

Лекция 1. Дивидендная политика корпораций

Дивидендная политика – это:

- часть финансовой стратегии корпорации, направленная на оптимизацию пропорций между потребляемой и реинвестируемой долями прибыли с целью увеличения его рыночной стоимости и благосостояния собственников (И.Я. Лукасевич).
- механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственникам в соответствии с долей их вклада в капитал корпораций (Е.И. Шохин).
- политика корпораций в области распределения чистой прибыли (Н.И. Малых).

Дивиденд – это

- Гражданский кодекс РФ: полученный акционером от АО при распределении прибыли доход по принадлежащим акционеру акциям пропорционально долям акционеров в уставном капитале этого общества иной периодичностью.
- Налоговый кодекс РФ (ст.43): любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), но принадлежащий акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном капитале этой организации (т.е. дивиденд – доход на вложенный участниками капитал при любой форме долевого финансирования).

Направления использования чистой прибыли

Чистая прибыль отчетного периода

Дивиденды по привилегированным акциям	Дивиденды по простым акциям	Поощрительные выплаты работникам	Резервы	Увеличение уставного капитала	Капитализация (реинвестирование) нераспределенной прибыли
Использование прибыли, уменьшающее чистые активы			Использование прибыли, не уменьшающее чистые активы		

Вопросы стоящие перед эмитентом:

- Какую сумму нужно распределить между участниками?
- Нужно ли выплачивать дивиденды в денежной форме или передать участникам соответствующие денежные средства через выкуп части акций, которыми они владеют?
- На сколько стабильными должны быть выплаты дивидендов или они должны меняться от года в год с потоками денежных средств корпорации и ее потребностями в инвестициях?

Задача дивидендной политики

• **Оптимальное сочетание интересов акционеров (участников) с необходимостью достаточного финансирования развития корпорации**

Чем большая часть чистой прибыли направляется на выплату дивидендов, тем меньшая часть остается на самофинансирование, что ведет к сокращению темпов роста собственного капитала, выручки, снижает платежеспособность и финансовую устойчивость компании.



Если участники не получают достаточной прибыли на инвестированный капитал и предпочитают избавляться от ценных бумаг данной корпорации, падает рыночная стоимость компании и нынешними собственниками может быть утрачен контроль над капиталом.

Выбор проводимой дивидендной политики определяется решением двух взаимосвязанных задач



1) максимизация совокупного богатства акционеров (участников), в виде дивидендных выплат и прироста стоимости корпорации;

2) обеспечение достаточного объема собственных ресурсов для осуществления расширенного воспроизводства.

- **Целевой коэффициент дивидендных выплат** определяется как доля чистой прибыли, подлежащая выплате акционерам (участникам).
- **Модель оценки акций в условиях постоянного роста:**

$$V_0 = D_1 / (r - g)$$

где: V_0 – стоимость акции;

D_1 – ожидаемый дивиденд 1-го периода;

r – коэффициент дисконтирования;

g – ожидаемый темп роста дивиденда.

Выбор оптимального размера дивиденда

- Совокупный доход акционеров (участников) за определенный период складывается из суммы полученного дивиденда и прироста курсовой стоимости акций. Поэтому, определяя оптимальный размер дивидендных выплат, руководство корпорации может повлиять на стоимость корпорации в целом.
- Стоимость акций (модель М.Гордона) рассчитывается по формуле:

$$V_t = D_t / r - g$$

где: V_t – теоретическая стоимость акции;

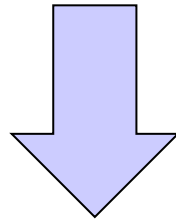
D_t – ожидаемый дивиденд очередного периода;

r - коэффициент дисконтирования;

g – ожидаемый темп прироста дивиденда.

Чем больше ожидаемый дивиденд и темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акций и благосостояние акционеров (участников). НО???

- Выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что с позиций долгосрочной перспективы отрицательно влияет на доходы и благосостояние собственников корпорации.



- Большие дивиденды акционерам (участникам) невыгодны.

Теории поведения инвесторов в зависимости от объема дивидендов

- Теория иррелевантности дивидендов;
- Теория предпочтения дивидендных выплат;
- Теория налоговых асимметрий;
- Теория клиентуры;
- Сигнальная теория;
- Модель агентских отношений.

Теория иррелевантности дивидендов (Теория независимости дивидендов) (*dividend irrelevance theory*)

Ее авторы Ф. Модильяни и М. Миллер

Допущения теории:

- 1) Политика выплаты дивидендов, которой придерживается корпорация, не влияет на ее бюджет капиталовложений;
- 2) Поведение всех инвесторов является рациональным.

