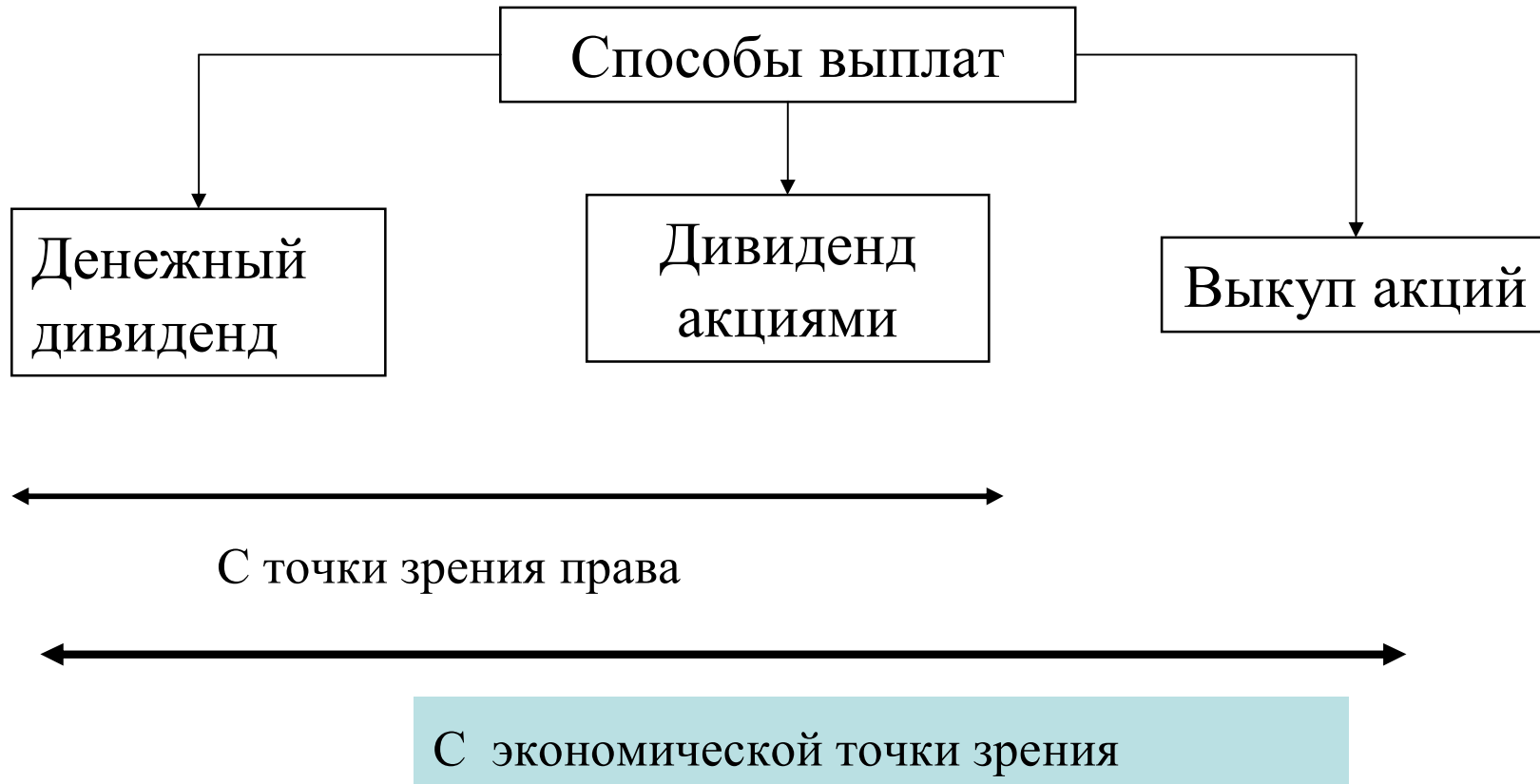
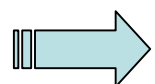
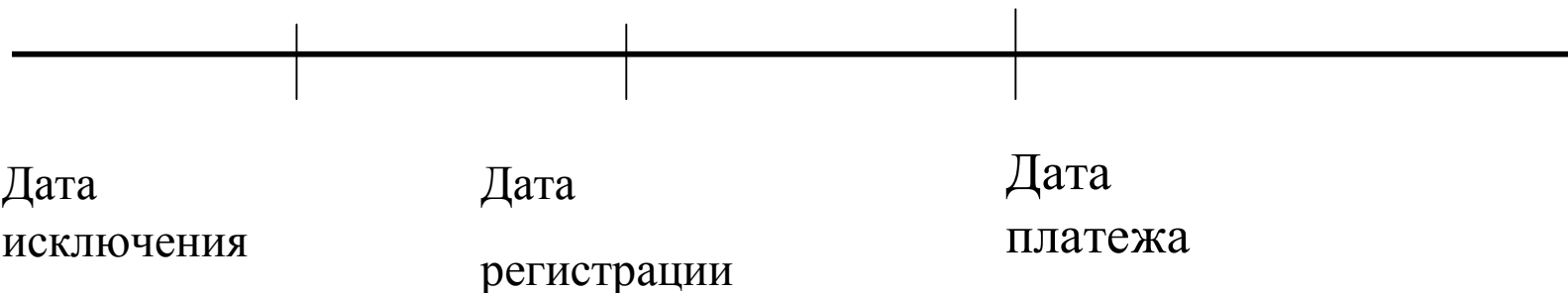


