

## ПОЛИТИКА ВЫПЛАТ И СТРУКТУРА КАПИТАЛА

## Политика выплат

Корпорации могут вернуть деньги своим акционерам с помощью выплаты дивидендов или выкупа акций. В этой главе мы объясним, на основании чего финансовые менеджеры принимают решения о величине и форме выплат, и обсудим дискуссионный вопрос — как политика выплат влияет на богатство акционеров.

Предположим, вы владеете акциями корпорации, которая имеет ненужные в настоящий момент денежные средства в размере \$1 на акцию. Компания может удержать эти денежные средства или выплатить их как дополнительный дивиденд \$1 на акцию. Важно ли это решение? Ваш инстинктивный ответ будет “Нет”. \$1 дивидендов лежит в вашем кармане, но в то же время каждая акция стоит на \$1 меньше. На ваше богатство это никак не должно повлиять.

Но корпорации держат денежные средства, как правило, по какой-то причине. А что если \$1 на акцию не были лишними деньгами? Предположим, они были отложены на капитальные инвестиции. Тогда выплата дополнительных дивидендов может означать отмену инвестиционных проектов. Решение о выплате становится, таким образом, инвестиционным решением.

Предположим, что фирма выплатит \$1 на акцию, но возместит денежные средства за счет заимствования. Тогда решение о выплате станет также решением о заимствовании.

Чтобы полностью понять политику выплат, мы должны отделить решения о выплатах от решений об инвестициях и заимствованиях. Если мы сохраняем инвестиции и заимствования фиксированными, изменения в денежных дивидендах должны быть компенсированы выпуском или изъятием из обращения акций. Например, компания

может платить щедрые денежные дивиденды, понимая, что должна планировать выпуски акций, чтобы привлечь средства для инвестиций. Другая компания может не платить дивиденды, а вместо этого использовать денежные средства для выкупа акций.

Поэтому мы проведем анализ взаимосвязи между высоким (или низким) уровнем выплат дивидендов и выпуском (или выкупом) обыкновенных акций. Эта связь значительно интереснее, чем вы могли бы сначала подумать, по крайней мере по трем причинам. Во-первых, изменение дивидендов несет информацию инвесторам о прибыльности фирмы. Во-вторых, дивиденды облагаются налогом по более высокой ставке, чем прирост капитала.<sup>1</sup> В-третьих, инвесторы беспокоятся, что корпорации с большими денежными средствами (“дойные коровы”) выйдут за рамки инвестиций с положительной NPV и станут тратить деньги на плохие проекты или разного рода привилегии менеджеров. Щедрые денежные выплаты являются одним из способов ослабить подобные беспокойства.

Мы начинаем главу с фактических данных о выплатах и описания того, как проводятся выплата дивидендов и выкуп акций.

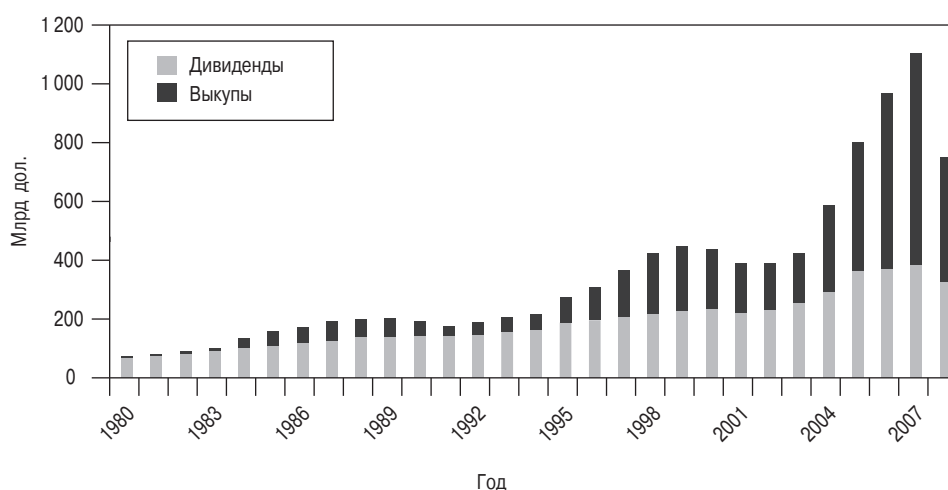
<sup>1</sup>Необходимо отметить, что на самом деле в разных странах в разное время соотношение между ставками налога на прирост капитала и на дивиденды могло быть различным. В частности, это соотношение может быть противоположным тому, которое здесь указано (и соответствует ситуации, которая имела место в США до 2003 года). Например, в России (в 2013 году) ставка налога на дивиденды меньше, чем ставка налога на прирост капитала. — *Примеч. ред.*



## 12.1 Факты о выплатах

Корпорации могут выплачивать денежные средства акционерам двумя способами. Они могут платить дивиденды или могут выкупить часть акций, находящихся в обращении. В последние годы на дивидендные платежи и выкуп акций тратится значительная часть прибыли компаний.

