսաստանյան պայմաններում: Ազդանշանային տեսության

<sup>68</sup> Տե՛ս *Брусов П.Н., Филатова Т.В., Орехова Н.П.*, Какой должна быть современная дивидендная политика компании, журнал “Финансы”: Теория и практика, 2012:

<sup>69</sup> Տե՛ս *Федорова Е.А., Лукасевич И.Я.*, Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка, журнал “Финансы и кредит”, 19 (595), 2014:

ստուգման համար հաշվի է առնվել երկու գործոն՝ Տոբինի գործակիցը և ֆինանսական լծակը. արդյունքում, փոխառությունների արդյունավետ օգտագործման իրավիճակներում ազդանշանային տեսությունը նույնպես իր հավաստումը գտել է ռուսաստանյան պայմաններում: Հետազոտելով այս անգամ Գորդոնի մոդելի նշանակալից գործոնները՝ ուղղակի կախվածություն է դուրս բերվել շահութաբաժինների վճարումների և մյուս երեք՝ բաժնետիրական, սեփական կապիտալների մեծությունների և շուկայական կապիտալացման արժեքի միջև: Համաձայն այս տեսության՝ ներդրողները նախընտրում են շահութաբաժիններ ստանալ այսօր և ոչ թե շահույթ՝ ապագայում բաժնետոմսերի վաճառքից՝ ցանկանալով խույս տալ գալիք ժամանակաշրջանների ռիսկերից: Արդյունքում, «շահութաբաժինների վճարման նախընտրելիությունը» նույնպես իր հավաստումը գտել է ռուսաստանյան պայմաններում: Հաշվի առնելով ՌԴ-ում շահութահարկի 20% դրույքաչափը, ֆիզիկական անձանց 13% եկամտահարկը, ֆիզիկական անձանց համար՝ շահութաբաժինների 9%, իսկ իրավաբանական անձանց համար՝ հարկման 15% դրույքաչափերը՝ հետազոտողները հանգել են այն եզրակացության, որ ներդրողների մեծամասնությունը պետք է նախընտրի շահութաբաժինների ստացման տարբերակը: Արտասահմանյան զարգացած երկրներում, որպես կանոն, հակառակ իրավիճակն է: Իսկ ընկերությունների ճյուղային պատկանելությունը նույնպես հետազոտության օբյեկտ դարձնելով՝ ռուսական ֆոնդային բորսայում ստացվել են ճյուղային անհավասարակշռության իրավիճակային արդյունքներ: Սակայն շահութաբաժնային քաղաքականության հետ կապված հարցերն օրենսդրությամբ հիմնականում ոչ բավարար կերպով են կարգավորվում, մասնավորապես՝ Ռուսաստանի Դաշնության օրենսդրությամբ չլուծված խնդիրներ են համարվում շահութաբաժինների վճարումների ժամկետները և մեխանիզմը, ինչն իհարկե նվազեցնում է դրանց ներդրումային գրավչությունը<sup>70</sup>:

Նույն խնդիրը չի կարգավորվում նաև ՀՀ օրենսդրությամբ: Հայաստանը նույնպես ունի իրեն հատուկ տարբերությունները, այդ պատճառով, այն տեսությունները, որոնք ընդունելի են մյուս երկրների համար, կարող են հայրենական ընկերությունների համար կիրառման որոշակի առանձնահատկություններ ունենալ:

Հայաստանի Հանրապետությունում ստացած շահաբաժինների (շահութաբաժինների) մասով եկամտային հարկն օտարերկրյա քաղաքացիների համար հաշվարկվում է 10% դրույքաչափով, ՀՀ քաղաքացիների համար՝ 5% դրույքաչափով (ընդհանուր 5% դրույքաչափը 2020 թ. հունվարի 1-ից հետո կիրառվելու է 2020 թ. հունվարի 1-ից հետո ընկած ժամանակահատվածներին վերագրվող (այդ ժամանակահատվածների գործունեության արդյունքում ստացվող) շահույթներից՝ որպես շահույթի բաշխում մասնակցի ստացած շահաբաժինների վրա): Իսկ կազմակերպության կանոնադրական կամ բաժնեհավաք կապիտալում մասնակցության (բաժնետոմսի, բաժնեմասի,