**Тема 9. Политика выплат  
собственникам и стоимость  
корпорации**

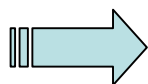
# 1. Инструменты политики выплат



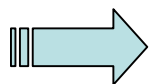
## 2. Виды политики дивидендов



Политика выплат фиксированного дивиденда



Политика поддержания постоянного коэффициента дивидендных выплат



Политика дополнительных выплат

### **3. Теорема М&М о независимости стоимости компании от способа выплат инвесторам**

*На совершенном и полном рынке способ выплат не влияет на стоимость компании*

Предпосылки:

- г Отсутствие налогов
- г Симметрия информации
- г Возможность заключать полные контракты с менеджерами
- г Отсутствие транзакционных издержек
- г Полнота рынка

## 4. Теорема М&М о независимости стоимости компании от способа выплат инвесторам

*На совершенном и полном рынке способ выплат не влияет на стоимость компании*

### Аргумент 1: Состояние рынка

Г Покупка наиболее дешевых акций, продажа без покрытия дорогих

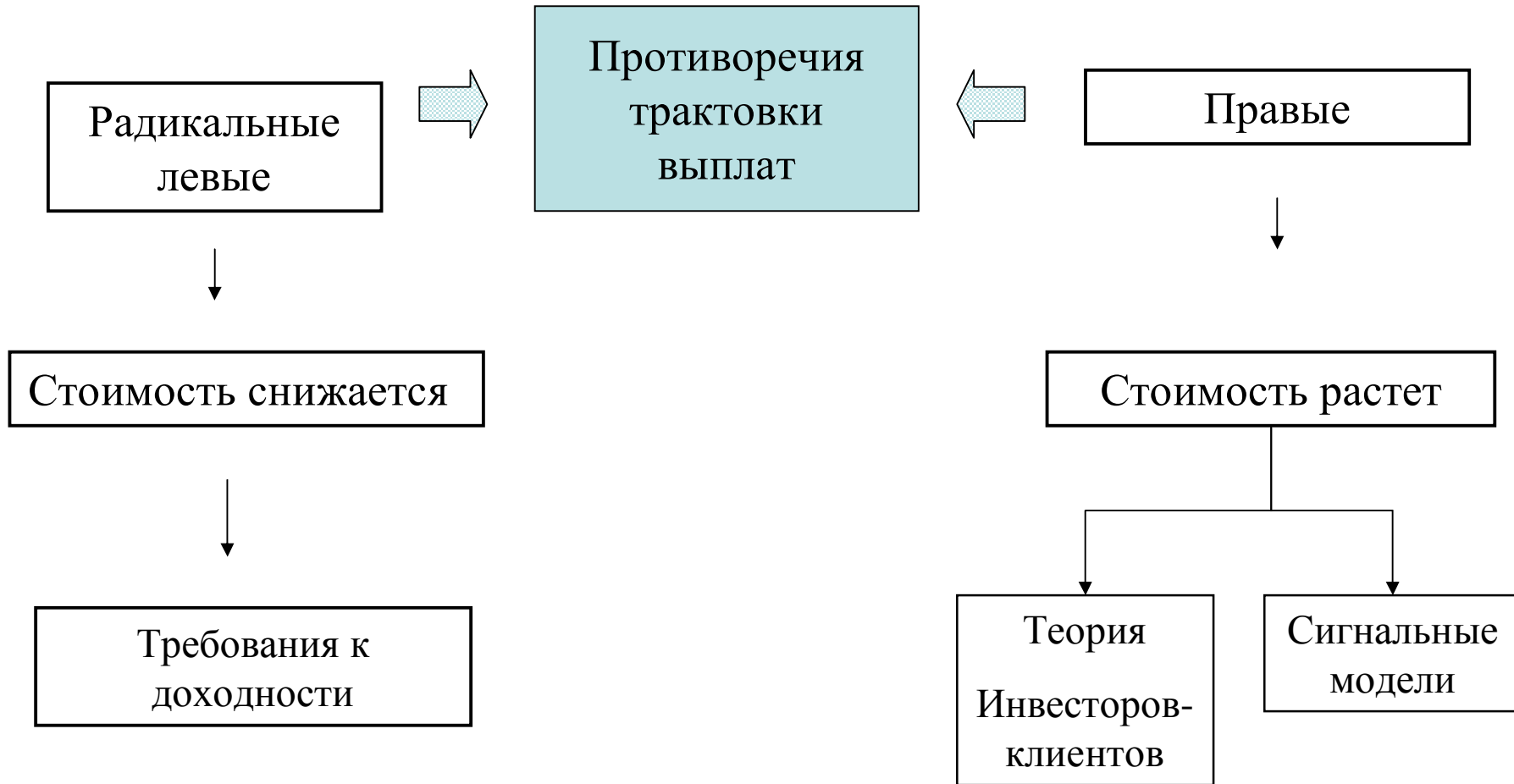
Г При отсутствии арбитража прирост капитала не возможен

