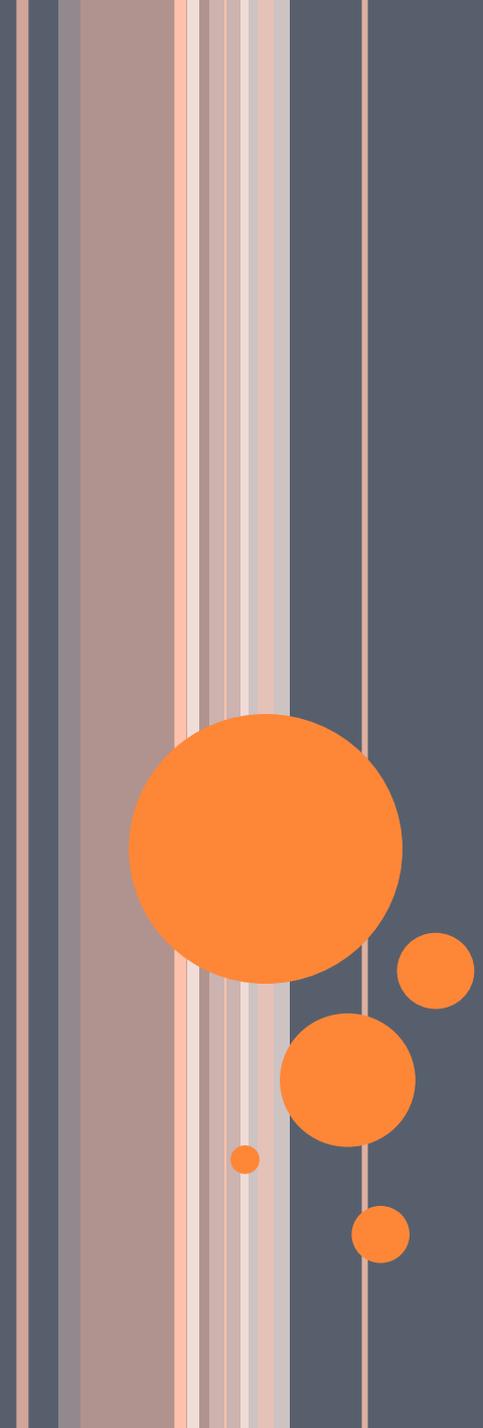




ТЕМА 2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

- 1. Базовые концепции корпоративных финансов
- 2. Понятие структуры и стоимости капитала
- 3. Теории структуры капитала
- 4. Дивидендная политика





1. БАЗОВЫЕ КОНЦЕПЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

КОНЦЕПЦИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- Гипотеза о рыночной эффективности является одним из краеугольных положений финансовой теории.
- Рынок является эффективным, если он очень быстро корректирует цены в соответствии с новой информацией.
- Причем коррекция цен происходит столь быстро, что инвестор не имеет возможности воспользоваться новой информацией для получения аномальных доходов.



ТРИ ФОРМЫ РЫНОЧНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Эффективность рынка может быть реализована в трех формах:

- **слабой,**
- **сильной,**
- **средней (полусильной).**



СЛАБАЯ

ФОРМА ЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА

- При слабой форме рыночной эффективности в ценах рынка отражается только историческая информация. Это означает, что на все тенденции к повышению или понижению цен или доходности со стороны рынка следует очень быстрая реакция. В результате уже в текущий момент времени цена корректируется так, что становится бессмысленным ожидать продолжения тенденции в будущем. Это делает технический анализ (то есть анализ, нацеленный на прогнозирование цен и доходности по прошлым тенденциям) пустой тратой времени, во всяком случае, для среднего участника рынка



СРЕДНЯЯ (ПОЛУСИЛЬНАЯ) ФОРМА РЫНОЧНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

- Средняя форма рыночной эффективности предполагает, что вся опубликованная информация влияет на цены и приводит к их немедленной коррекции, так что стандартные приемы фундаментального анализа, основанные на использовании публично доступной информации, также теряют свою результативность. По исследованиям большинства ученых, современные финансовые рынки стран с устойчивой рыночной экономикой имеют среднюю форму эффективности.



СИЛЬНАЯ ФОРМА РЫНОЧНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

- Сильная форма рыночной эффективности характерна для рынка, конъюнктура которого зависит от всей релевантной информации, включая профессиональные прогнозы и оценки специалистов. На таком рынке отсутствуют иррациональные цены, коррекция которых может привести к образованию аномальных доходов. Такой рынок невозможно переиграть, и единственной разумной стратегией поведения на нем является пассивное конструирование портфеля, повторяющего пропорции этого рынка.



ПРИЗНАКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЫНКА В СИЛЬНОЙ ФОРМЕ

- он полностью обеспечен информацией о каждом участнике, которая является равнодоступной для всех инвесторов;
- каждый инвестор способен адекватно воспринимать и реагировать на полученную информацию, то есть имеет необходимые знания и опыт для того, чтобы воспользоваться поступающими в систему сведениями;
- реакция участников фондового рынка происходит одновременно, интервал времени между поступлением информации и ее использованием пренебрежимо мал.
- эффективно действует закон, не позволяющий инсайдерам воспользоваться эксклюзивной информацией в корыстных целях в ущерб интересам остальных инвесторов;
- количество участников рынка велико, что не позволяет осуществить монополистический или олигополистический контроль над ценами;
- количество ценных бумаг, обращающихся на рынке, также очень велико.



ПОЧЕМУ ВАЖНО ЗНАТЬ, ЭФФЕКТИВЕН ЛИ РЫНОК?

- Во-первых, для того чтобы оценить перспективы активного менеджмента портфеля. Если в ценах рынка отсутствует иррациональность, очевидно, затраты денег и времени на фундаментальный или технический его анализ приведут лишь к убыткам, так как поиски «недооцененных» активов окажутся бесплодными.
- Во-вторых, с другой стороны, если рынок абсолютно неэффективен, то это делает невозможным использование базовых технологий менеджмента инвестиционного портфеля и корпоративных финансов, таких как CAPM, АРТ, теория ценообразования опционов и др., предполагающих наличие рыночной эффективности в качестве базового допущения.



КОНЦЕПЦИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

- означает, что любой актив или операция оцениваются с точки зрения величины и направления движения денежных потоков, порождаемых этим активом или операцией.

Денежный поток – движение денежных средств предприятия, выражающееся в поступлении денежных средств на счета предприятия или в их расходовании в результате операций с какими-либо активами предприятия или реализации того или иного проекта.



КОНЦЕПЦИЯ *ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА* ПРЕДПОЛАГАЕТ:

- идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид;
- оценку факторов, определяющих величину его элементов;
- выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставлять элементы потока, генерируемые в различные моменты времени;
- оценку риска, связанного с данным потоком и способ его учета.



КОНЦЕПЦИЯ ВРЕМЕННОЙ ЦЕННОСТИ ДЕНЕГ

- **Временная ценность** является объективно существующей характеристикой денежных ресурсов. Смысл ее состоит в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, обладает более высокой ценностью, чем та же самая денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время.



- Эта неравноценность определяется действием трех основных причин:
- инфляцией,
- риском неполучения ожидаемой суммы
- оборачиваемостью.



- Принимая решение о целесообразности подобных вложений, нужно уметь оценивать будущие денежные потоки с позиции текущего момента времени, т. е. определять их *современную стоимость (present value PV)*. Для оценки современной, или текущей, стоимости будущих сумм финансисты используют специальную методику, известную как *дисконтирование денежных потоков*.



КОНЦЕПЦИЯ РИСКА И ДОХОДНОСТИ

- Получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем связь между этими двумя взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональная: чем выше требуемая или ожидаемая доходность, т.е. отдача на вложенный капитал, тем выше и степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности; верно и обратное.
- Принятие риска оправдано лишь в том случае, если предполагаемый доход является возможным и приемлемым и при этом наступление рискованного события не приведет к негативным последствиям для бизнеса.



КОНЦЕПЦИЯ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

- Обслуживание того или иного источника обходится компании не одинаково. Каждый источник финансирования имеет свою стоимость, например, за банковский кредит нужно платить проценты.
- Стоимость капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимого для покрытия затрат по поддержанию данного источника и позволяющего не оказаться в убытке.