Хотя дивиденды остаются основным каналом для возврата денежных средств акционерам, многие корпорации вовсе не платят дивиденды. В США доля компаний, выплачивающих дивиденды, снизилась с 64% в 1980 году до 52% в 2007 году.<sup>2</sup> Некоторые из тех компаний, которые не платят дивиденды, платили их в прошлом, но затем попали в трудное положение и вынуждены экономить денежные средства. Кроме того, большое число новых растущих компаний стали публичными только в последние годы и пока не платят дивиденды. В США в их число входят и такие знаменитые компании, как Sun Microsystems, Cisco, Amazon и Google, и множество небольших, быстро растущих фирм, которые еще не достигли высокой прибыльности.



**Рис. 12.1.** Дивиденды и выкуп акций в США, 1980–2008 годы (млрд долларов)

Источник. *Standard & Poor's Compustat*.

Из рис. 12.1 видно, что до 1983 года выкупы акций были довольно редкими, но с тех пор они стали случаться все чаще. Рекордным по выкупу акций стал 2007 год — 28 американских компаний выкупили акции, каждая на сумму более \$5 млрд. Exxon Mobil выкупила на \$31 млрд, Microsoft выкупила на \$28 млрд, IBM — на \$19 млрд и GE — на \$14 млрд.

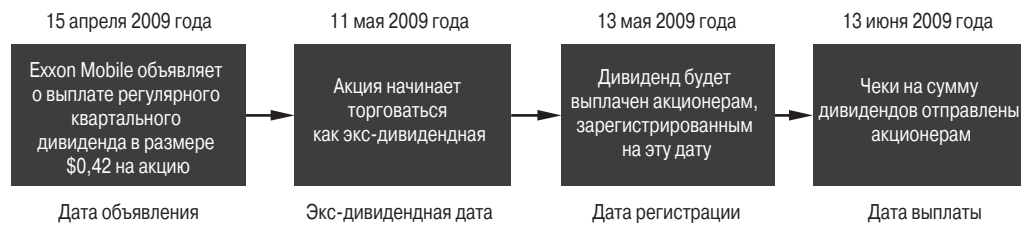
## 12.2 Как фирмы платят дивиденды и выкупают акции

Прежде чем мы посмотрим на выбор между дивидендами и выкупом акций, нам необходимо сделать обзор, как происходят эти платежи акционерам.

Дивиденды в компании устанавливаются Советом директоров. Объявление дивидендов означает, что платежи будут произведены всем акционерам, владевшим акциями на конкретную *дату регистрации* (дата закрытия реестра акционеров). Затем, неделю спустя или позже, чек на сумму дивидендов отправляется акционеру по почте. Акции обычно покупаются и продаются *с дивидендами* (с накопленной суммой дивидендов).

<sup>2</sup>Доля плательщиков дивидендов среди американских промышленных компаний даже ниже. См. E. Fama and K. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics* 60 (2001), pp. 3–43. В Европе снижение доли компаний, выплачивающих дивиденды, было особенно заметно в Германии. См. D.J. Denis and I. Osobov, "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy," *Journal of Financial Economics* 89 (July 2008), pp. 62–82.

дендов), но за два рабочих дня до закрытия реестра они торгуются как *экс-дивидендные*. Это означает, что если вы покупаете акции в экс-дивидендную дату, ваша покупка не будет отражена в реестре компании до даты регистрации, и вы не будете иметь права на дивиденды.



**Рис. 12.2.** Иллюстрация процедуры выплаты дивидендов

На рис. 12.2 показана последовательность этих событий. 15 апреля 2009 года Exxon Mobil объявила квартальные дивиденды в размере \$0,42 на акцию. Дивиденды были выплачены 10 июня всем акционерам, зарегистрированным в реестре компании на 13 мая. Двумя днями раньше, 11 мая, акции начали торговаться как экс-дивидендные. Любой инвестор, который купит акции в этот период, не будет внесен в реестр на момент его закрытия и не будет иметь права на этот дивиденд.