<sup>70</sup> Տե՛ս Федорова Е.А., Лукасевич И.Я., Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка, журнал “Финансы и кредит”, 19 (595), 2014:

փայաբաժնի) կամ ներդրում վկայող այլ արժեթղթերի օտարումից, այլ արժեթղթերի հետ փոխանակումից կամ նման այլ գործարքներից ստացվող եկամուտը հարկման բազայից նվազեցվում է: Բացառություն է կազմում (չի նվազեցվում) այն եկամուտը, որը ստացվում է կազմակերպության կանոնադրական կամ բաժնեհավաք կապիտալում շենքի, բնակարանի, առանձնատան կամ այլ շինության ձևով մասնակցության կամ ներդրում վկայող այլ արժեթղթերի օտարումից, և եթե այդ օտարումը կատարվում է կանոնադրական կամ բաժնեհավաք կապիտալում այդ մասնակցությունը ձեռք բերելու օրը ներառող հարկային տարվա կամ դրան հաջորդող երեք հարկային տարիների ընթացքում, ինչի դեպքում ստացվող եկամուտը հարկվում է 20% դրույքաչափով, փաստորեն, համախառն եկամտից չեն նվազեցվում այն եկամուտները, որոնք ստացվում են որպես շահաբաժին:

Ռեզիդենտ և ոչ ռեզիդենտ ընդհանուր հարկման համակարգով հարկվող կազմակերպությունների (շահութահարկ վճարողների) համար համախառն եկամտի մեջ այլ ռեզիդենտ կազմակերպության կանոնադրական կամ բաժնեհավաք կապիտալում մասնակցությունից (բաժնետոմսից, բաժնեմասից, փայաբաժնից) և համատեղ գործունեությունից ստացված շահաբաժինները ներառվում են որպես պասիվ եկամուտներ: Սակայն պետք է նշել, որ ռեզիդենտ շահութահարկ վճարողի հարկման բազայի որոշման նպատակով համախառն եկամտից նաև նվազեցվում են ստացվող (ստացման ենթակա) շահաբաժինները՝ որպես այլ նվազեցումներ: Իսկ հարկման հատուկ համակարգերով (մինչև 20% փոխկապակցվածության դեպքում) հարկվող կազմակերպությունների կողմից կանոնադրական կամ բաժնեհավաք կապիտալում մասնակցությունից ստացվող շահաբաժինները չեն հարկվում: ՀՀ հարկային օրենսգրքով շահաբաժինների վերաբերյալ նախատեսված է նաև մեկ այլ կարևոր դրույթ, այն է՝ շահաբաժինների տեսքով ստացվող եկամուտները ստացման հարկային տարվա ընթացքում նույն ՀՀ ռեզիդենտ կազմակերպության կապիտալում ներդնելու դեպքում, ներդրված գումարը՝ ներդրման չափով, բայց ոչ ավելի, քան շահաբաժիններից պետական բյուջե վճարված հարկի գումարները, փոխհատուցվում է պետական բյուջեից ՀՀ Կառավարության սահմանած կարգով (դրույթն ուժի մեջ է 2017 թ. հունվարի 1-ից)<sup>71</sup>:

**Վերլուծություն:** Համաձայն «ՀՀ կորպորատիվ կառավարման կանոնագրքի» 1-ին գլխի 6-րդ կետի՝ «Ընկերությունները պետք է ընդունեն շահութաբաժինների վճարման քաղաքականություն, որը պետք է ներառի վճարվելիք շահութաբաժնի նվազագույն գործակիցը (payout ratio): Շահութաբաժինների վճարման քաղաքականությունը պետք է մշակի խորհուրդը և հաստատի բաժնետերերի ընդհանուր ժողովը»: Կանոնագրքով ընկերություններ են համարվում ցուցակված ընկերությունները, պետական ընկերությունները, ինչպես նաև բանկերը, ապահովագրական ընկերությունները և իրավաբանա-