КОНЦЕПЦИЯ АСИММЕТРИЧНОСТИ ИНФОРМАЦИИ

- Отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Если такое положение имеет место, говорят о наличии асимметричной информации.
- Носителями конфиденциальной информации чаще всего выступают менеджеры и отдельные владельцы компаний. Эта информация может использоваться ими различными способами в зависимости от того, какой эффект, положительный или отрицательный, может иметь ее обнародование.



ПОРТФЕЛЬНАЯ ТЕОРИЯ И МОДЕЛИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ АКТИВОВ

- разработанная Гарри Марковицем методика формирования инвестиционного портфеля, направленная на оптимальный выбор активов, исходя из требуемого соотношения доходность/риск.
- В свою очередь, различные модели ценообразования активов (*SAPM*, *APT* и др.) позволяют выявить основные факторы риска инвестиционного портфеля и оценить их влияние на его стоимость и доходность.



ТЕОРИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

- базируются на сравнении затрат на привлечение собственного и заемного капитала и степени влияния различных комбинированных вариантов финансирования на рыночную оценку.

Оптимальная структура капитала подразумевает такое сочетание собственного и заемного капитала, которое обеспечивает максимум рыночной оценки всего капитала.



ТЕОРИИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

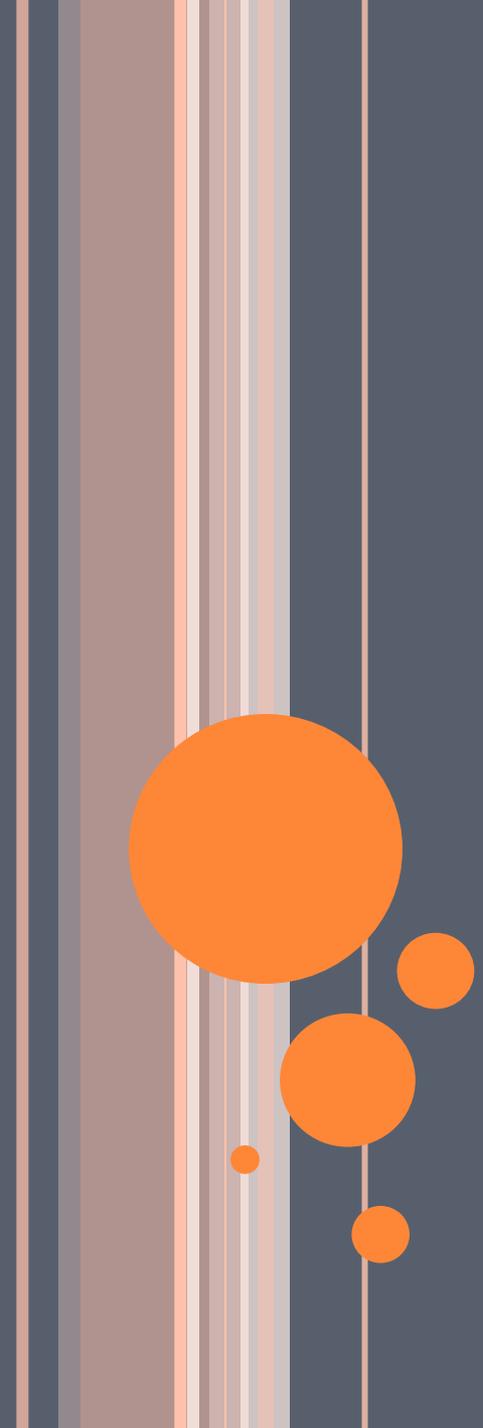
- Не менее важной и тесно взаимосвязанной с предыдущей является проблема распределения полученной прибыли, рассматриваемая в рамках дивидендной политики.
- Ключевая проблема дивидендной политики заключается в отыскании оптимального соотношения между выплатами в пользу предоставивших капитал владельцев фирмы и той частью прибыли, которая направляется на дальнейшее развитие бизнеса.



КОНЦЕПЦИЯ *АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ЗАТРАТ*

- Принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта. Например, можно осуществлять транспортировку произведенной продукции собственным транспортом, а можно прибегнуть к услугам специализированных организаций. В этом случае решение принимается в результате сравнения альтернативных затрат, выражаемых чаще всего в виде относительных показателей.



A decorative vertical bar on the left side of the slide, featuring a gradient from dark blue to light orange, with several thin vertical lines and a cluster of five orange circles of varying sizes.

2. ПОНЯТИЕ СТРУКТУРЫ И СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

- Предприятия и фирмы получают необходимый для своей деятельности капитал из разных источников. При этом используемые источники капитала существенно отличаются по методам привлечения и по цене (стоимости). Несмотря на разнообразие подобных источников, в общем случае все они могут быть разделены на собственные и заемные. В этой связи под структурой капитала понимается соотношение собственного и заемного капитала в финансировании предприятия.
- Некоторые виды источников финансирования по своей экономической сущности являются гибридными и сочетают в себе свойства как заемных, так и собственных.



- Плата за привлечение капитала носит всеобъемлющий характер. Вкладывая средства в то или иное предприятие, собственники рассчитывают на получение определенных доходов в виде дивидендов и/или приращения капитала. В свою очередь, кредиторы рассчитывают на получение процентного дохода. Даже отказ от использования уже имеющихся в распоряжении фирмы денежных ресурсов приводит к возникновению альтернативных издержек. Таким образом, бесплатных источников капитала в рыночной экономике не существует.



- Общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного источника и объема капитала, выраженная в процентах к этому объему, называется его ценой, или стоимостью (*Cost of Capital — CC*).
- Соответственно, совокупная, или общая, стоимость капитала фирмы складывается из стоимостей его отдельных компонент.



В финансовом менеджменте стоимость капитала является одним из ключевых показателей и широко используется при решении многих задач, поскольку она:

- представляет требуемую инвесторами отдачу на вложенные ресурсы;
- позволяет сделать рациональный выбор из нескольких вариантов инвестиций;
- лежит в основе управления структурой источников финансирования;
- выступает одним из рычагов повышения эффективности деятельности предприятия и создания дополнительной стоимости для его владельцев и т. д.



СТОИМОСТЬ ЗАЕМНЫХ ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Традиционными видами долгосрочных заемных источников формирования капитала предприятия являются:

- кредиты банков;
- облигационные займы;
- лизинг и др.

Стоимость большинства заемных источников можно определить на основе чистой суммы привлеченных средств и потока платежей по их погашению.



- Важнейшее свойство любых видов займа заключается в том, что в общем случае процентные платежи по их обслуживанию входят в издержки, относимые на себестоимость продукции, которые вычитаются из налогооблагаемой базы.



СТОИМОСТЬ ИСТОЧНИКОВ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Основными элементами собственного капитала предприятий являются:

- привилегированные акции;
- обыкновенные акции;
- нераспределенная прибыль и приравненные к ней средства.



- Теоретически стоимость собственного капитала равна норме доходности, требуемой владельцами предприятия, и могла бы определяться, например, уровнем дивидендных выплат. Однако на практике определение стоимости элементов собственного капитала является достаточно сложной задачей. Проблема заключается в том, что при общей экономической сущности элементы собственного капитала имеют различия.



- Во-первых, обыкновенные и привилегированные акции являются *внешними*, или *привлеченными*, источниками, тогда как прибыль — внутренним, формируемым в результате ведения хозяйственной деятельности и не требующим затрат на привлечение.



- Во-вторых, существуют различия между обыкновенными и привилегированными акциями. В случае использования последних у предприятия возникают обязательства по выплате фиксированных дивидендов в объеме, указанном в уставе или проспекте эмиссии. Данное свойство делает привилегированные акции похожими на долговые инструменты. Для инвесторов это означает меньший уровень риска и, соответственно, они согласны получать по ним меньший доход. Поэтому стоимость такого источника обычно занимает промежуточное положение между ценой заемного финансирования и ценой обыкновенных акций.



- Изложенное обуславливает необходимость применения различных подходов к определению стоимости обыкновенных и привилегированных акций, а также нераспределенной прибыли.