Компания не свободна в своем выборе размера дивидендов. В некоторых странах, таких как Бразилия и Чили, компании по закону обязаны выплачивать *минимальную установленную* долю своих прибылей. И наоборот, некоторые ограничения могут быть наложены кредиторами, которые обеспокоены тем, что чрезмерные выплаты дивидендов не оставят средств для погашения займов. В США законы штатов также помогают защищать кредиторов фирмы от чрезмерной выплаты дивидендов. Например, компаниям не разрешено выплачивать дивиденды из уставного капитала, сумма которого обычно определяется как номинальная стоимость всех акций, находящихся в обращении.<sup>3</sup>

Большинство американских компаний платят *регулярные* денежные дивиденды каждый квартал, но иногда случаются разовые *дополнительные* или *специальные дивиденды*. Многие компании предлагают акционерам планы автоматического реинвестирования дивидендов в акции компании (dividend reinvestment plans — DRIPs). Часто при этом новые акции реализуются акционерам со скидкой 5% от рыночной цены. Иногда 10% или более от общего объема дивидендов реинвестируются в соответствии с такими планами.<sup>4</sup>

Дивиденды не всегда платятся деньгами. Часто компании также объявляют о выплате дивидендов акциями. Например, если фирма платит дивиденды акциями в размере 5%, она дает каждому акционеру 5 дополнительных акций на каждые 100 акций, которыми он владеет в настоящее время. Выплата дивидендов акциями, по существу, — это то же самое, что сплит (расщепление) акций. И то, и другое увеличивает количество акций, но не влияет на активы компании, прибыль или общую ценность. Поэтому и сплит, и выплата дивидендов акциями снижают ценность *в расчете на акцию*.<sup>5</sup> В этой главе мы сосредоточимся на дивидендах в денежной форме.

## Как фирмы выкупают акции

Вместо того чтобы платить дивиденды своим акционерам, фирма может использовать денежные средства для выкупа акций. Выкупленные акции хранятся в казначействе компании и могут быть проданы вновь,

<sup>3</sup> Там, где нет номинальной стоимости, юридически капитал определяется как часть или все поступления от эмиссии акций. Компаниям с истощающимися активами, таким как горнодобывающие компании, иногда разрешается платить из уставного капитала.

<sup>4</sup> Иногда компании не только позволяют акционерам реинвестировать дивиденды, но также дают им возможность покупать дополнительные акции со скидкой. Занимательная и правдивая история быстрого обогащения: M.S. Scholes and M.A. Wolfson, “Decentralized Investment Banking: The Case of Dividend-Reinvestment and Stock-Purchase Plans,” *Journal of Financial Economics* 24 (September 1989), pp. 7–36.

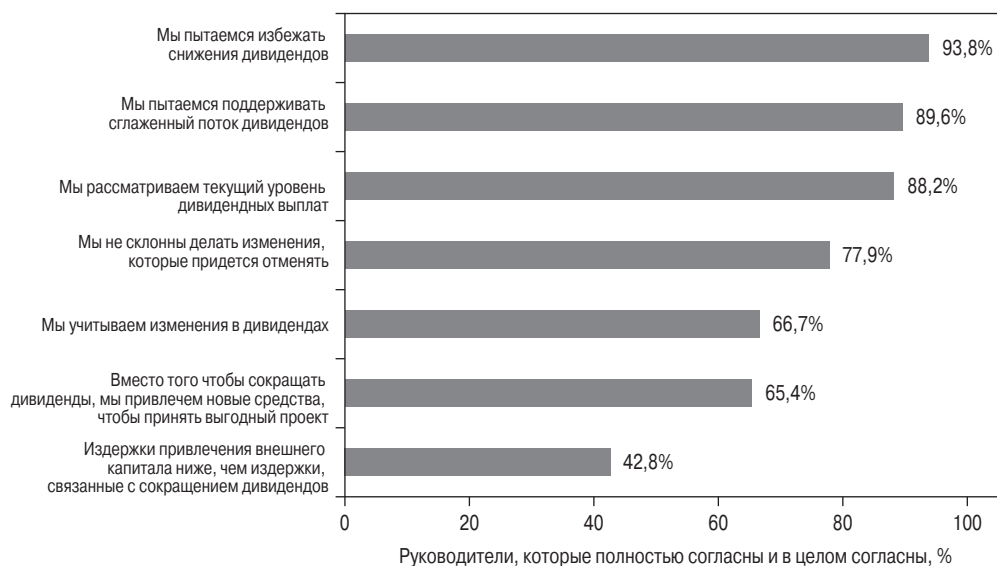
<sup>5</sup> Различие между дивидендами в виде акций и сплитом акций является техническим. Дивиденды акциями отражаются в бухгалтерском учете как трансферт из нераспределенной прибыли в собственный капитал. Сплит будет показан как уменьшение номинальной стоимости каждой акции.

если компании будут нужны деньги. Существуют четыре основных способа выкупа акций. Наиболее распространенным является способ, при котором фирма объявляет, что планирует выкупить свои акции на открытом рынке, точно так же как и любой другой инвестор.<sup>6</sup> Иногда компании используют тендерное предложение, когда они предлагают выкупить установленное число акций по фиксированной цене, которая, как правило, устанавливается примерно на 20% выше текущего рыночного уровня. Акционеры затем решают, следует ли принять это предложение. Третья процедура использует механизм *голландского аукциона*. В этом случае фирма устанавливает последовательность цен, по которым она готова выкупить акции. Акционеры выставляют заявки, сколько акций они хотели бы продать по каждой из указанных цен, и компания рассчитывает самую низкую цену, по которой она может приобрести желаемое количество акций. И наконец выкуп иногда происходит путем прямых переговоров с основным акционером.