<sup>71</sup> Տե՛ս ՀՀ հարկային օրենսգրքը, համապատասխանաբար՝ 149-րդ հոդվածի 1-ին և 2-րդ մասեր, 150-րդ հոդվածի 8-րդ և 15-րդ մասեր, 30-րդ հոդվածի 1-ին և 2-րդ մասեր, 32-րդ հոդված, 254-րդ հոդված, 256-րդ հոդված, 159-րդ հոդվածի 4-րդ մաս, 444-րդ հոդվածի 5-րդ, 7-րդ և 8-րդ մասեր:

կան անձ հանդիսացող ներդրումային ֆոնդերը<sup>72</sup>: Թերևս, կանոնագրքի դրույթները վերաբերում են բաժնետիրական ընկերություններին, սակայն կարող են կորպորատիվ կառավարման և ներդրողների օրինական շահերի պաշտպանության սկզբունքների պահպանման տեսանկյունից ուղենշային համարվել նաև այլ ընկերությունների համար՝ կազմակերպական իրավական տեսակետից:

Շահութաբաժնային քաղաքականության տեսություններում մշտապես առկա հիմնահարցերը հետևյալներն են՝ արդյո՞ք շահութաբաժնային վճարումները ներազդում են ընկերության շուկայական արժեքի վրա, և ինչպե՞ս է գնահատում շուկան այն ընկերություններին, որոնք իրենց բաժնետերերին վճարում են մեծ շահութաբաժիններ<sup>73</sup>:

«Ընկերության շուկայական արժեք» բնորոշման ներքո ընդունված է հասկանալ այն գինը, որով այդ ընկերությունը կարող է վաճառվել շուկայում՝ ազատ մրցակցության պայմաններում: Ընդհանուր առմամբ, վերը նշվածը վերաբերում է տարբեր կազմակերպատիրական ձև ունեցող ընկերություններին, սակայն գլխավորապես՝ բաժնետիրական ընկերություններին: Ակտիվների արժեքի աճը մեր օրերում հիմնական եկամուտ է բերում կապիտալի սեփականատերերին: Կապիտալ ներդրողները հետաքրքրված են առաջին հերթին բաժնետոմսերի շուկայական գնի բարձրացմամբ: Ընկերության բաժնետոմսերի շուկայական արժեքն առավելագույնի հասցնելու (մաքսիմալացման) հիմքում ենթադրությունն է այն մասին, որ սեփականատերերի բարեկեցության բարձրացումը կախված է բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի բարձրացումից, այլ ոչ թե շահութաբաժինների տեսքով եկամուտների աճից: Այդ պատճառով մշտապես կայուն հետաքրքրություն և պահանջ է նկատվում ընկերության շուկայական արժեքի գնահատման, ինչպես նաև գործնականում նրա շուկայական արժեքի բարձրացման գործընթացի կառավարման նպատակով կիրառվող գործիքների կատարելագործման ուղղությամբ:

Շահութաբաժնային քաղաքականության բովանդակությունը բաժնետերերի ընթացիկ շահութաբաժնային եկամուտների և ձեռնարկատիրության ֆինանսական կարիքների ու զարգացման հեռանկարների միջև ողջամիտ փոխգիջում գտնելու մեջ է, ինչն էլ որոշում է բաժնետերերի ապագա բարեկեցությունը: Ակնառու է, որ ընկերության ֆինանսների այդքան կարևոր կողմն էլ կառավարման արժեքային կողմնորոշման դիրքերից պահանջում է շահույթի բաշխման առավել ուսցիոնալ համամասնություններ:

Բիզնեսում ցանկացած ֆինանսական ներդրումների նպատակը շահույթի ստացումն է, և, իհարկե, եկամտի մեծացմանը նպաստող ամենակարևոր գործիքներից մեկը շահութաբաժինն է: Շատ աղբյուրներ նշում են ընկերության զուտ շահույթի և շահութաբաժինների միջև անհերքելի անմիջական կախվածության մասին: Սակայն միայն ընկերության զուտ շահույթով կողմնորոշվելը բավարար չէ: Օրինակ, որքան մեծ է փոխառու միջոցների