- Если организация выпускает привилегированные акции (*preferred stock* — *PS*) и планирует выплачивать по ним фиксированный дивиденд, то цену привлеченного таким способом капитала удобно определять как доходность бессрочной ренты с учетом всех затрат на эмиссию (*flotation cost* — *fc*)



Стоимость *обыкновенных акций* определить значительно сложнее, поскольку величина выплачиваемых по ним дивидендов заранее неизвестна. И в общем случае стоимость привлечения средств с использованием обыкновенных акций можно рассчитать лишь приблизительно. В современной практике применяется несколько основных подходов к расчету цены этого источника капитала:

- различные модели дисконтирования дивидендов (*DDM*);
- модель оценки капитальных активов (*CAPM*);
- модель Модильяни — Миллера;
- коэффициентные модели и др.



- Модель Гордона может быть применена для предприятий, регулярно выплачивающих дивиденды. Исчисляемая при этом цена капитала становится очень чувствительной к темпу роста дивиденда g , а его величина во многом зависит от точности прогноза.
- В условиях развитого рынка капиталов более обоснованный результат дает применение модели *SAPM*. Для этого необходимо, чтобы акции предприятия либо его бизнес-аналога котировались на фондовом рынке.



- Применение модели *SAPM* для оценки стоимости обыкновенных акций в Российской Федерации связано с рядом проблем, основными из которых являются специфика отечественного рынка ценных бумаг и, как следствие, сложность определения ее параметров, в частности, премии за систематический риск.



- Еще одним подходом, позволяющим оценить стоимость акционерного капитала предприятия, имеющего займы, на базе стоимости акционерного капитала предприятия, не использующего долгов, является модель Модильяни — Миллера, сущность которой будет рассмотрена далее.



- Модели, базирующиеся на использовании финансовых коэффициентов, относятся к наиболее простым и поэтому популярны среди практиков. Как правило, оценка осуществляется на основе того или иного мультипликатора.



- *Внутренней компонентой* собственного капитала является нераспределенная или реинвестированная прибыль (РЕ). Нераспределенная прибыль как источник собственного капитала играет особую роль в финансировании предприятия, поскольку ее использование не требует расходов на привлечение.



- Ограничениями для использования данного источника служат величина чистой прибыли (ее нужно заработать) и необходимость выплаты дивидендов собственникам (акционерам).



- Стоимость капитала фирмы в целом представляет собой среднее взвешенное из отдельных значений требуемых владельцами ставок доходности, или, другими словами, среднее взвешенное из затрат на его привлечение (*WACC*):
- $WACC = \sum K_i \cdot d_i$, где K_i – процентный уровень цены i -го элемента капитала (источника средств); d_i – удельный вес (доля) i -го элемента капитала в его совокупной величине; n - количество элементов капитала (источников средств)



Средневзвешенная цена капитала определяется на конкретный период времени, исходя из сложившихся экономических условий. При этом исходят из следующих допущений:

- рыночные и балансовые стоимости фирмы равны;
- существующая структура используемых источников финансирования является приемлемой или оптимальной и должна поддерживаться в будущем.



- В теории при оценке *WACC* менеджер должен опираться на рыночную стоимость долга и собственного капитала и при этом руководствоваться необходимостью сохранения их оптимальных или целевых пропорций. Однако на практике реализация этих допущений связана с определенными трудностями. Даже для тех предприятий, которые привлекают финансовые ресурсы путем эмиссии акций и облигаций, рыночная стоимость долга и собственного капитала может быть определена только приблизительно, поскольку подвержена значительным колебаниям. Поэтому в действительности при расчете *WACC* менеджеры и аналитики часто используют балансовую стоимость источников финансирования.



- Однако на практике реализация этих допущений связана с определенными трудностями. Даже для тех предприятий, которые привлекают финансовые ресурсы путем эмиссии акций и облигаций, рыночная стоимость долга и собственного капитала может быть определена только приблизительно, поскольку подвержена значительным колебаниям.



- Поэтому в действительности при расчете *WACC* менеджеры и аналитики часто используют балансовую стоимость источников финансирования.

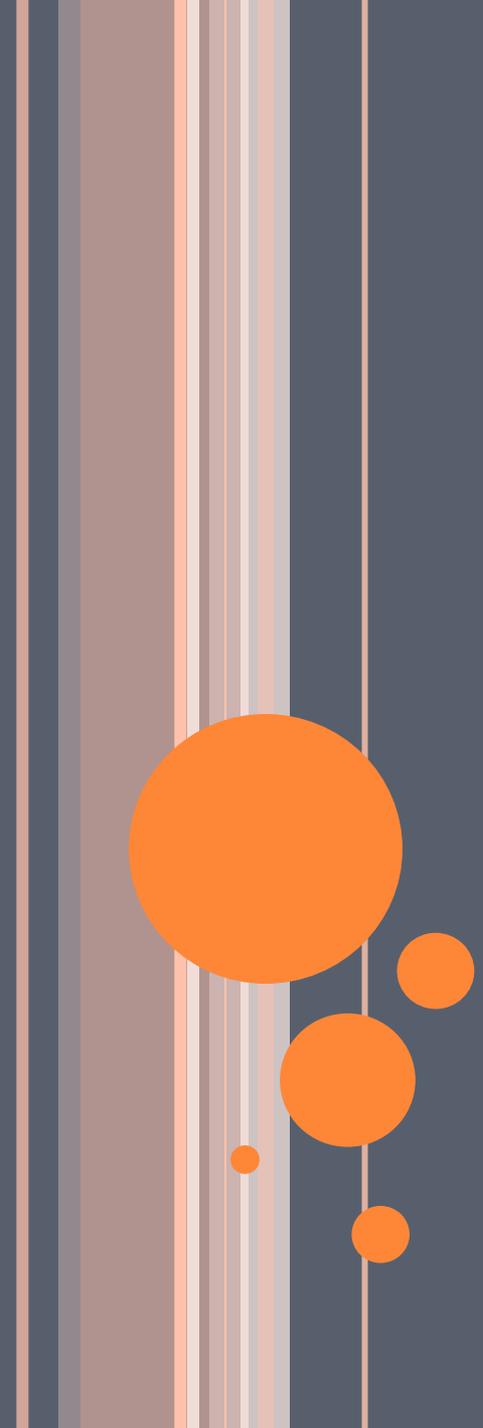


- Под *предельной стоимостью капитала* (*marginal cost of capital* — MCQ) понимают издержки на привлечение его дополнительной единицы.
- До определенных границ предельная стоимость дополнительно привлекаемой единицы капитала, независимо от его источника, будет равна величине WACC.



- Однако чем больший объем капитала требуется предприятию, тем сильнее будут расти издержки на привлечение его отдельных компонент. Соответственно, увеличение стоимости хотя бы одной из них неизбежно приведет и к возрастанию WACC.





3. ТЕОРИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

- Среди проблем, с которыми сталкивается финансовый менеджер, одной из основных является выбор оптимальной структуры капитала, т. е. такого сочетания собственных и заемных средств, которое максимизирует стоимость фирмы для владельцев.
- Под *оптимальной структурой капитала* понимается такое сочетание различных источников финансирования, при котором его средняя стоимость *WACC* становится минимальной.



В настоящее время существуют различные взгляды на роль и влияние структуры капитала на стоимость фирмы:

- теория Модильяни — Миллера (ММ);
- традиционный подход;
- компромиссные модели (теория статического равновесия);
- модели асимметричной информации;
- модели агентских издержек и др.



ТЕОРИЯ МОДИЛЬЯНИ МИЛЛЕРА

- Основоположниками теории структуры капитала заслуженно считаются американские ученые Ф. Модильяни (F. Modigliani) и М. Миллер (M. Miller).
- В качестве отправной точки выяснения роли структуры капитала ММ использовали идеальную экономическую среду, в которой рынки совершенны, отсутствуют налоги и другие издержки ведения бизнеса (транзакционные, агентские, информационные, банкротства), все участники хозяйственной деятельности находятся в равных условиях (например, могут привлекать и размещать капитал по одинаковой безрисковой ставке), ведут себя рационально, обладают одной и той же информацией и т. п.