### 12.3 Как компании принимают решения о выплатах

В опросе, проведенном в 2004 году, руководителей корпораций спрашивали о дивидендной политике их компаний.<sup>7</sup> На рис. 12.3 приведены ответы руководителей. Можно выделить три особенности.

1. Руководители не хотят вносить в выплату дивидендов изменения, которые, возможно, потом придется отменять. Они особенно озабочены отменой увеличения дивидендов и, если необходимо, готовы привлекать новые средства для поддержания уровня выплат.
2. Чтобы избежать риска сокращения выплат, менеджеры “сглаживают” поток дивидендов. Следовательно, изменение дивидендов следует сдвигам в устойчивой прибыли в долгосрочном периоде. Изменения прибыли в переходные периоды вряд ли могут повлиять на выплату дивидендов.



**Рис. 12.3.** Опросы в 2004 году финансовых руководителей показали, что их фирмы были против сокращения дивидендов и пытались сгладить последовательность дивидендных платежей

Источник: A. Brav, J.R. Graham, C.R. Harvey, and R. Michaely, “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics* 77 (September 2005), pp.483–527. © 2005 Elsevier Science, используется с разрешения.

<sup>6</sup>Правило 10b–18 Комиссии по ценным бумагам и биржам США защищает покупающую компанию от обвинений в манипулировании ценами акций. Принятие этого правила было одной из причин, по которым число выкупов так быстро увеличилось. Однако на выкуп с открытого рынка налагаются некоторые ограничения. Например, выкуп не может превышать малой части ежедневного объема торгов.

<sup>7</sup>См. A. Brav, J.R. Graham, C.R. Harvey, and R. Michaely, “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics* 77 (September 2005), pp. 483–527. В этой статье пересматривается ранняя классическая серия интервью о дивидендной политике, описанная в J. Lintner, “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes,” *American Economic Review* 46 (May 1956), pp. 97–113.

3. Менеджеры больше внимания уделяют изменениям дивидендов, чем абсолютному уровню дивидендных выплат. Таким образом, заплатить \$2,00 дивидендов — это важное финансовое решение, если дивиденды прошлого года составляли \$1,00, но оно не имеет большого значения, если в прошлом году дивиденды были \$2,00.

Как правило, выкуп акций не *заменяет* дивиденды, хотя является неким амортизатором. Более чем две трети из тех компаний, которые выплатили дивиденды в 2007 году, также выкупали акции. Похоже, что фирмы выкупают акции, когда накапливают большие суммы нежелательных денежных средств или хотят изменить структуру капитала путем замены акционерного капитала заемным.

В отличие от выкупа акций дивиденды не рассматриваются как подходящий способ выплатить временно высокую прибыль. Поэтому многие фирмы, которые выкупают акции, не считают, что могут использовать эти средства для увеличения дивидендов и тем самым взять на себя обязательство поддерживать такие выплаты и в будущем.<sup>8</sup>

Учитывая эти различия в способах использования дивидендов и выкупа, не удивительно, что суммы выкупов гораздо более волатильны, чем суммы дивидендов. Суммы выкупов, как правило, разбухают в периоды резкого экономического подъема, когда фирмы накапливают избыточные денежные средства, и съеживаются при экономическом спаде. Вы можете это видеть на рис. 12.1, на котором показано, что суммы выкупа резко упали в начале 1990-х годов и в период 2000–2002 годов. В 2008 году, когда стала ясна глубина финансового кризиса, выкупы снова резко сократились. (Даже Exxon Mobil, чемпион по выкупам, объявила в мае 2009 года, что сокращает выкуп до \$5 млрд в квартал по сравнению с квартальными суммами \$8 млрд годом ранее.) Дивиденды также были сокращены, но не так сильно.

До недавнего времени многие страны запрещали или строго ограничивали использование выкупа акций. В результате фирмы, скопившие большие суммы денежных средств, были склонны инвестировать их с очень низкой доходностью, а не передавать обратно акционерам, которые могли бы реинвестировать их в компании, которым не хватает денег. Но многие из этих ограничений сейчас сняты. Например, Япония разрешила выкуп в 1995 году, Швеция — в 2000 году, в 1998 году ослабила ограничения Германия.<sup>9</sup> Многие транснациональные гиганты теперь выкупают огромное количество акций. Например, в 2007 году испанский банк BBVA, компании BP, Royal Dutch Shell и Glaxo Smith Kline потратили огромные суммы на обратный выкуп своих акций.