<sup>72</sup> Տե՛ս «ՀՀ կորպորատիվ կառավարման կանոնագիրք» (հավանություն է տրվել ՀՀ Կառավարության 30.12.2010 թ. N 1769-Ա որոշմամբ):

<sup>73</sup> Տե՛ս **Лукаевич И.Я.**, Финансовый менеджмент, 2-е изд., пер. и доп., М.: Эксмо, 2010. (Новое экономическое образование), էջ 717:

ծավալը, այնքան ֆինանսապես անկայուն է ընկերությունը, որքան շահութաբաժինների հարկման դրույքաչափը գերազանցում է շահութահարկի դրույքաչափին, այնքան պակաս կլինի շահութաբաժիններ ստանալու պահանջարկը: Արտարժութային փոխառությունների և պարտավորությունների մարման դեպքում ազդեցություն կարող են ունենալ նաև փոխարժեքային տատանումները, կամ չմոռանանք՝ ամորտիզացիոն հատկացումների տարեկան չափերը, որոնք նվազեցվում են համախառն եկամտից, ինչպես նաև շահույթի մի մասի՝ բիզնեսի զարգացման նպատակով վերաներդրումը<sup>74</sup>:

Կատարված վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ զարգացող շուկաները, ինչպիսիք են Ռուսաստանի և Լեհաստանի շուկաները, շահութաբաժինների վճարումների առումով բնութագրվում են սակավ կայուն, քան, օրինակ, Գերմանիայի և Ֆրանսիայի զարգացած շուկաները. ընկերություններն առավել հակված են ոչ բարենպաստ պայմանների դեպքում չեղարկել շահութաբաժինների վճարումները, սակայն շահութաբաժինների վճարումների փոփոխությունները համահարթեցված չեն զուտ շահույթի փոփոխության համեմատ: Բացի դրանից, զարգացած շուկաներում ընկերությունների շահութաբաժինների որոշումներն առավել արտահայտված կերպով կախված են իրենց չափերից (որքան մեծ են ընկերությունները, այնքան շատ են նրանցում շահութաբաժիններ վճարողները): Նման տարբերությունները հաճախ բացատրվում են շուկաների զարգացածության տարբեր մակարդակներով, պատմականորեն ձևավորված իրավիճակային ավանդույթներով, ինչպես նաև բաժնետիրական կապիտալի տարբեր կառուցվածքներով և ճյուղային պատկանելությամբ: Սեփականության առավել կենտրոնացվածության դեպքում ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականությունն առավելապես ծառայում է խոշոր սեփականատերերի դրամական միջոցների պահանջմունքների բավարարմանը, քան շուկայական ներդրողների ներգրավման ուղղությամբ դրական հեղինակություն ձեռք բերելու նպատակին<sup>75</sup>:

Դիտարկենք ԱՊՀ երկրներում ընդունված շահութաբաժինների վճարումների հիմնական մոտեցումները.

**1. Պահպանողական մոտեցում.** որպես առաջնահերթություն ընտրված է գլխավորապես ընկերության զարգացումը, այսինքն՝ առաջին հերթին, ֆինանսավորվում է ընկերության գործունեությունը, որից հետո միայն բաշխվում են շահութաբաժինները: Այս մոտեցումը հիմնված է, նախևառաջ, կազմակերպության ներդրումային հնարավորությունների բավարարման վրա, որտեղ շահութաբաժինները խաղում են երկրորդային դեր և իրենց մեծությամբ համարվում են նվազագույն:

**2. Չափավոր (օպտիմալ) մոտեցում.** ենթադրվում է շահութաբաժինների վճարման նվազագույն կայուն չափ, միևնույն ժամանակ, թույլ է տալիս ընկերության կողմից մեծ շահույթ ստանալու դեպքում մեծացնել այդ չափերը: Այն շահութաբաժինների վճարման ձևավորման մոտեցում է, ըստ որի՝ նշված