- Согласно *теории Модильяни Миллера* в идеальной экономической среде структура капитала не влияет на стоимость предприятия, которая зависит только от рентабельности его деятельности и связанных с ней рисками



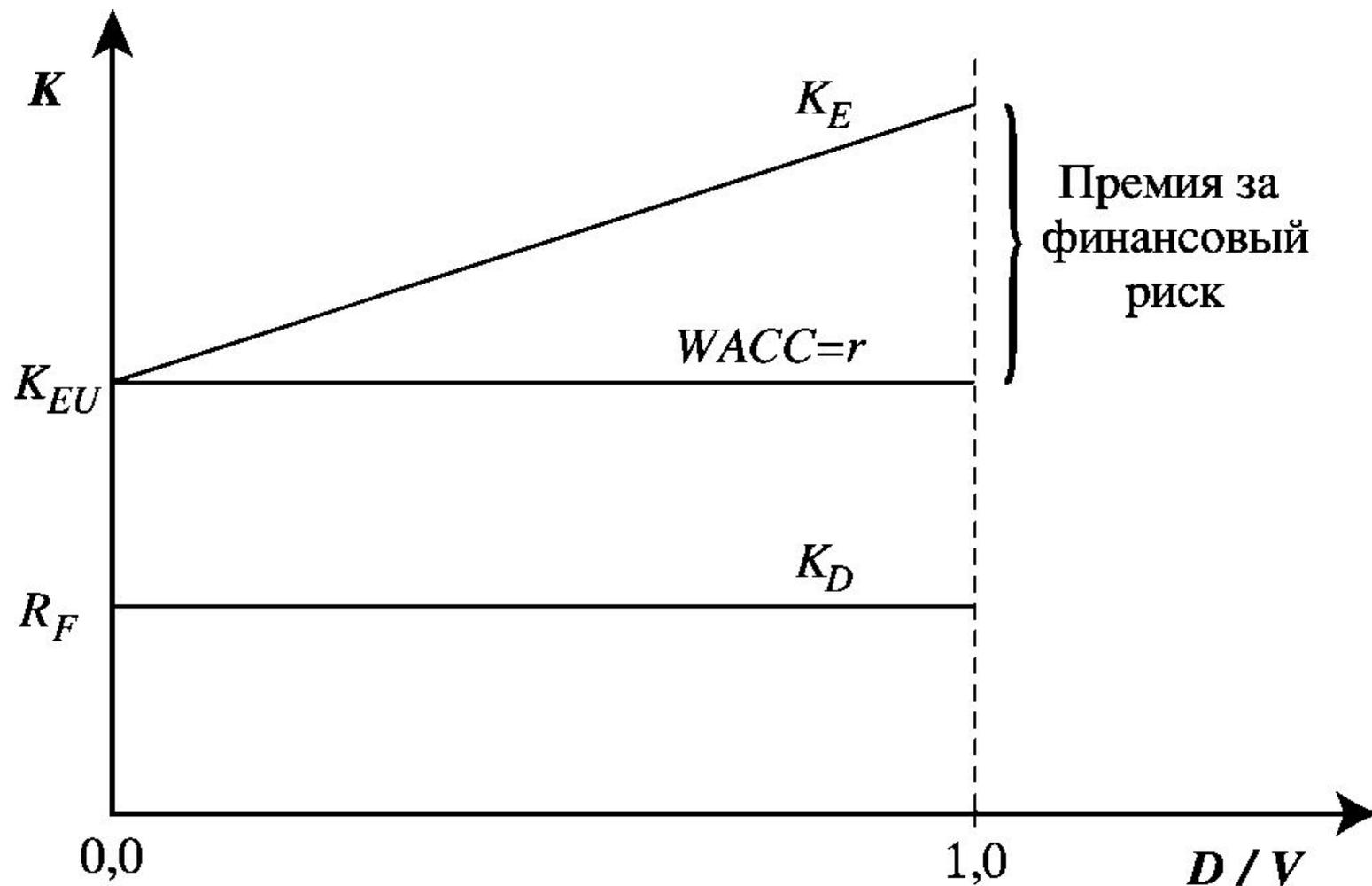
- В идеальной экономической среде независимо от варианта вложений и при любом из ожидаемых результатов хозяйственной деятельности денежные потоки полученные инвестором будут одинаковы. Поэтому ему безразлично, в какую из фирм осуществлять вложения, поскольку в заданных условиях оба варианта равноценны.
- Другими словами, структура капитала или способ финансирования фирмы не имеет значения и не влияет на ее стоимость.
- Из теоремы следует еще один важный вывод: средняя стоимость капитала $WACC$ не зависит от его структуры для всех фирм одной группы риска и равна стоимости акционерного капитала финансово независимой фирмы:



- Итак, в идеальном мире способы финансирования не имеют значения, а финансовый менеджер, лишившись, по крайней мере, трети своих обязанностей, должен сосредоточить все усилия на управлении инвестиционной и операционной деятельностью своего предприятия.
- К сожалению, реальный мир далек от совершенства, и ни одно из допущений, лежащих в основе теории ММ, на практике не выполняется.



ГРАФИЧЕСКАЯ ИЛЛЮСТРАЦИЯ ТЕОРИИ ММ В УСЛОВИЯХ ИДЕАЛЬНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СРЕДЫ ПРИ ОТСУТСТВИИ НАЛОГОВ



- В дальнейшем М. Миллер представил модель, в которой, помимо корпоративных, были учтены персональные налоги инвесторов — собственников и кредиторов.



ТРАДИЦИОННЫЙ ПОДХОД

- Этот подход предполагает прямую зависимость средней стоимости капитала от его структуры и от возможности ее оптимизации в течение определенного периода развития фирмы. Критерием оптимальности является минимизация цены капитала $WACC$, которая приводит при прочих равных условиях к увеличению рыночной стоимости фирмы



- В реальном мире ни одно из допущений теории ММ не выполняется, и заемный капитал обходится предприятию дешевле собственного, так как выплаты в пользу кредиторов фиксированы, носят обязательный характер и являются первоочередными по сравнению с выплатами в пользу владельцев. В случае банкротства требования кредиторов удовлетворяются прежде требований собственников. Поскольку кредиторы подвергаются значительно меньшим рискам по сравнению с собственниками, они вынуждены довольствоваться более низкой доходностью.



- Таким образом, повышение доли более дешевого источника финансирования в структуре капитала должно приводить к снижению его средней стоимости и, соответственно, к росту стоимости фирмы.



- Несмотря на рациональные в целом предпосылки, традиционный подход не находит должного подтверждения на практике. В частности, из него следует, что фирмам надлежит использовать максимально возможную долю займов в финансировании. Кроме того, предприятия одной отрасли либо близкие по роду деятельности должны иметь примерно одинаковую структуру капитала.



- Однако эмпирические исследования показывают, что доля займов в финансировании предприятий реального сектора редко превышает 50%, причем на практике эта величина, как правило, ниже. Можно также обнаружить существенные различия и в структуре финансирования предприятий, принадлежащих к одной отрасли или ведущих похожий бизнес.
- В настоящее время взгляды традиционалистов не разделяются большинством ученых и практиков.



КОМПРОМИССНАЯ МОДЕЛЬ (ТЕОРИЯ СТАТИЧЕСКОГО РАВНОВЕСИЯ)

- Сторонники компромиссного подхода (*trade-off theory*) исходят из реальных условий ведения бизнеса. На практике принятие любого управленческого решения требует поиска необходимого баланса между доходностью хозяйственной операции и возникающим при этом риском. Введение в структуру капитала заемных средств обычно снижает общие издержки финансирования из-за более низкой стоимости, способствуя тем самым росту рентабельности бизнеса.



- Однако увеличение долговых обязательств повышает рискованность ожидаемой прибыли и денежных потоков, а также вероятность неисполнения обязательств перед кредиторами, ведущего к возникновению финансовых затруднений (*financial distressed*) и в конечном итоге — к банкротству (*bankruptcy*).



- Возникновение финансовых затруднений, равно как и ситуация банкротства, связаны с существенными издержками, известными в мире бизнеса как издержки банкротства (*bankruptcy costs*). Их можно разделить на прямые и косвенные.



- ▣ *Прямые издержки банкротства* порождает сама процедура его осуществления, в процессе которой предприятие ведет длительные и дорогостоящие судебные разбирательства, разрешает конфликты между различными группами заинтересованных лиц, осуществляет распродажу или лишается части активов и т. п. Практика показывает, что прямые издержки банкротства, включая оплату юридических услуг, различные комиссии и сборы, могут достигать 5—20% стоимости фирмы.