Суть: избранная дивидендная политика не оказывает никакого влияния ни на рыночную стоимость корпорации (цену акций), ни на благосостояние собственников в текущем или перспективном периоде.

Предпосылки теории иррелевантности

- существуют только совершенные рынки капитала, подразумевающие бесплатность и равнодоступность информации для всех инвесторов, отсутствие трансакционных расходов (затрат по выпуску и размещению акций), рациональность поведения акционеров;
- новая эмиссия акций полностью размещается на рынке;
- отсутствуют налоги;
- равноценность для инвесторов дивидендов и доходов от прироста капитала. Поскольку реинвестированные средства находят свое отражение в стоимости акций, то для акционеров не важно, в какой форме будет выплачен дивиденд. Они всегда могут продать свои акции на рынке и таким образом

Недостатки теории

- Инвесторы, желающие получить доход в денежной форме должны оплачивать услуги брокеров;
- Инвесторы, предпочитающие капитальную прибыль (прежде чем купить дополнительные акции) должны уплатить налоги на доход от дивидендов

Доказательство

- Стоимость корпорации зависит только от его способности генерировать денежные потоки и степени делового риска.
- В сущности каждый доллар, выплаченный сегодня в виде дивидендов, уменьшает сумму нераспределенной прибыли, которая может быть инвестирована в новые активы, и данное уменьшение должно быть компенсировано за счет эмиссии акций.
- Новым акционерам необходимо будет выплачивать дивиденды, и эти выплаты снижают приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних акционеров на величину, равную сумме дивидендов, полученных ими в текущем году.
- Т.о., каждый доллар полученных дивидендов лишает акционеров будущих дивидендов на эквивалентную в дисконтированном масштабе величину.
- Ввиду этого акционерам будет безразличен выбор между получением дивидендов на сумму 1 дол. сегодня и получение дивидендов, приведенная стоимость которых составляет тот же доллар; следовательно, политика выплаты дивидендов не окажет никакого влияния на цену акций корпорации.

Три варианта выплат дивидендов

- 1) если доходность инвестиционного проекта превышает требуемый уровень рентабельности, то акционеры (участники) предпочтут реинвестировать прибыль;
- 2) если ожидаемая прибыль от инвестиций находится на уровне требуемой прибыли, то для акционеров все равно выплачивать дивиденды или реинвестировать прибыль;
- 3) если ожидаемая прибыль от инвестиций не обеспечивает требуемый уровень рентабельности, то акционеры предпочтут выплату дивидендов

Если корпорация может получить в результате реализации инвестиционного проекта прибыль, превышающую рыночный уровень капитализации, то акционеры готовы предоставить ей возможность использовать на инвестиционные цели столько чистой прибыли, сколько необходимо для финансирования всех проектов такого же уровня. Размер дивидендов в этом случае определяется остаточным способом после покрытия всех инвестиционных затрат.

Теория предпочтения дивидендных выплат (теория «синицы в руках») ("bird in the hand theory")

- Авторы – М. Гордон и Д. Линтнер

Суть: каждая единица текущего дохода (выплаченного в форме дивидендов) в силу того, что она «очищена от риска» стоит всегда больше, чем доход отложенный на будущее, в связи с присущим ему риском.

Вывод: ожидаемая доходность акций увеличивается по мере снижения доли прибыли, идущей на выплату дивидендов, т.к. инвесторы более заинтересованы в дивидендных выплатах, нежели в доходах от прироста капитала, ожидаемого за счет нераспределенной прибыли.

Теория «Синицы в руках»

Авторы этой теории М. Гордон и Д. Линтнер полагали, что инвесторы при прочих равных условиях, предпочтут дивиденды процентному доходу от прироста капитала, это связывается с различным уровнем риска денежных потоков.

Согласно теории, акционеры предпочтут «синицу в руках» - то есть высокие дивиденды, выплаченные компанией, «журавлю в небе» - то есть дальнейшему увеличению стоимости акций фирмы, достигаемому за счёт дополнительных вложений прибыли в развитие компании.

Теория «синицы в руках» противоречит теории иррелевантности дивидендов и рекомендует компании выплачивать высокие дивиденды, чтобы привлекать и удерживать инвесторов.