<sup>74</sup> St'u Федорова Е.А., Анализ факторов, влияющих на дивидендную политику в Российской Федерации. Экономический анализ: Теория и практика, 2014:

<sup>75</sup> St'u Теплова Т.В., Зальцман А.А., Межстрановой сравнительный анализ практики дивидендных выплат: российский и зарубежный опыт. Российский журнал менеджмента, том 13, № 2, 2015:



վճարումները մեծ կախվածության մեջ են գտնվում կազմակերպության ֆինանսական արդյունքից:

**3. Ազդեցիկ մուտեցում.** շահութաբաժինների վճարումները և դրանց մշտական աճն առաջնահերթություն են համարվում<sup>76</sup>: Այն, առաջին հերթին, ուղղված է ներդրողների հետաքրքրությունների բավարարմանը և ավելի քիչ է կապված ընկերության ֆինանսական արդյունքների հետ:

Այս մուտեցումների շրջանակներում առանձնացվում են շահութաբաժնային քաղաքականության իրականացման հետևյալ հիմնական մեթոդները՝ հաստատագրված և մնացորդային սկզբունքի, երաշխավորված նվազագույնի և լրացուցիչ շահութաբաժինների, շահութաբաժինների կայուն մակարդակի և շահութաբաժինների կայուն աճի մեթոդները<sup>77</sup>: Նկատի ունենալով արևմտյան երկրների օրինակները, բացի վերը թվարկվածներից, կարելի է առանձնացնել նաև շահութաբաժնային քաղաքականության իրականացման հետևյալ մեթոդները՝ ազատական, կայուն, ցածր պարբերականությամբ շահութաբաժիններ՝ գումարած լրացուցիչ վճարումների քաղաքականություն, քիչ քանակներով շահութաբաժինների հաճախակի վճարում, անսահմանափակ, միասնական դրամական շահութաբաժին՝ գումարած բոնուսային քաղաքականություն և այլն<sup>78</sup>:

Գոյություն ունի տեսակետ, որ հետազոտողները միակարծիք չեն ընկերության բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի վրա շահութաբաժինների վճարումների քաղաքականության ազդեցության հարցում, որը և դրսևորվում է հետևյալ մուտեցումներով<sup>79</sup>.

**1.** Շահութաբաժնային քաղաքականությունն ազդում է ընկերության արժեքի վրա. այս մուտեցման հետևորդները մատնանշում են ներդրողների շրջանում բարձր շահութաբաժիններով բաժնետոմսերի «բնական» պահանջարկի առկայությունը, ինչն արդար է «երկարակյաց» ընկերությունների համար, որոնց բաժնետերերը ոչ միշտ են վստահում ընկերության չբաշխված շահույթն արդյունավետ օգտագործելու հարցում կառավարիչների ընդունակություններին և զգուշանում են այդ առումով՝ պահանջելով ավելի բարձր շահութաբաժիններ, որպեսզի ազդակներ հաղորդեն կառավարիչներին՝ ընկերության արժեքի մեծացման ներդրումային քաղաքականության իրականացման համար:

**2.** Շահութաբաժնային քաղաքականությունը նվազեցնում է ընկերության արժեքը. այս մուտեցման կողմնակիցները, հակառակը, հանդես են գալիս շահութաբաժնային վճարումների նվազեցման օգտին, քանի որ այդ վճարումների դեպքում հարկման դրույքաչափը կարող է ավելի մեծ լինել, քան կապիտալի աճի դեպքում:

**3.** Շահութաբաժնային քաղաքականությունը ոչ մի կապ չունի ընկերու-

<sup>76</sup> Журнал “Финансовый директор”: <https://fd.ru/articles/158421-dividendnaya-politika-svoboda-ili-neobhodimost-qqq-17-m1>.