Косвенные издержки банкротства являются следствием не самой процедуры, а угрозы начала таковой, и включают следующие основные компоненты:

- потери от падения объемов и результатов хозяйственной деятельности, вызванные снижением лояльности потребителей и ухудшением отношений с поставщиками, которые ужесточают свои требования по оплате продуктов и услуг;
- снижение эффективности управления, поскольку усилия и время менеджмента сосредоточены исключительно на финансовых проблемах и мерах по выводу предприятия из кризиса либо на реализации самой процедуры банкротства;
- потери, вызванные утратой квалифицированного персонала;
- рост стоимости финансовых ресурсов вследствие увеличения инвесторами премии за принятие дополнительного риска и т. д.



- Косвенные издержки также часто называют издержками финансовых затруднений (*financial distress costs*). Нетрудно заметить, что их непосредственное измерение на практике — достаточно сложная задача, и в целом они могут быть оценены лишь приблизительно.



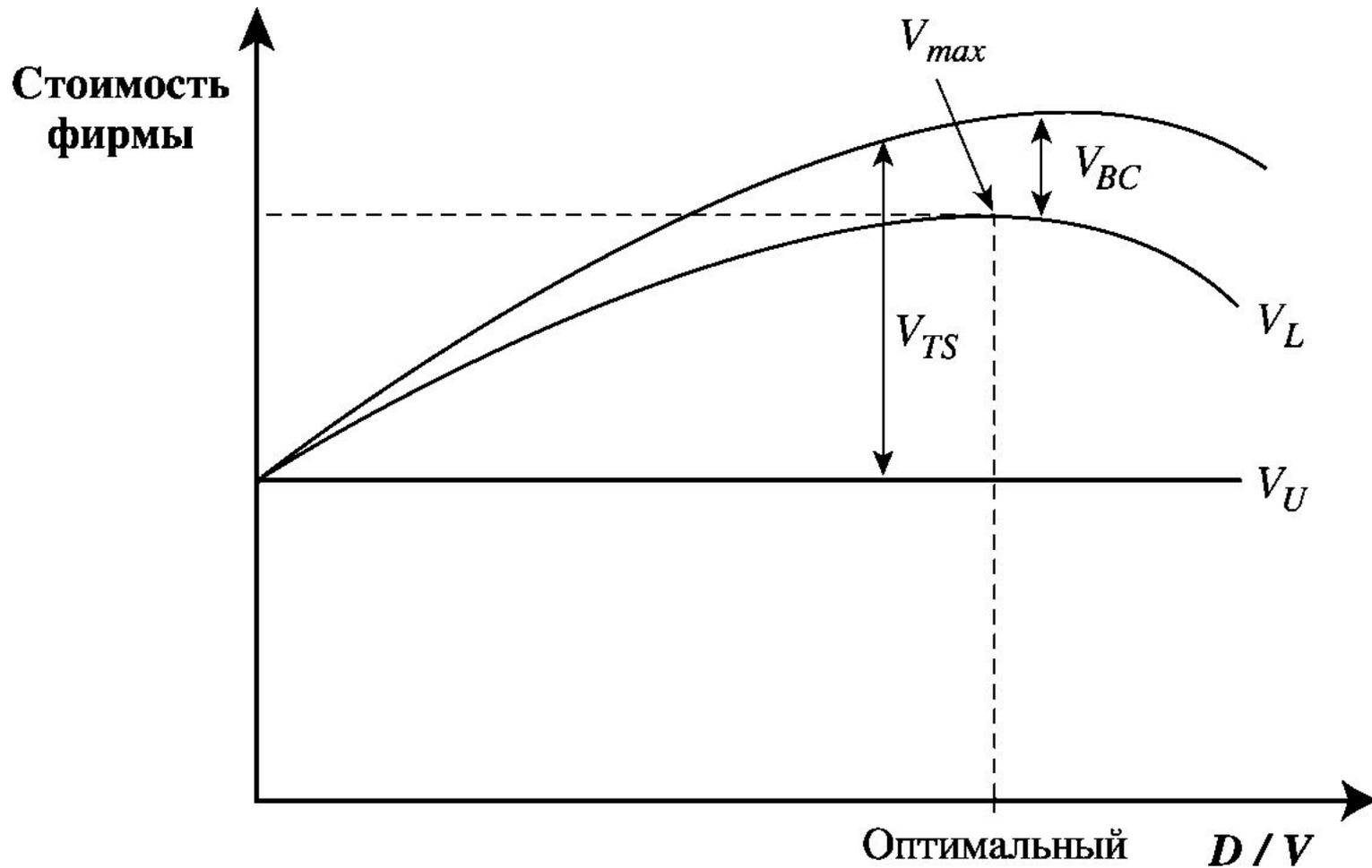
- Увеличение доли заемного финансирования в структуре капитала приводит к росту выгод от налогового щита и, соответственно, увеличению стоимости фирмы, но при этом одновременно повышается и вероятность ее банкротства и связанные с ним издержки, что снижает общую стоимость.



- В соответствии с компромиссной моделью оптимальная структура капитала — это такое сочетание собственных и заемных средств, при котором стоимость налоговых щитов полностью покрывает ожидаемую стоимость издержек банкротства. Процесс выбора оптимальной структуры капитала, согласно компромиссной теории, изображен на рис.



СТРУКТУРА КАПИТАЛА И СТОИМОСТЬ ФИРМЫ (КОМПРОМИССНАЯ МОДЕЛЬ)



- V_L — стоимость зависимой фирмы;
- V_{TS} — чистая выгода (приведенная стоимость) налогового щита;
- V_U — стоимость независимой фирмы;
- V_{BC} — ожидаемая приведенная стоимость банкротства;
- V_{max} — максимальная стоимость фирмы



- Как следует из рисунка, стоимость финансово зависимой фирмы «L» растет по мере увеличения долга за счет получаемых налоговых выгод, однако издержки банкротства снижают этот эффект. При невысокой доле займов вероятность банкротства незначительна и эффект от налоговых выгод превосходит возможные издержки финансовых затруднений. Но при достижении определенного уровня долга вероятность возникновения банкротства начинает быстро расти и его издержки снижают стоимость зависимой фирмы.



- Максимальная стоимость фирмы соответствует оптимальной структуре капитала, при которой стоимость налоговых выгод равна ожидаемой стоимости банкротства. Местоположение этой точки зависит от уникальных характеристик конкретного предприятия



- Итак, оптимальная структура капитала согласно рассмотренной теории зависит не только от величины налоговых щитов, но и от издержек возможного банкротства фирмы. Поиск оптимальной структуры капитала предполагает достижение разумного компромисса между выгодами заемного финансирования за счет экономии на налогах и затратами, связанными с возможными финансовыми затруднениями, вероятность которых повышается с ростом доли долга. В этой связи данный подход часто называют *теорией статического равновесия*.



- Отметим также, что применение данного подхода на практике предполагает поддержание некоторого целевого соотношения займов и собственного капитала в финансировании, т. е. величины D/V или D/E , определяемой на основе рыночных оценок.
- Однако на практике чрезвычайно сложно количественно оценить все издержки заемного финансирования (в особенности — издержки банкротства), поэтому часто невозможно точно установить величину D/V , при которой структура капитала обеспечивает максимальную стоимость фирмы. Многие исследователи считают, что такая структура существует для отдельно взятой фирмы, но она меняется с течением времени, поскольку изменяются условия и направления хозяйственной деятельности, а также предпочтения инвесторов.



- В настоящее время имеются эмпирические наблюдения и факты, как подтверждающие, так и опровергающие положения и рекомендации компромиссного подхода.
- Например, данная теория успешно объясняет межотраслевые различия в финансировании. Так, фирмы, которые располагают в основном материальными активами, обычно привлекают заемные средства значительно интенсивнее, чем фирмы, стоимость которых определяется нематериальными активами и/или возможностями роста.



- Теория также позволяет понять сущность сделок по поглощению компаний или выкупу их менеджментом у собственников за счет заемных средств (*leveraged buy out* — *LBO*, *management buy out* — *MBO*). Обычно объекты подобных операций — зрелые предприятия с устойчивыми денежными потоками и рынками сбыта, но слабыми перспективами роста (так называемые «дойные коровы»). Именно такие предприятия в соответствии с компромиссной теорией могут позволить себе высокий уровень финансового рычага.



