

Корпоративные финансы

Лекция 8. «Финансовые решения. Дивидендная политика»

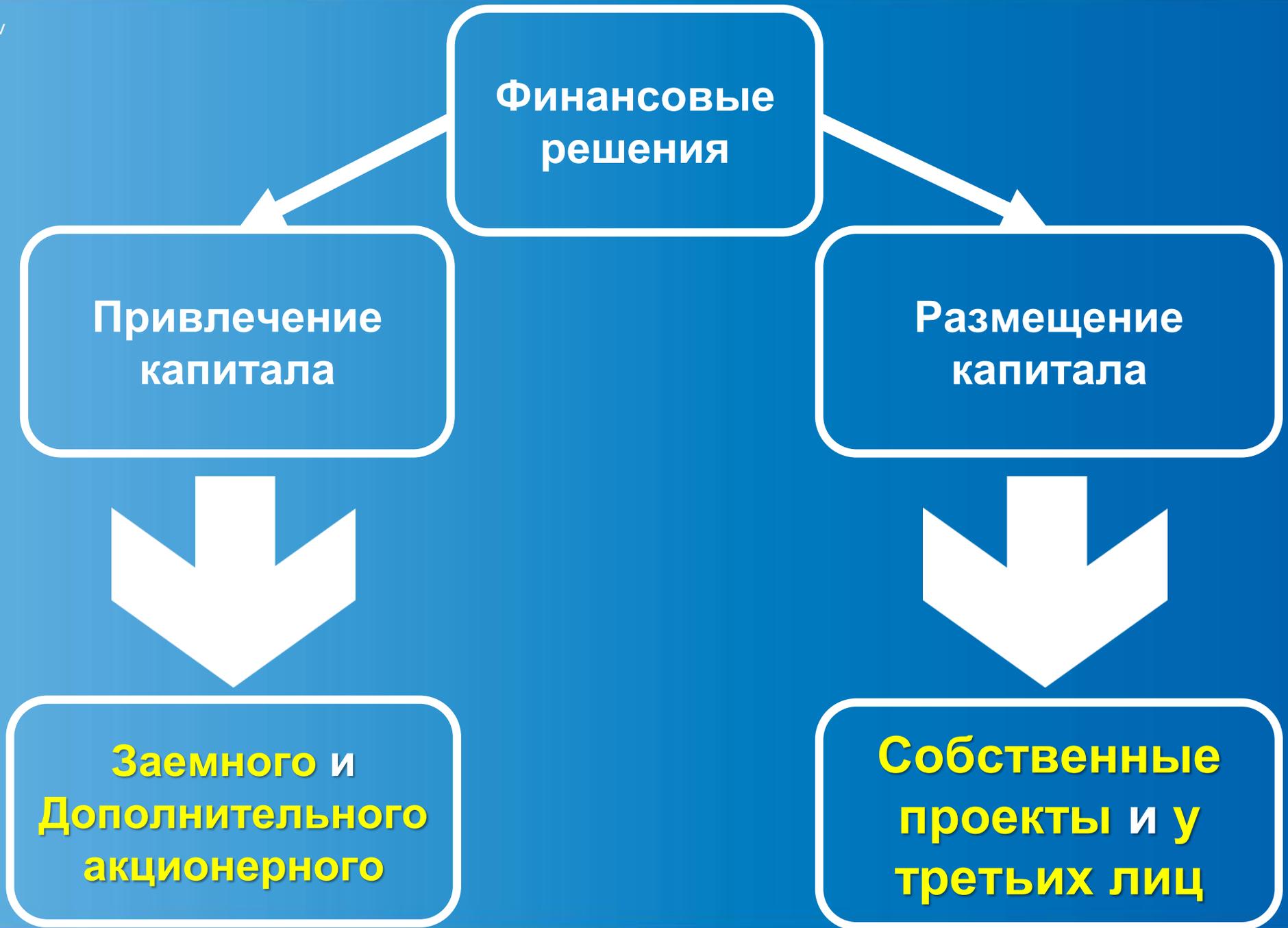


Москва, 2019

Финансовые решения



Финансовое решение – утвержденное на основе принципов корпоративного управления решение компании относительно привлечения, погашения, замещения, размещения капитала (собственного и заемного) и выплат в пользу акционеров компании или, обобщенно, об изменениях в ликвидности на балансе компании с корреспондирующими изменениями заемного или собственного капитала, а также финансовых вложений. Финансовые решения направлены на **увеличение стоимости компании** и доходов акционеров, но не всегда приводят к данному результату.