<sup>77</sup> St’u Финансовый менеджмент, уч. пос. под ред. Проф. **Е.И. Шохина**, М., 2004, էջ 165-168:

<sup>78</sup> St’u **Баранова Е.С.**, Дивидендная политика фирм. Специфика российского подхода / Е.С.Баранова, Л.Д. Казаченко. // Экономика и бизнес: теория и практика. 2017, 11, էջ 20-24:

<sup>79</sup> St’u **Брейли Р., Майерс С.**, Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой, М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008, էջ 419-427:

թյան արժեքի հետ. այս մոտեցման կողմնակիցները հիմնվում են այն նախադրյալների վրա, որ ընկերության գործողություններն արտացոլում են ներդրողների նախասիրությունները, և այն փաստը, որ ընկերությունները վճարում են բարձր շահութաբաժիններ, համարվում է նման ներդրողների՝ վճարումներ ստանալու ցանկությունների ամենավառ ապացույցը, այսինքն՝ եթե առաջարկվող շահութաբաժինները նրանց պահանջարկին համապատասխան են, ապա ոչ մի շահութաբաժնային քաղաքականություն ի զորու չէ ազդել ընկերության շուկայական արժեքի վրա:

Ներկա պայմաններում ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականության դերակատարության հարցի վերաբերյալ քննարկումները պահպանում են իրենց արդիականությունն ինչպես տեսության մեջ, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների շրջանում: Մի կողմից, շահութաբաժնային քաղաքականությունը դիտարկվում է որպես ընկերության շուկայական կապիտալացման և ներդրումային գրավչության աճի գործոն, մյուս կողմից, վճարելով շահութաբաժիններ, ընկերությունը սահմանափակում է զարգացմանն ուղղվող շահույթի վերաներդրման սեփական հնարավորությունները:

Զարգացած և զարգացող շուկայական տնտեսությամբ երկրներում շահութաբաժնային քաղաքականության ձևավորման խնդրին անդրադառնում են մեծ թվով գիտական աշխատանքներում, բազմաթիվ պարբերականներում և հոդվածներում: Շահութաբաժնային քաղաքականության ձևավորման գործընթացի տեսական մոտեցման վերաբերյալ հետազոտողների դիտարկումը, ինչպես նշվեց, հիմնականում կառուցվում է ընկերության շուկայական արժեքի և բաժնետերերի բարեկեցության վրա դրա ազդեցության տեսանկյունից:

Այսպիսով, շահութաբաժնային քաղաքականության տեսությունները շարունակում են հիմնավորվել այս հարցի վերաբերյալ վերը նշված երեք մոտեցումների առանձին դրսևորումներով պայմանավորված հնարավոր արդյունքներով: Այս իմաստով, ներկայումս, հետազոտողների շրջանում, կապիտալի շուկայում ընկերության դիրքի վրա շահութաբաժնային քաղաքականության ազդեցության գնահատականի վերաբերյալ միանշանակ վերաբերմունք գոյություն չունի:

**Եզրակացություններ:** Հայաստանի Հանրապետությունում հարկման տարբեր համակարգերի դեպքում կապիտալում մասնակցությունից ստացված եկամուտների հարկման պայմանների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ իրականում դժվար է հստակ կողմնորոշվել, թե, ընդհանուր առմամբ, ներդրողները շահութաբաժիններ ստանալու փոխարեն արդյո՞ք պետք է նախապատվություն տան ապագայում այդ մասնակցության (բաժնետոմսի, բաժնեմասի, փայաբաժնի) վաճառքից ստացվող շահույթին: Սակայն, մասնավորապես ֆիզիկական անձանց դեպքում, կարելի է ենթադրել, որ ստացված շահութաբաժինների հարկման պարագայում ներդրողների որոշ շրջանակների համար շահութաբաժիններ ստանալը նախընտրելի չի լինի, քանի որ, հաշվի առնելով նաև օրենսդրական բացառությունները, կուտակված շահույթն ավելացնում է ընկերության զուտ ակտիվները, հետևաբար՝ նրա կապիտալում մասնակցությունների շուկայական արժեքը: Այդուհանդերձ, դիտարկվածը տրամաբանական կլիներ «բացարձակ» զարգացած շուկաների դեպքում,