- В то же время на практике доля заемного капитала существенно варьирует среди похожих фирм, тогда как компромиссные модели предполагают, что логика использования и объемы заемного финансирования должны быть относительно схожими внутри одной отрасли. Кроме того, исследования зарубежных ученых показывают, что успешные предприятия с высокими доходами и, соответственно, налогообложением, как правило, обходятся минимумом займов.



МОДЕЛИ АСИММЕТРИЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ

- Асимметричность информации — широко известное и общепризнанное явление в мире бизнеса. Его существование обусловлено тем, что менеджмент всегда лучше, чем инвесторы и прочие внешние контрагенты, осведомлен о реальном положении дел на предприятии, его перспективах и рисках. В результате асимметричность информации существенно влияет на механизмы взаимодействия предприятия с рынком и на управленческие решения, принимаемые как внутренними, так и внешними по отношению к нему субъектами. Это в полной мере относится и к решениям по финансированию.



- Наиболее известной моделью асимметричной информации в рассматриваемой области является *теория иерархии*, впервые предложенная и обоснованная С. Майерсом (S. Myers) и развитая в его совместных работах с Н. Мэйлуфом (N. Majluf), а также другими исследователями.
- Согласно этой теории асимметричность информации влияет на выбор между внутренними и внешними источниками финансирования, а также между их основными видами. Это порождает существование иерархии выбора, в результате чего инвестиции финансируются прежде всего из внутренних источников, затем — за счет займов и в последнюю очередь — за счет нового выпуска собственного капитала (акций). Таким образом, фирма прибегает к выпуску акций только в том случае, когда ее внутренние резервы и кредитный потенциал полностью исчерпаны.



- Другой популярной разновидностью моделей асимметричной информации являются *сигнальные теории (signalling theory)*. К числу наиболее известных из них следует отнести модель С. Росса (S. Ross).



- Сущность модели Росса заключается в следующем. Привлечение займов при определенных условиях будет рассматриваться потенциальными инвесторами как сигнал об устойчивом положении фирмы, ее способности обслуживать текущие выплаты по обязательствам и уверенности в их своевременном погашении. В свою очередь, это предполагает достаточность денежных потоков, генерируемых как текущей деятельностью, так и ожидаемых от реализации будущих проектов. Отсюда следует, что решение о привлечении заемных средств, например о выпуске облигаций, должно положительно восприниматься инвесторами и приводить к росту цен на акции фирмы, т. е. к увеличению ее стоимости.



- Очевидно, что менеджмент будет подавать правдивые сигналы только при наличии соответствующей мотивации. Помимо привязки вознаграждения менеджмента к показателям стоимости фирмы, значимыми сигналами об эффективности ее деятельности и будущих проектов являются готовность руководства участвовать в ее финансировании, например в собственном капитале, а также повышение выплачиваемых дивидендов.



- Несмотря на значительную роль финансовых сигналов, на практике оценить качественно и количественно их влияние на стоимость фирмы, а также адекватность соответствующих моделей достаточно сложно. Все это затрудняет применение сигнальных моделей в прикладном аспекте.



МОДЕЛИ АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК

- Агентские отношения и связанные с ними издержки (*agency costs*) возникают в том случае, когда владельцы капитала (собственники и кредиторы) передают права на принятие и реализацию управленческих решений наемным менеджерам (агентам).
- Проблема агентских отношений наиболее характерна для корпоративной формы организации бизнеса, в которой собственность расплывлена между множеством акционеров, и ее функции на практике отделены от функций управления. Поэтому в подавляющем большинстве современных корпораций собственники фактически не управляют бизнесом и не обладают детальной информацией о его реальном состоянии. В аналогичной ситуации находятся и кредиторы, которые являются внешними субъектами по отношению к фирме.



- Таким образом, можно выделить следующие типы агентских отношений и вытекающих из них потенциальных конфликтов:
- между собственниками (акционерами) и менеджерами;
- между кредиторами и менеджерами;
- между собственниками и кредиторами.

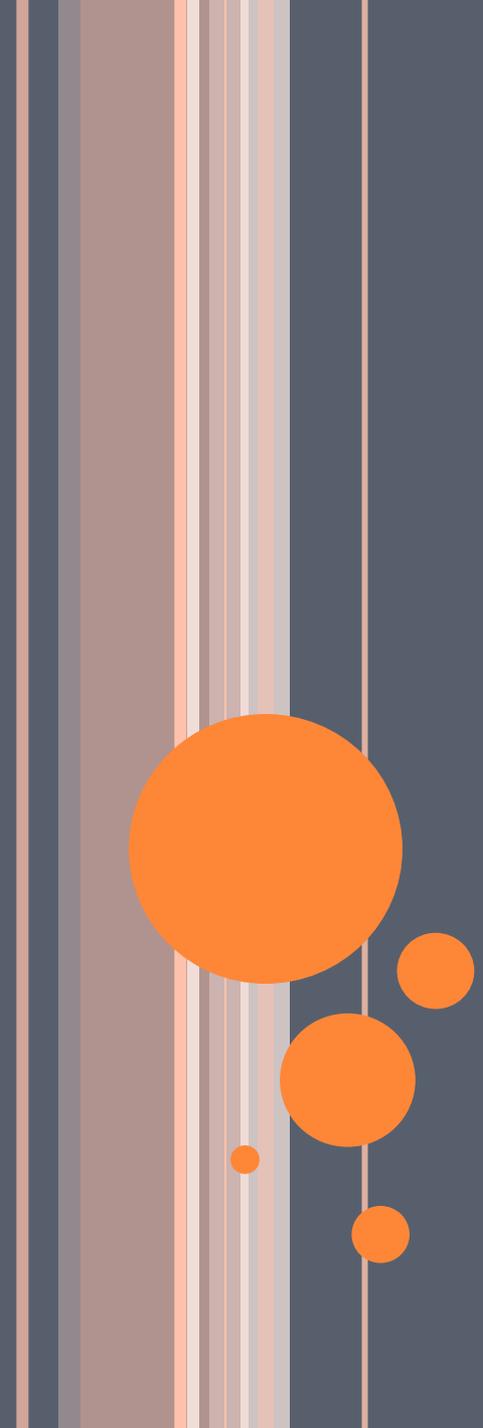


- Исследования показали, что одним из естественных способов разрешения основных агентских конфликтов и снижения сопутствующих им издержек могут служить решения по структуре капитала.
- Согласно агентским моделям увеличение заемного капитала приводит, с одной стороны, к росту издержек банкротства и агентских издержек долгового финансирования. Однако, с другой стороны, оно способствует снижению агентских издержек на менеджмент.



- Из изложенного следует, что согласно рассматриваемой теории оптимальной является такая структура капитала, которая минимизирует агентские затраты путем достижения компромисса (в идеале — равновесия) между выгодами и издержками заемного финансирования в отношении решения основных агентских конфликтов.
- Соответственно, поведение менеджмента должно быть направлено на соблюдение баланса интересов кредиторов и собственников с целью минимизации агентских издержек на заемное финансирование.





4. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

- Теоретические аспекты дивидендной политики весьма многогранны, однако центральное место при этом занимают следующие вопросы:
- оказывают ли решения по выплатам собственникам влияние на стоимость фирмы и какова должна быть их оптимальная величина?



ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

- ▣ — это часть финансовой стратегии предприятия, направленная на оптимизацию пропорций между потребляемой и реинвестируемой (капитализируемой) долями прибыли с целью увеличения его рыночной стоимости и благосостояния собственников.



ДИВИДЕНД

- ▣ — это часть прибыли предприятия, распределяемая между собственниками в соответствии с количеством приобретенных акций, долей, паев с той или иной периодичностью.



- В отличие от других видов доходов, получаемых за предоставление капитала, например процентов, выплаты дивидендов не являются обязательными, а их величина, как правило, неизвестна заранее. Для корпораций она устанавливается решением собрания акционеров на основании предложений совета директоров и на практике часто зависит от полученных результатов хозяйственной деятельности.
- Право на получение дивидендов дают как привилегированные, так и обыкновенные акции.