#### 12.4 Информационный аспект выплаты дивидендов и выкупа акций

В некоторых странах вы не можете полагаться на информацию, которую предоставляют компании. Страсть к секретности и стремление строить многоуровневые корпоративные структуры приводят к тому, что цифры активов и прибыли, публикуемые в отчетах, порой почти бессмысленны. Некоторые говорят, что благодаря “творческому” бухгалтерскому учету в некоторых компаниях США ситуация лишь не на много лучше.

Как простой инвестор в таком мире отделит низкоприбыльные компании от тех, которые действительно делают деньги? Есть одна зацепка — дивиденды. Инвесторы не могут узнать, что у менеджеров “на уме”, но они могут узнать, что у менеджеров “на деле”. Они знают, что фирма, которая рапортует о хороших прибылях и платит щедрые дивиденды, разместит их деньги так, что им постоянно будет на кусок хлеба с маслом. Мы можем понять, почему инвесторы ценят *информационную суть дивидендов* и отказываются верить отчетным прибылям фирмы, если они не подкреплены соответствующей дивидендной политикой.

Конечно, фирмы могут обмануть в краткосрочной перспективе, завышая прибыли и наскребая денег, чтобы выплатить щедрые дивиденды. Но трудно обмануть в долгосрочной перспективе; фирма, которая не зарабатывает достаточно денег, не будет иметь достаточно средств для выплат. Если фирма выбирает высокие дивидендные выплаты, не имея для этого денежного потока, то в конечном счете она должна будет

<sup>8</sup> См., например, R. Dittmar and A. Dittmar, “Stock Repurchase Waves: An Examination of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy,” working paper, University of Michigan at Ann Arbor, February 2004.

<sup>9</sup> Об исследовании практики выкупа в различных странах см. доклад International Organization of Securities Commissions (IOSCO), “Report on Stock Repurchase Programs,” February 2004, <http://www.iosco.org>.

сократить свои инвестиционные планы или обратиться к инвесторам для дополнительного финансирования — заемного или акционерного. Все эти последствия требуют значительных издержек. Таким образом, большинство менеджеров не увеличивают дивиденды до тех пор, пока не будут уверены, что для выплат есть достаточный денежный приток.

Дают ли изменения дивидендов информацию о доходности — как будущей, так и текущей? Свидетельства неоднозначные. Некоторые исследователи находят, что увеличение дивидендов не предсказывает увеличения роста прибыли. Однако Хили (Healy) и Палепу (Palepu), исследовавшие компании, которые впервые выплатили дивиденды, обнаружили, что в год выплаты дивидендов прибыли выросли в среднем на 43%. Если бы менеджеры думали, что это был временный всплеск, они бы не рискнули взять на себя обязательства по выплате денежных средств. Но, похоже, что у этих менеджеров были веские причины быть уверенными в перспективах своих компаний, — их прибыли в последующие годы продолжали расти.<sup>10</sup>

Инвесторам, несомненно, комфортнее при увеличении дивидендов. Когда объявляется рост дивидендов, аналитики, как правило, повышают свой прогноз по прибыли текущего года.<sup>11</sup> Поэтому неудивительно обнаружить, что повышение дивидендов вызывает рост цен акций, в то время как сокращение дивидендов приводит к падению цены. Например, результаты исследований Хили и Палепу показывают, что объявление компании о начале выплат дивидендов приводило к росту цен акций в среднем на 4%.<sup>12</sup>

Обратите внимание, что инвесторы беспокоятся не столько об уровне дивидендов компании, сколько об *изменении* дивидендов, они рассматривают это как важный индикатор устойчивости прибылей.

Представляется, что в некоторых других странах инвесторы меньше озабочены изменениями дивидендов. Например, в Японии сложились более тесные взаимоотношения между корпорациями и крупными акционерами, следовательно, компаниям легче делиться информацией с инвесторами. В результате японские корпорации более склонны сокращать свои дивиденды, когда наблюдается снижение прибыли, и инвесторы не меняют свою оценку акций вниз так резко, как в США.<sup>13</sup>

Не думайте, однако, что все новости о сокращении дивидендов — это плохие новости. Во врезке в этой главе объясняется, почему инвесторы одобрили резкое сокращение дивидендов, объявленное J.P. Morgan в 2009 году.

## Информационный аспект выкупа акций

Выкуп акций, как и дивиденды, — это способ передать деньги акционерам. Но в отличие от дивидендов, выкуп акций — это зачастую разовое событие. Поэтому компания, которая объявляет программу выкупа, не берет на себя долгосрочных обязательств распределять больше денег. Таким образом, информационный аспект объявления о программе выкупа акций отличается от информационного аспекта выплаты дивидендов.