### Аргумент 2 : Доморощенный дивиденд

Г Инвестор может создать дивиденд своими руками

Г Инвестор может Избавиться от нежелательного дивиденда путем немедленного реинвестирования

## 5. Ослабление допущений теоремы М&М.



## 6. Загадка политики выплат

- г Крупные корпорации выплачивают крупные суммы инвесторам и через дивиденды, и через выкуп акций
- г Дивиденды длительное время были единственной формой политики выплат, выкуп акций стал важной формой политики выплат с середины 80х годов
- г Доля компаний, выплачивающих дивиденды, снижается
- г Инвесторы, относящиеся к категории высоких налоговых ставок на доходы продолжают получать крупные дивиденды и платить высокие налоги
- г Корпорации «сглаживают» дивиденды относительно динамики прибылей
- г Рынок, как правило, положительно реагирует на рост дивидендов или рост выкупов акций, но отрицательно на снижение дивидендов.

## 7. Теория инвесторов – клиентов (clientele theory)

- Естественные клиенты двух типов среди инвесторов
  - Предпочитающие высокие дивиденды
  - Предпочитающие низкие дивиденды
- Компания должна определить тип инвестора
  - Найти своего инвестора
  - Добиться совпадения с его ожиданиями
- Инвесторы – клиенты приведут к росту курса через рост спроса

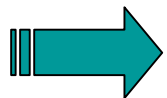


## 8. Сигнальные модели дивидендов

- г Асимметрия информации между компанией и инвесторами
- г На совершенном рынке инвесторы сами получают сигнал из политики выплат
  - Привлекательные, устойчивые компании посылают сигнал в виде дивидендов
  - Неустойчивые компании не могут имитировать благоприятный сигнал
- г На несовершенном рынке инвесторам нужны достоверные сигналы
- г Компании должны посылать сигналы с помощью политики выплат

Конфликт краткосрочных и долгосрочных целей  
Дивиденд может стать смешанным сигналом

## 9. Дивиденд как сигнал: конфликт краткосрочных и долгосрочных целей



Рост дивидендов может рассматриваться как положительный сигнал:

- инвестиции компании не являются очевидной информацией
- рост дивидендов может сопровождаться ростом инвестиций



Дивиденды могут стать сигналом сокращения инвестиций

## 10. Дивиденд – смешанный сигнал?

Тип фирмы	Изменение курса
<b>MV &gt; BV</b> наличие инвестиционных возможностей	Не значительное
рост дивиденда	Увеличение
снижение дивиденда	Снижение
<b>MV &lt; BV</b> Отсутствие инвестиционных возможностей	Значительное
рост дивиденда	Увеличение
снижение дивиденда	Снижение

# 11. Дивиденд – смешанный сигнал: эмпирические исследования

## Lang/Litzenberg 80's

- г Дивиденды передают сигнал об инвестиционных возможностях
- г Инвестор ценит рост дивиденда при снижении инвестиционных возможностей

## Denis/Savin 90's

- г Учесть различия доходности
- г Учесть величину изменения дивидендов
- г Различий в реакции нет

## 12. Радикальные «левые»

Litzenberger, Ramaswamy (1982):

Влияние налогового фактора на ожидаемую доходность

$$E(R_{it} - R_{ft}) = a_1 + a_2 b_{it} + a_3 (d_{it} - R_{ft})$$

$d_{it}$  - Доходность акций компании  $I$  в период  $t$

$$d = \frac{div_t}{P_{t-1}}$$

$b_{it}$  - Бета компании  $I$  в период  $t$

$a_3$  

Выявление положительной величины означает влияние  
налогового фактора на ожидаемую доходность:  
две одинаковые по систематическому риску акции  
отличаются уровнем дивидендных выплат

## 13. Подход Линтнера

- г Корпорации стремятся к стабильности дивидендов
- г Изменения в политику выплат вносятся только, если принято решение, что это действительно необходимо
- г Изменения в политике выплат сглажены
- г Динамика прибыли – наиболее важный параметр для изменений в политике выплат
- г Разработка политики выплат предшествует разработке остальных видов финансовой политики