- Дивиденды по обыкновенным акциям выплачиваются только после покрытия всех затрат, уплаты процентов по выпущенным облигациям и взятым кредитам, налогов и дивидендов по привилегированным акциям.
- Таким образом, права владельцев обыкновенных акций на получение части дохода от деятельности фирмы удовлетворяются в последнюю очередь.



- В мировой хозяйственной практике известны различные типы дивидендов:
- *регулярные дивиденды*, выплачиваемые на периодической или постоянной основе;
- *дополнительные дивиденды* (например, в случае получения сверхприбыли в данный период);
- *специальные дивиденды* (дополнительные разовые дивидендные выплаты);
- *ликвидационные дивиденды*, выплачиваемые в случае ликвидации предприятия или его части и др.



- Выплата дивидендов осуществляется в несколько этапов, определяемых рядом дат.
 - *Дата объявления* — совет директоров объявляет о намерении выплатить дивиденды в соответствующем объеме (сумме) и определяет дату начала платежей.
 - *Экс-дивидендная дата либо дата закрытия реестра* — момент времени, до которого необходимо владеть акцией, чтобы иметь право на получение дивидендов. В этот день курс акций обычно снижается на величину, равную или близкую к объявленному дивиденду.
 - *Дата платежа* — день начала выплат дивидендов акционерам.



Выплата дивидендов может осуществляться в различных формах, каждая из которых имеет свои преимущества и недостатки. К наиболее распространенным из них следует отнести:

- выплаты в денежной форме (*cash dividends*);
- автоматическое реинвестирование (*dividend reinvestment plans*);
- выплата акциями (*stock dividends*);
- дробление акций (*stock split*);
- выкуп собственных акций (*stock repurchase*) и др.



- Основной и широко применяемой на практике формой дивидендных выплат является *денежная*. Вместе с тем законодательством Российской Федерации предусмотрены и иные формы выплат, например в виде продукции или иного имущества (т. е. натуральная). Выплаты в натуральной (имущественной) форме, в частности, практикуют отечественные предприятия, функционирующие в отрасли сельского хозяйства.



АВТОМАТИЧЕСКОЕ РЕИНВЕСТИРОВАНИЕ

- предоставляет акционерам право индивидуального выбора — получить дивиденды наличными или реинвестировать их в дополнительные акции (для этого акционер заключает с предприятием или обслуживающим его агентом соответствующее соглашение). В последнем случае предприятие осуществляет дополнительную эмиссию акций либо выкупает их требуемое количество на вторичном рынке.



- Выплата дивидендов в виде акций предполагает распределение среди собственников дополнительных акций на общую сумму дивидендных выплат. При этом число акций в обращении увеличивается, а цена, как правило, падает.



ПРЕИМУЩЕСТВА ВЫПЛАТЫ ДИВИДЕНДОВ В ВИДЕ АКЦИЙ

- сохранение свободных денежных средств в распоряжении фирмы;
- реализация дивидендной политики даже в условиях недостаточности денежных средств и подача позитивных сигналов рынку;
- увеличение числа акций в обращении;
- эффективный способ для акционеров увеличить свои доли без дополнительных затрат.



ДРОБЛЕНИЕ АКЦИЙ

- представляет собой снижение их номинала при пропорциональном увеличении их числа. При этом не происходит изменение собственного капитала, стоимости фирмы и благосостояния владельцев.



ВЫКУП ЧАСТИ СОБСТВЕННЫХ АКЦИЙ

- - в результате число акций в обращении уменьшается, а прибыль на одну акцию возрастает.
- Это позволяет автоматически увеличивать размер прибыли на оставшиеся акции и повышать коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде.
- Кроме того, покупка собственных акций обычно ведет к росту их курса, принося дополнительный доход акционерам в виде прироста капитала.



- Дивидендная политика фирмы может быть задана соответствующими показателями — коэффициентами реинвестирования (*retention ratio* — RR) и дивидендных выплат (*payout ratio* — PR). При этом любой из указанных показателей может быть выражен через другой.



- **Коэффициент дивидендных выплат** (*payout ratio* — PR) — отношение суммы дивидендных выплат к чистой прибыли за минусом дивидендов по привилегированным акциям
- Тогда **коэффициент реинвестирования** RR будет
- $RR = 1 - PR$.
- При условии отсутствия прочих выплат из чистой прибыли.



- Таким образом, сущность дивидендной политики заключается в поиске разумного компромисса между текущими доходами собственников и перспективами развития бизнеса, определяющего их будущее благосостояние. На практике ее реализация предполагает поиск оптимальных пропорций распределения прибыли между дивидендными выплатами и той ее частью, которая направляется на развитие хозяйственной деятельности.



Современная финансовая наука предлагает несколько теоретических подходов к решению вопросов дивидендной политики, наибольшее распространение из которых получили:

- теория нерелевантности дивидендов (Ф. Модильяни и М. Миллер);
- теория предпочтения дивидендных выплат (У. Гордон, Дж. Линтнер и др.);
- теория налоговых асимметрий (Р. Литценбергер и К. Ра-масвами);
- теория клиентуры;
- сигнальная теория;
- модель агентских отношений.



ТЕОРИЯ НЕРЕЛЕВАНТНОСТИ ДИВИДЕНДОВ (ТЕОРИЯ ММ)

Как и в случае со структурой капитала, Модильяни и Миллер исследовали взаимосвязь дивидендной политики и стоимости фирмы в идеальных условиях, предполагающих:

- совершенство рынков (отсутствие налогов, расходов на привлечение капитала и транзакционных затрат; равнодоступность информации для всех участников и т. д.);
- безразличность выбора между дивидендами или доходом от прироста капитала;
- независимость инвестиционной политики фирмы от финансовой и др.



- Исходя из сделанных допущений, Модильяни и Миллер показали, что инвесторов в условиях совершенного рынка будет интересовать только общая доходность, а не ее конкретные формы. Таким образом, любая дивидендная политика будет приводить к одинаковым результатам. Поэтому на совершенном рынке дивидендная политика не влияет на стоимость фирмы и благосостояние собственников.



- Если фирма имеет привлекательные инвестиционные возможности, выплата дивидендов нецелесообразна, а всю прибыль следует направить на их финансирование. И наоборот, при отсутствии таковых вся прибыль выплачивается акционерам.
- Выводы Модильяни и Миллера справедливы для тех идеальных условий, в которых они получены. Однако в реальном мире, где рынки несовершенны, существуют транзакционные и налоговые издержки, риски и т. п., дивидендная политика играет важную роль в жизни фирмы.



ТЕОРИЯ ПРЕДПОЧТЕНИЯ ДИВИДЕНДОВ

- Противоположная предыдущей точка зрения базируется на фундаментальном подходе к оценке акций, согласно которому их стоимость определяется потоком будущих дивидендных выплат:
- Более того, на практике форма получения дохода также безразлична инвесторам. Суть второго аргумента хорошо описывает известная пословица: «Лучше синица в руке, чем журавль в небе». Поскольку получение дохода в форме прироста стоимости капитала связано со значительным риском и объем дохода невозможно прогнозировать, инвесторы в общем случае должны предпочитать высокий уровень текущих дивидендных выплат, т. е. «синицу в руки». При этом продажа акций на рынке для получения текущего дохода в соответствии с теорией ММ для инвестора гораздо менее привлекательна, поскольку связана с транзакционными издержками, риском неблагоприятной конъюнктуры цен и низкой ликвидности, наконец, с потерей ценного актива, способного приносить доход в будущем.



ТЕОРИЯ НАЛОГОВЫХ АСИММЕТРИЙ

- При получении дивиденды подлежат немедленному налогообложению, в то время как налог на прирост капитала уплачивается только при продаже акций, долей, паев. Таким образом, налог на прирост капитала теоретически может быть отсрочен до бесконечности.
- С учетом данного факта Р. Литценбергер и К. Рамасвами предложили теорию, основанную на налоговых эффектах. По их мнению, когда дивиденды облагаются более высокими налогами, чем прирост капитала, фирмы должны выплачивать самые низкие денежные дивиденды, которые они могут себе позволить. Имеющиеся денежные средства должны сохраняться и реинвестироваться или же использоваться для выкупа акций.
- Следует отметить, что в настоящее время во многих странах налог на дивиденды и на прирост капитала выплачивается по одной или близким по величине ставкам. В Российской Федерации ситуация вообще противоположная - ставка налогообложения дивидендов составляет 9%, т. е. значительно ниже даже подоходного налога, не говоря уже о налоге на прибыль. Таким образом, акционерам, владеющим значительными пакетами, более выгодно получать доходы именно в форме дивидендов, что и делается на практике.