Корпорации выкупают акции, когда они накопили избыточные денежные средства или хотят заменить акционерный капитал заемным. Акционеры рады выплате избыточных денежных средств, поскольку беспокоятся, что фирма растратит деньги по мелочам на привилегии или на неприбыльное строительство империи. Акционеры также знают, что фирмы с большим долгом, который нужно обслуживать, скорее всего, не растратят деньги попусту. Коммент (Comment) и Джарелл (Jarrell) в своем исследовании рассмотрели

<sup>10</sup> P. Healy and K. Palepu, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics* 21 (1988), pp. 149–175. В качестве примера исследования, показывающего, что в изменениях дивидендов нет информации, см. G. Grullon, R. Michaely, and B. Swaminathan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *Journal of Business* 75 (July 2002), pp. 387–424.

<sup>11</sup> A.R. Ofer and D.R. Siegel, "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends," *Journal of Finance* 42 (September 1987), pp. 889–911.

<sup>12</sup> Средняя доходность 4% получена с учетом корректировки на доходность рынка. Хили и Палепу также рассматривали компании, которые *остановили* выплату дивидендов. В этом случае при объявлении о приостановке выплат цена акций в среднем снижалась на 9,5%, а прибыли падали на протяжении следующих четырех кварталов.

<sup>13</sup> Дивидендная политика японских конгломератов (кейрецу) анализируется в K.L. Dewenter and V.A. Warther, "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms," *Journal of Finance* 53 (June 1998), pp. 879–904.

## Финансы на практике



### Хорошая новость: J.P. Morgan сокращает размер дивидендов до “пятакка”

23 февраля 2009 года J.P. Morgan сократил квартальные дивиденды на акцию с 38 центов до пятаяка (5 центов). Сокращение стало сюрпризом для инвесторов, но цена акций банка *выросла* примерно на 5%.

Обычно снижение дивидендов или их невыплата — это плохая новость, потому что инвесторы приходят к заключению, что в компании проблемы. Инвесторы принимают снижение дивидендов как сигнал о падении доходов или прибыли — и обычно они правы. И менеджеры знают, что снижение будет рассматриваться как плохие новости, поэтому они, как правило, избегают снижения, пока не накопится достаточно плохих новостей, чтобы заставить их так действовать. Например, General Motors, которая потеряла \$39 млрд в 2007 году и \$31 млрд в 2008 году, продолжала платить квартальные дивиденды в размере 25 центов на акцию до июня 2008 года, когда она сократила дивиденды до нуля.

Однако J.P. Morgan Chase действовал с позиции относительной силы. Банк оставался прибыльным, в то время как другие крупные американские банки объявили об ужасающих потерях. Генеральный директор компании Джеймс Даймон (James Dimon) объяснил, что снижение дивидендов сэкономит \$5 млрд в год и даст банку возможность подготовиться к худшему сценарию рецессии. Это также “позволит Банку быстрее выплатить \$25 млрд, которые он получил от правительства в рамках программы оздоровления проблемных активов”. J.P. Morgan отметил, что получение этих денег в рамках программы было ободряющим, но для банка они не являлись необходимыми.

Инвесторы интерпретировали снижение дивидендов как сигнал уверенности, а не бедствия.

*Источник.* R. Sidel and M. Rieker, “J.P. Morgan Makes 87% Cut in its Dividend to a Nickel,” *The New York Times*, February 24, 2009, pp. C1, C3.



объявление программ о выкупе акций на открытом рынке и нашли, что в среднем это приводит к избыточному росту цен на 2%.<sup>14</sup>

Выкуп акций может также использоваться как сигнал уверенности менеджеров в будущем. Предположим, что вы менеджер и верите, что ваши акции существенно недооценены. Вы сообщаете, что компания готова выкупить пятую часть акций по цене на 20% выше текущей рыночной цены. Но вы (во всяком случае, вы так говорите), конечно, не собираетесь продавать собственные акции по этой цене. Инвесторы сделают очевидный вывод: вы действительно верите, что акции являются хорошей ценностью даже при цене на 20% выше текущей.

Когда компании предлагают выкупить свои акции с премией, высшее руководство и директора, как правило, обязываются держать свои акции.<sup>15</sup> Поэтому не удивительно, что исследователи обнаружили, что объявления о предложении выкупа акций выше рыночной цены вызывают большой рост цены акции — в среднем около 11%.<sup>16</sup>

<sup>14</sup>R. Comment and G. Jarrell, “The Relative Signalling Power of Dutch–Auction and Fixed Price Self–Tender Offers and Open–Market Share Repurchases,” *Journal of Finance* 46 (September 1991), pp. 1243–1271. Есть и другие свидетельства продолжающейся высокой результативности в течение нескольких лет после объявления о выкупе. См. D. Ikenberry, J. Lakonishok, and T. Vermaelen, “Market Underreaction to Open Market Share Repurchases,” *Journal of Financial Economics* 39 (October 1995), pp. 181–208.