Особенностью теории является то, что в ней учитываются психологические особенности инвесторов, причем предполагается, что все инвесторы предпочтут «синицу в руках - журавлю в небе». Это можно считать недостатком теории, так как инвесторы могут иметь различные цели и ожидания относительно будущих доходов. Ожидания могут различаться как по величине доходов, так и по допустимому уровню риска и горизонту планирования.

Доказательства М. Гордона и Д. Линтнера и контраргументы Ф. Модильяни и М. Миллера

- Дивидендная составляющая требуемой доходности акций $D1/PV$ подвержена меньшему риску чем $g = r - D1/PV$, связанная с темпом роста прибыли корпорации.
- Модильяни и Миллер утверждали, что требуемая доходность акционерного капитала (r) не зависит от дивидендной политики, т.е. что инвесторы безразличны к выбору между $D1/PV$ и темпом прироста прибыли (g), а следовательно между дивидендным доходом и капитализированной прибылью.

Теория налоговых асимметрий (теория минимизации дивидендов, «теория налоговых предпочтений») (tax differential theory)

- Авторы: Р. Литценбергер и К. Рамасвами

Суть: эффективность дивидендной политики определяется критерием минимизации налоговых выплат по текущим и предстоящим доходам собственников.

Вывод: дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат, а соответственно максимизацию капитализации прибыли с тем, чтобы получить наивысшую налоговую защиту совокупного дохода собственников.

Аргументы в пользу теории

- Налогообложение текущих доходов в форме получаемых дивидендов всегда выше, чем предстоящих (в России не работает).
- Налоги на капитальную прибыль не должны уплачиваться до тех пор, пока акции не будут проданы на рынке инвесторам. Соответственно, текущая стоимость денежной единицы налога на капитальный доход будет меньше, чем по дивидендным поступлениям.
- Если акции держатся пожизненно, то налоги на капитальный доход вообще не уплачиваются. Его наследники укажут стоимость этих акций на момент смерти в качестве стоимости приобретения и полностью избегут уплаты налога на прирост капитала за время жизни предка.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (теория клиентуры) (clientele theory)

Суть: корпорация должна осуществлять такую дивидендную политику, которая соответствует ожиданиям и предпочтениям ее акционеров и будущих инвесторов.

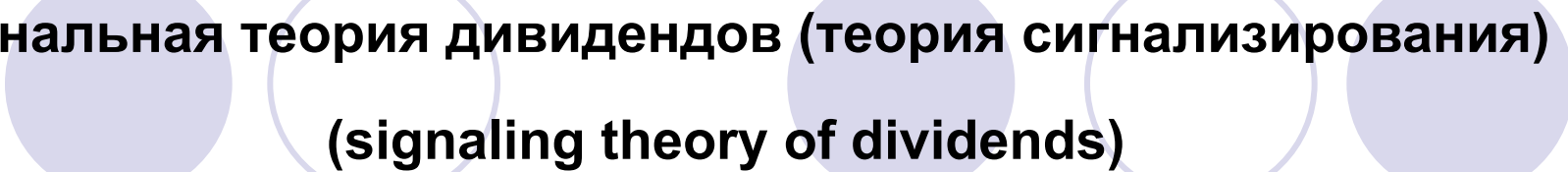
Предпочтения акционеров:

- текущий доход – поэтому им хотелось бы, чтобы корпорация направляла на выплату дивидендов большую долю прибыли;
- Думают о будущем и предпочитают реинвестирование – они не нуждаются в тратах капитализированного дохода, а полагают что любой рубль дивидендов целесообразно не получить, а реинвестировать.

Немаловажную роль здесь играет система налогов на доходы.

Но перераспределение инвестиций может оказаться неэффективным:

- 1) Ввиду брокерских затрат;
- 2) Ввиду высокой вероятности того, что акционерам, которые продают акции, придется платить налог на реализованный доход от прироста капитала;
- 3) Ввиду отсутствия достаточного количества инвесторов, которым нравится новая политика дивидендов.



Сигнальная теория дивидендов (теория сигнализирования) (signaling theory of dividends)

Суть: выплаты дивидендов могут служить сигналами о будущей прибыли корпорации и ее истинной стоимости.

Модель агентских отношений

Суть: увеличение дивидендных выплат является одним из способов снижения агентских издержек, т.к. сокращает денежные потоки корпорации и снижает возможности менеджмента осуществлять чрезмерное инвестирование в неприбыльные проекты, вынуждает корпорацию искать дополнительные внешние источники финансирования.

Увеличивая капитал из внешних источников, корпорация вынуждена предоставлять определенную информацию органам надзора и инвесторам, что облегчает последним контроль за менеджментом.