**Привлечение
капитала**

**Заемного и
Дополнительного
акционерного**

**Финансовые
решения**

**Размещение
капитала**

**Собственные
проекты и у
третьих лиц**



**Размещение
капитала**

**Инвестиции,
связанные с
третьими
лицами**

**Внутренние
инвестиции**

**Банковские депозиты, Вложения в
акции обыкновенные и
привилегированные, облигации,
эмитированные третьими лицами**

**Собственные проекты по расширению
производства, улучшению
технологий, привлечению
покупателей и клиентов. Инвестиции в
дочерние бизнесы**

Финансовые
решения

Привлечение
капитала

Размещение
капитала

Выплаты
акционерам
Дивиденды,
Обратный выкуп
акций



Заемного и Дополнительного
акционерного

Собственные проекты и у третьих лиц

**Дивидендная политика
(Dividends policy)
Политика распределения
(Payout policy)**



**Реинвестирование во
внутренние проекты
компании**



Дивидендные выплаты

**Дивидендная политика
(Dividends policy)
Политика распределения
(Payout policy)**



Residual dividends
(Остаточные дивиденды) –
приоритет инвестиций во
внутренние проекты



Dividends stability
(Стабильные дивиденды) –
приоритет дивидендных выплат

**Дивидендная политика
(Dividends policy)
Политика распределения
(Payout policy)**



Residual dividends
(Остаточные дивиденды)
– приоритет инвестиций во
внутренние проекты

Hybrid policy
(Гибридная политика) –
сочетание обоих подходов

Dividends stability
(Стабильные дивиденды) –
приоритет дивидендных выплат

Выплаты дивидендов (Dividends policy)



Денежные

– традиционная форма
(но далеко не все компании это делают – в США только 20% компаний)



Акциями

– более редкий подход
(выплачивается, например, в доход на каждые 100 акций – 5 дополнительных акций)



Обратный выкуп

– выкуп акций у существующих акционеров по рыночной цене или выше ее

Стоимость компании

Доходность бизнеса и доходность для акционеров – ключевые показатели оценки компании.

$$TSR = \frac{Div}{MC_0} + \frac{MC_1 - MC_0}{MC_0}$$

TSR (Total Shareholders' Return) – общая доходность капитала для акционеров; **Div** (Dividends) – размер уплаченных дивидендов; **MC₁, MC₀** – Market Capitalization – рыночная капитализация компании на начало (0) и конец года (1).

$$TBR = \frac{FCF}{V_0} + \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

TBR (Total Business Return) – общая доходность капитала для акционеров и кредиторов – общая доходность бизнеса; **V₁, V₀** – Value – общая стоимость компании на начало (0) и конец года (1).

Доходность для акционеров – **основная цель** существования компании.

Дивидендная политика

Теория	Краткое содержание
Теория независимости дивидендов ("Теория ММ" - Ф. Модильяни, М.Миллер)	Дивиденды не влияют ни на цену акций компании, ни на благосостояние акционеров. Эти показатели зависят от цены формируемой, а не распределяемой прибыли.
Теория предпочтительности дивидендов ("синица в руках" - М. Гордон, Д. Линтнер)	Поскольку дивиденд "очищен от риска" он стоит дороже дохода, отложенного на будущее. Максимизация дивидендов предпочтительнее, чем капитализация прибыли.
Теория минимизации дивидендов ("теория налоговых предпочтений")	Рекапитализация прибыли приводит к уменьшению отрицательной стоимости будущих налоговых выплат акционеров.
Сигнальная теория дивидендов ("теория сигнализирования")	Основные модели оценки компаний рассматривают дивиденды как элемент, увеличивающий стоимость, а соответственно рыночную котировку акций. Кроме всего, дивиденды - сигнал, что в компании все идет хорошо.
Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров ("теория клиентуры")	Существует 2 группы акционеров: нацеленные на курсовой рост акций и нацеленные на получение дивидендов. Если компания будет проводить политику, более угодную одной из групп, члены второй группы будут "сбрасывать акции", и состав акционеров будет меняться в сторону большей однородности.