<sup>15</sup>Менеджеры не только продолжают держать свои акции; до объявления о выкупе они в среднем добавляют акции к своему пакету. См. D.S. Lee, W. Mikkelsen, and M.M. Partch, “Managers’ Trading around Stock Repurchases,” *Journal of Finance* 47 (December 1992), pp. 1947–1961.

<sup>16</sup>См. R. Comment and G. Jarrell, сноска 13.

## 12.5 Дискуссии о выплатах

Мы видели, что изменение выплат может дать информацию об уверенности менеджеров в будущем и тем самым повлиять на цену акций. Но в конечном счете это изменение в цене акций произойдет в любом случае по мере того, как информация просочится по другим каналам. Действительно ли политика в отношении выплат изменяет ценность обыкновенных акций компаний, а не просто посылает сигнал о ценности?

Одной милой особенностью экономики является ее способность вмещать не только две, но и три противоположные точки зрения. Так и с политикой выплат. На правом крыле консервативная группа экономистов утверждает, что инвесторы предпочитают более высокие дивиденды. На левом другая группа утверждает, что более высокие дивиденды снижают ценность, потому что дивиденды облагаются налогом в большей степени, чем прирост капитала. И посередине есть партия центристов, которая утверждает, что политика выплат не имеет никакого значения.

### Дивидендная политика не имеет значения на совершенных рынках капитала

Партия центристов была основана в 1961 году Миллером (Miller) и Модильяни (Modigliani), неизменно упоминаемыми как “ММ”, когда они опубликовали доказательство, что в мире без налогов, без транзакционных издержек или иных недостатков рынка дивидендная политика не имеет значения.<sup>17</sup> ММ аргументировали это следующим образом. Предположим, ваша фирма выбрала инвестиционную программу. У вас есть план финансирования инвестиций за счет денежных средств на счетах, дополнительных займов и реинвестирования будущей прибыли. Любые излишки денежных средств выплачиваются в форме дивидендов.

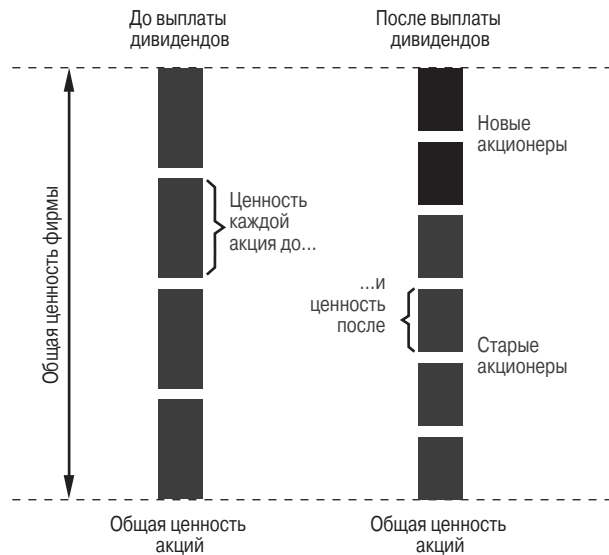
Теперь задумайтесь, что случится, если вы захотите увеличить сумму выплат, повысив дивиденды, но не захотите менять инвестиционную и финансовую политику. Дополнительные деньги должны откуда-то поступить. Если фирма фиксирует объем своих заимствований, единственный способ, которым она может финансировать дополнительные дивиденды, — это выпустить дополнительные акции и продать их. Новые акционеры расстанутся со своими деньгами, только если вы сможете предложить им акции, ценность которых равна их цене. Но как фирма может продать больше акций, если ее активы, доходы, инвестиционные возможности и, следовательно, рыночная ценность не меняются? Ответ в том, что должна произойти *передача ценности* от старых акционеров к новым. Новые акционеры получают новые напечатанные акции, каждая из которых ценится меньше, чем акция до объявления об изменении дивидендов, а старые акционеры понесут потери капитала по своим акциям. Потеря капитала, понесенная старыми акционерами, просто компенсирует дополнительные денежные дивиденды, которые они получили.

На рис. 12.4 показано, как происходит эта передача ценности. Наша гипотетическая компания выплачивает треть от общей ценности в качестве дивидендов и, чтобы сделать это, привлекает деньги за счет продажи новых акций. Потеря капитала, понесенная старыми акционерами, представлена уменьшением размера светлых столбиков на диаграмме. Но эта потеря капитала точно компенсируется тем, что привлеченные новые деньги (темные столбики) им выплачиваются в качестве дивидендов.