քանի որ ՀՀ-ում կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության, ֆինանսական շուկայի այլ հատվածների ոչ համաչափ լարվածության կամ բևեռացման պայմաններում, նաև հաշվի առնելով կազմակերպության ճյուղային պատկանելությունը, ընդունված ռազմավարական քաղաքականությունը և կառավարման մակարդակը, երևան են գալիս բազում ռիսկային գործոններ, որոնք անուղղակիորեն ներդրողներին ուղղորդում են ընդհանուր ժողովի կողմից շահույթի բաշխման վերաբերյալ ընդունվող որոշմանը կողմ քվեարկելուն:

Փաստորեն, Հայաստանի պայմաններում «շահութաբաժինների վճարման նախընտրելիության» տեսությունում հաշվի առնվող նշանակալից գործոնների վերլուծության դեպքում և այդ տեսության հավաստումը գտնելու գործում ընկերությունների ֆինանսական ցուցանիշների բացարձակ հաշվարկները, առանց նկատի ունենալու տվյալ ընկերությանը վերագրվող ֆինանսական շուկայի ազդակները, բավարար չեն՝ ամբողջական իրավիճակային պատկեր ստանալու համար:

Այդուհանդերձ, վերադառնում ենք այն մտքին, որ տարբեր ընկերությունների շահութաբաժնային քաղաքականություններն ունեն որոշակի յուրահատկություն, իսկ դրանք պայմանավորող հիմնական գործոնները տարբերվում են միմյանցից: Հետևաբար, այն տեսությունները, որոնք սակավաթիվ վիճակագրական տվյալների վերլուծության համատեքստում համընդհանուր կերպով են ներկայացնում այս կամ այն երկրում շահութաբաժինների վճարումների քաղաքականության նախընտրելի տարբերակներ, մեղմ ասած, արժանահավատ չեն կարող դիտվել առանձին ընկերությունների համար՝ նախընտրելի տարբերակի ընտրության հարցում: Այդ է պատճառը նաև, որ շահութաբաժնային քաղաքականության արդյունավետ մշակումը և իրականացումը համարվում է ֆինանսական կառավարչի գործունեության կարևոր ուղղություններից մեկը, որը պահանջում է դրա վրա ազդող գործոնների և մյուս կառավարչական որոշումների հետ փոխկապակցվածության խորը ըմբռնում:

Այսպիսով, շահութաբաժնային քաղաքականությունն իրականում ազդեցություն է գործում ընկերության ֆինանսների կառավարման շատ ուղղությունների, այդ թվում՝ դրամական հոսքերի շարժի, իրացվելիության, կապիտալի կառուցվածքի, բաժնետոմսերի գնի, բիզնեսի արժեքի և այլնի վրա: Այս համատեքստում, իրատեսական կոչիտվի, որ յուրաքանչյուր ընկերություն պարտադիր մշակի իր յուրահատուկ շահութաբաժնային քաղաքականությունը, որում հաշվի կառնվեն ներդրողների և ընկերության փոխհարաբերություններում հավասարակշռված հետաքրքրությունները:

### Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ հարկային օրենսգիրք (ընդունված է 2016 թ. Հոկտեմբերի 4-ին):
2. «ՀՀ կորպորատիվ կառավարման կանոնագիրք» (հավանություն է տրվել ՀՀ Կառավարության 30.12.2010 թ. N1769-Ա որոշմամբ):
3. Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ. / Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան, Եր., «Ձևագակ-97», 2009, «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 50:

4. Абалакина Т.В., Абалакин А.А., Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании / Интернет-журнал «Науковедение» №5 2013.
5. Баранова Е.С., Дивидендная политика фирм. Специфика российского подхода/ Е.С. Баранова, Л.Д. Казаченко. // Экономика и бизнес: теория и практика. 2017.
6. Брейли Р., Майерс С., Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. М., ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008.
7. Журнал “Финансовый директор”: <https://fd.ru/articles/158421-dividendnaya-politika-svoboda-ili-neobhodimost-qqq-17-m1>.
8. Какой должна быть современная дивидендная политика компании / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П.Орехова, Журнал: Финансы: Теория и Практика, 2012.
9. Межстрановой сравнительный анализ практики дивидендных выплат: российский и зарубежный опыт / Т.В. Теплова, А.А. Зальцман: Российский журнал менеджмента, том 13, № 2, 2015.
10. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка / Е.А. Федорова, И.Я Лукасевич, журнал: Финансы и кредит, 19 (595), 2014.
11. Федорова Е.А., Анализ факторов, влияющих на дивидендную политику в Российской Федерации / Экономический анализ: Теория и практика, (395), 2014.
12. Финансовый менеджмент: уч. пос. под ред. проф. Е.И. Шохина, М. 2004.
13. Финансовый менеджмент/ И.Я Лукасевич. -2-е изд., пер. и доп. М., Эксмо, 2010 (Новое экономическое образование).
14. Brealey–Meyers: Principles of Corporate Finance, Seventh Edition. The McGraw–Hill Companies, 2003.
15. Brealey R. A., Principles of Corporate Finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen.-10th ed.
16. Miller M.H., Modigliani F., Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961.
17. Van Horne J. C., Fundamentals of Financial Management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. 13th ed.

#### КАРЕН МАМИКОНЯН

*Доцент кафедры финансов АГЭУ, кандидат экономических наук*

#### АРМИНЕ БАБОЯН

*кандидат экономических наук*

***Дивидендная политика и ее влияние на рыночную капитализацию компании.*** – В статье обсуждаются вопросы теории дивидендной политики, которые касаются влияния выплаты дивидендов на рыночную стоимость компании и на факторы, измеряющие ее. В этом контексте дивидендная политика компании направлена на оптимизацию пропорций используемых и реинвестируемых долей прибыли с целью повышения как рыночной стоимости компании, так и благосостояния акционеров. Такое управление при-

былью должно основываться на финансовой стабильности компании, дальнейшей ее капитализации или обеспечении прибыльности реинвестированного капитала, в то же время подтверждая сбалансированность повышения интересов и благосостояния инвесторов, а также защиты их прав.

Дивидендная политика различных компаний имеет определенную специфику, а обуславливающие ее основные факторы отличаются друг от друга. Каждая компания должна стремиться к принятию особенной дивидендной политики, в которой учитываются сбалансированные интересы в отношении инвесторов и компаний. Следовательно теории, которые в контексте анализа статистических данных полностью представляют предпочтительную политику выплаты дивидендов в той или иной стране (регионе), мягко говоря, при выборе преимущественной версии для конкретных компаний не могут быть достоверными.

**Ключевые слова:** дивидендная политика, теория дивидендной политики, распределение прибыли, выплата дивидендов, рыночная стоимость компании, капитализация.

JEL: G20, G32

#### KAREN MAMIKONYAN

Associate Professor at the Chair of Finance at ASUE,  
PhD in Economics

#### ARMINE BABOYAN

PhD in Economics

***Dividend Policy and its Impact on Market Capitalization of a Company.***— The paper discusses issues in the theory of dividend policy that relate to the impact of dividend payment on the market value of the company and the factors that measure it. In this context, the dividend policy of a company is aimed at optimizing the proportions of the used and reinvested shares of profit in order to increase the market value of the company and the well-being of shareholders. Such management of a profit should be based on the financial stability of the company, its further capitalization or ensuring the profitability of reinvested capital, at the same time, confirming the balance of increasing the interests and welfare of investors, as well as protecting their rights.

The dividend policy of various companies has certain particularities, and the main factors that determine it are different from each other. Each company should be aimed at adopting a special dividend policy, which takes into account balanced interests in relation to investors of companies. Therefore, theories that in the context of the analysis of statistical data completely represent the preferred dividend payment policy in a particular country (region), mildly speaking, cannot be reliable when choosing the preferred version for certain companies.

**Key words:** dividend policy, theory of dividend policy, profit distribution, dividend payment, company market value, capitalization.

JEL: G20, G32