ТЕОРИЯ КЛИЕНТУРЫ

- Сущность данной теории можно кратко выразить известным выражением: «Клиент всегда прав». Другими словами, фирма должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям и предпочтениям ее акционеров и будущих инвесторов. В свою очередь инвесторы обычно выбирают фирму, дивидендная политика которой в наибольшей степени соответствует целям их вложений. И чем эта политика стабильнее, тем привлекательнее та или иная фирма для данной категории инвесторов.
- Таким образом, если основной состав акционеров («клиентура» фирмы) отдает предпочтение текущему доходу, то дивидендная политика должна исходить из преимущественного направления прибыли на цели текущего потребления. И наоборот, если основной состав акционеров отдает предпочтение увеличению своих доходов в будущем, то дивидендная политика должна исходить из преимущественной капитализации прибыли в процессе ее распределения. Та часть акционеров, которая с такой дивидендной политикой будет не согласна, реинвестирует свой капитал в акции других фирм, в результате чего состав «клиентуры» станет еще более однородным.



СИГНАЛЬНАЯ ТЕОРИЯ

- Одно из допущений теории нерелевантности дивидендов ММ заключается в том, что все инвесторы обладают равным доступом к информации. Однако нам уже известно, что на практике информация асимметрична. В этих условиях большинство инвесторов не знают истинную стоимость фирмы. Тогда выплаты дивидендов могут служить сигналами о будущей прибыли фирмы и ее истинной стоимости. Соответственно, объявление дивидендов является важной информацией для рынка, так как, в отличие от других сигналов, оно должно быть подкреплено наличием соответствующего объема денежных средств. Кроме того, выплата высоких дивидендов «сигнализирует» об устойчивости фирмы и ее доходов, а также о ее хороших перспективах в будущем.
- В целом эмпирические наблюдения свидетельствуют в пользу обоснованности данной теории, поскольку рост дивидендов часто сопровождается повышением котировок акций, в то время как их снижение приводит к падению их курсов.



МОДЕЛЬ АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК

- Согласно данной модели увеличение дивидендных выплат является одним из способов снижения агентских издержек, поскольку сокращает денежные потоки фирмы и снижает возможности менеджмента осуществлять чрезмерное инвестирование в неприбыльные проекты, а также вынуждает фирму искать дополнительные внешние источники финансирования. Увеличивая капитал из внешних источников, фирма вынуждена предоставлять определенную информацию органам надзора и инвесторам, что облегчает последним контроль за менеджментом.



На практике проводимая менеджментом предприятия дивидендная политика играет важную роль, так как она:

- оказывает существенное влияние на финансовые и инвестиционные решения;
- воздействует на движение денежных потоков и ликвидность;
- составляет важную часть взаимоотношений с инвесторами, во многом определяя их состав;
- влияет на колебания стоимости акций;
- способствует сокращению или увеличению собственного капитала и т. п.



Одно из наиболее известных исследований дивидендной политики предприятий и фирм на практике было проведено Дж. Линтнером. Его результатом явились следующие выводы:

- Фирмы придерживаются установленного на плановый период определенного коэффициента дивидендных выплат.
- Менеджеры основное внимание уделяют изменениям дивидендов, а не их абсолютной величине.
- Изменения дивидендов являются следствием долгосрочных изменений прибыли. Менеджеры «подгоняют» дивиденды под необходимый уровень.
- Менеджеры неохотно идут на изменения дивидендов, ведущие к их возврату на прежний уровень. Подобное поведение менеджеров объясняется тем обстоятельством, что независимо от индивидуальных различий инвесторы в целом предпочитают фирмы со стабильной и предсказуемой дивидендной политикой.



Линтнер также выделил следующие факторы, влияющие на размер дивидендов в текущем периоде:

- перспективы отрасли и ожидаемая прибыль;
- инвестиционная программа и потребность в капитале на ее реализацию;
- потребность в оборотном капитале;
- субъективная оценка менеджерами значения стабильности цены акции для собственников фирмы;
- доля дивидендов в прибыли конкурентов, чьи акции являются близкими субститутами акций предприятия;
- возможности предприятия по привлечению капитала из внешних источников;
- политика в отношении использования заемных средств и выпуска новых акций.



- Помимо перечисленных, на дивидендную политику оказывают влияние и ряд других факторов:
- законодательные ограничения — согласно законам РФ, дивиденды могут выплачиваться только из чистой или нераспределенной прибыли. Таким образом, отсутствие или нехватка последней может служить препятствием в реализации дивидендной политики;
- кредитные ограничения — ссудные договоры могут включать положения о запрете дивидендных выплат на период предоставления займа или существенно ограничивать объемы направляемых на эти цели денежных средств;
- состав, цели и предпочтения акционеров — как уже отмечалось, различные типы акционеров могут отдавать предпочтение той или иной дивидендной политике, а также иметь соответствующий налоговый статус;
- сохранение контроля над фирмой — текущие владельцы могут негативно относиться к привлечению капитала посредством эмиссии новых акций из-за возможности утраты контроля и размывания своих долей. В этом случае поддержание целевой структуры финансирования возможно только за счет реинвестирования прибыли и, соответственно, снижения или невыплаты дивидендов.



Типы дивидендной политики

Тип политики	Преимущества	Недостатки
1. Начисление дивидендов по остаточному принципу (после удовлетворения инвестиционных потребностей и формирования достаточных резервов для развития)	1. Обеспечение максимально возможных темпов роста фирмы и требуемого уровня финансирования за счет внутренних источников	1. Нестабильность и неопределенность будущих дивидендов. 2. Негативный фактор для потенциальных инвесторов и рынка
2. Поддержание целевого норматива коэффициента дивидендных выплат <i>PR</i>	1. Стабильный уровень дивидендов. 2. Четко определенная и предсказуемая дивидендная политика для инвесторов	1. Снижает возможность и темп роста фирмы за счет внутренних источников. 2. Необходимость привлечения внешних источников финансирования в случае благоприятных инвестиционных возможностей. 3. Необходимость снижать уровень выплат при неблагоприятных условиях
3. Гарантированный минимум дивиденды	1. Возможность гибко увеличивать дивиденды при росте прибыли и не сокращать их при ее снижении. 2. Поощряет заинтересованность менеджмента и акционеров в повышении прибыльности компании. 3. Определяя экстра-выплаты как возможные, менеджмент сигнализирует о том, что они не являются постоянными	1. Необходимость зарабатывать некоторый минимум прибыли для выплаты гарантированных дивидендов. 2. Негативная реакция инвесторов и рынка в случае изменения дивидендной политики
4. Постоянное значение дивиденда на акцию	1. Прогнозируемый денежный поток для инвесторов. 2. Удобство планирования движения денежных средств для предприятия	1. Невыплата дивиденда при отсутствии или недостаточности прибыли. 2. Недополучение дохода инвесторами в случае роста прибыли

Процедура разработки дивидендной политики может быть осуществлена в три этапа.

- 1. Оценка инвестиционных возможностей и разработка бюджета капиталовложений на планируемый период (от 3 до 5 лет) с целью определения будущих денежных потоков, доступных к распределению. При этом надлежит руководствоваться следующими основными принципами:
- максимизация стоимости фирмы, т. е. реализация проектов с наибольшими либо как минимум положительными значениями NPV ;
- акционеры вправе рассчитывать на получение «справедливой» доли прибыли фирмы.



- 2. Определение целевого коэффициента дивидендных выплат. Как уже отмечалось, инвесторы предпочитают стабильную дивидендную политику и негативно реагируют на снижение уровня выплат. В этой связи менеджменту необходимо поддерживать некоторый средний уровень выплат и сглаживать их возможные колебания, исходя из возможностей фирмы и прогнозов ее развития. На практике в качестве базового ориентира часто выбирают уже достигнутый уровень, среднеотраслевые показатели либо показатели фирм-конкурентов.



- 3. Проверка осуществимости различных вариантов дивидендной политики и выбор той, которая в максимальной степени способствует реализации поставленных целей.