Стоимость компании по модели дисконтированных дивидендов

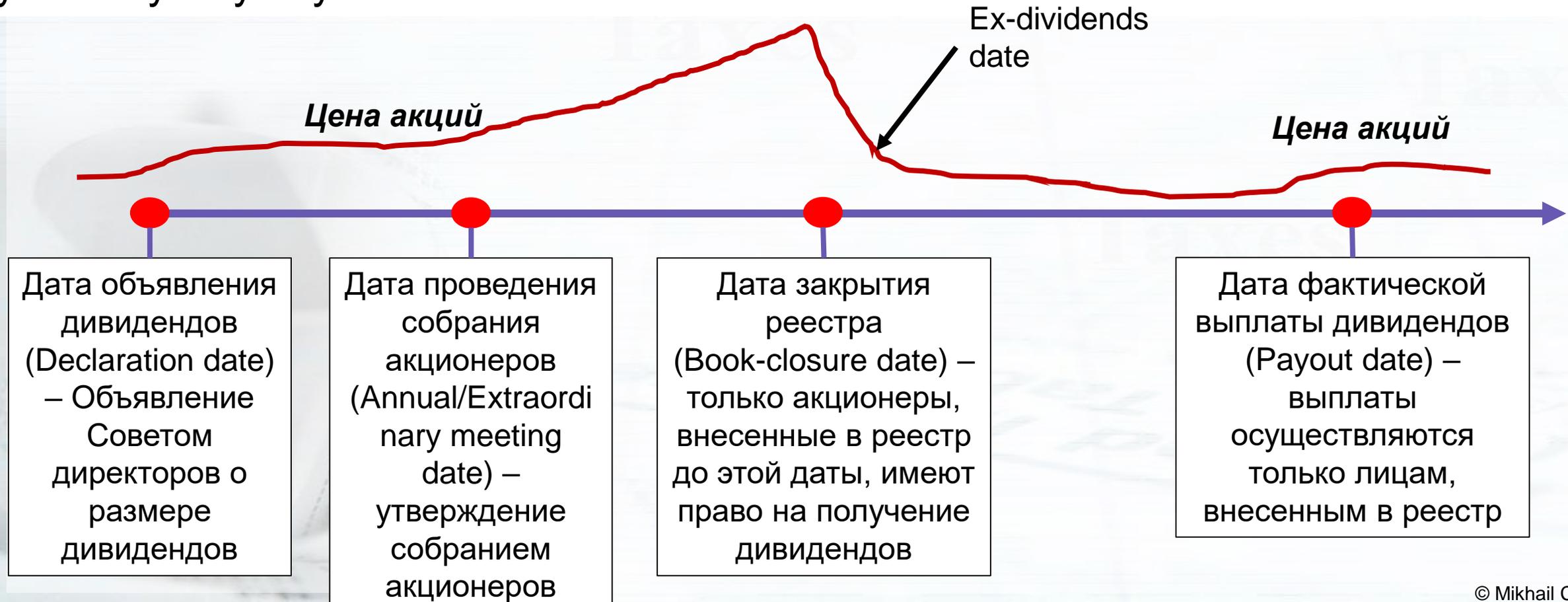
Формула Гордона. Стоимость компании, регулярно выплачивающей дивиденды с прогнозируемым ростом:

$$PV = \sum_{t=1}^m \frac{DPS_t}{(1+k)^t} + \frac{DPS_{m+1}}{k-g} \times \frac{1}{(1+k)^{m+1}}$$

PV (Present Value) – текущая стоимость компании; **DPS** (Dividend per share) – размер дивиденда на 1 акцию для соответствующего периода; **k** – пригодная ставка дисконтированная, часто вычисляемая, как ставка требуемой доходности по акционерному капиталу; **G** (Growth) – темп роста выплачиваемого дивиденда.

Поведение стоимости акций в связи с начислением дивидендов

Акции компании, обращающиеся на открытом рынке, перед закрытием реестра акционеров (Book-closure day) увеличивают свою курсовую стоимость на сумму начисленного дивиденда. Сразу после этой даты (Ex-dividend date) акции падают на указанную сумму.



Выплата дивидендов путем выкупа акций

В разных странах многие компании предпочитают делать выплаты в пользу акционеров путем выкупа (**Buyback**) с рынка какого-то количества акций за счет имеющихся у компании денежных средств. Осуществляется этот выкуп по рыночным котировкам или, чаще, выше указанных котировок. Это, в основном, происходит на растущем рынке, когда у компаний образуется избыток ликвидности. В результате уменьшается капитал собственный компании.

Выкуп осуществляется по следующей схеме - компания объявляет, что направляет на выкуп акций фиксированную часть своего капитала (с жесткими ограничениями: например, в США нельзя уменьшать собственный капитал больше чем на 25% без специальных процедур; после buyback соотношение Долг/Собственный капитал не должно быть больше, чем 2:1, и т.п.) и:

- Начинает покупать акции на бирже;
- Объявляет тендер или формирует книгу заявок;
- Объявляет пропорциональный выкуп – например, 5 акций из каждого пакета в 100 акций.

Для акционеров эта процедура имеет особенный смысл, когда **налог на прирост капитала** меньше, чем налог на прямые доходы физических лиц.

Гибридная дивидендная политика

Менеджмент большинства компаний предпочитает не пускать постоянно фиксированную долю чистой прибыли компании на выплату дивидендов: например, 25% чистой прибыли ежегодно, а варьировать выплаты так, чтобы доход на одну акцию рос постоянно.

	2017 (факт)	2018 (текущее решение)	2019 (прогноз)
Чистая прибыль компании (Долл)	100 000 000	200 000 000	120 000 000
Доля прибыли, пускаемая на выплату дивидендов	25%	13,50%	23,33%
Число акций компании	100 000	100 000	100 000
EPS (Earnings per share) фактический/целевой (Долл/акция)	250	270	280
Сумма прибыли, пущенной на выплату дивидендов (Долл)	25 000 000	27 000 000	28 000 000