Есть ли разница для старых акционеров в том, что они получают дополнительные дивидендные выплаты как компенсацию за потерю капитала? Возможно, есть, если бы это был единственный способ получить деньги “на руки”. Но пока существуют эффективные рынки капитала, они могут получить деньги, продав свои акции. Таким образом, старые акционеры могут иметь деньги, либо убедив менеджеров платить высокие дивиденды, либо продав часть своих акций. В любом случае это будет передача ценности от старых акционеров к новым. Разница только в том, что в первом случае эта передача вызывает размывание ценности каждой акции компании, а в последнем случае это связано с сокращением количества акций, принадлежащих старым акционерам. Эти две альтернативы сравниваются на рис. 12.5.

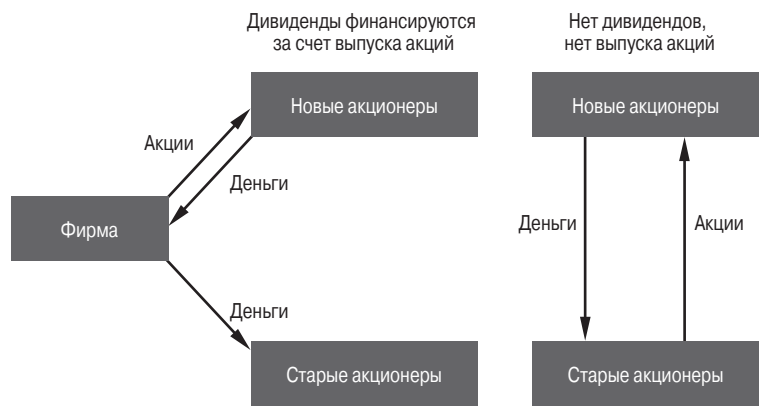
<sup>17</sup> M.H. Miller and F. Modigliani, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *Journal of Business* 34 (October 1961), pp. 411–433. Аргументы ММ были предвосхищены в 1938 году в J.B. Williams, *The Theory of Investment Value* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1938). Доказательство, подобное ММ, было предложено в J. Lintner, “Dividends, Earnings, Leverage and Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations,” *Review of Economics and Statistics* 44 (August 1962), pp. 243–269.





**Рис. 12.4.** Фирма выплачивает треть своей ценности в виде дивидендов и привлекает деньги, продавая новые акции. Передача ценности новым акционерам равна дивидендным выплатам. Общая стоимость фирмы не изменяется

Так как инвесторам не нужны дивиденды, чтобы получить деньги “на руки”, они не будут платить более высокую цену за акции компаний с высокими выплатами. Следовательно, фирмы не должны беспокоиться по поводу дивидендной политики. Они могут варьировать дивиденды в зависимости от инвестиционных и финансовых решений.



**Рис. 12.5.** Два способа получения денег первоначальными акционерами фирмы. В каждом случае получение денежных средств компенсируется снижением ценности требований старых акционеров к фирме. Если фирма выплачивает дивиденды, каждая акция ценится меньше, потому что на активы фирмы должно быть выпущено больше акций. Если старые акционеры продают часть своих акций, каждая акция ценится так же, как прежде, но старые акционеры имеют меньше акций

Несущественность дивидендов: иллюстративный кейс

Рассмотрим случай Rational Demiconductor; на данный момент баланс компании выглядит следующим образом.

Балансовый отчет (по рыночной ценности) Rational Demiconductor			
Денежные средства (\$1 000 отложены для инвестиций)	\$1 000	\$0	Долговые обязательства
Основные активы	\$9 000	\$10 000 + NPV	Собственный капитал
Инвестиционные возможности (требуют инвестиций \$1000)	NPV		
Общая ценность активов	\$10 000 + NPV	\$10 000 + NPV	Ценность фирмы

Rational Demiconductor имеет денежные средства в сумме \$1 000, выделенные на проект, который требует \$1 000 инвестиций. Мы не знаем, насколько проект привлекателен, поэтому обозначим ценность этих инвестиционных возможностей как NPV; после того как проект будет принят, он оценивается как \$1 000 + NPV. Обратите внимание, что баланс построен на основе рыночных ценностей; собственный капитал равен рыночной ценности размещенных акций фирмы (цена акции, умноженная на число акций, находящихся в обращении). Он не обязательно равен балансовой ценности.

Теперь Rational Demiconductor использует денежные средства, чтобы выплатить \$1 000 в виде дивидендов акционерам. Выгода для них очевидна: это деньги (\$1 000), которые можно потратить. Также очевидно, что должны быть и издержки. Деньги не раздают бесплатно.

Откуда берутся деньги на дивиденды? Конечно, непосредственным источником средств является банковский счет Rational Demiconductor. Но эти средства были выделены для реализации инвестиционного проекта. Поскольку мы хотим изолировать влияние дивидендной политики на богатство акционеров, мы предполагаем, что компания намерена *продолжить* инвестиционный проект. Это означает, что \$1 000 должны быть привлечены за счет нового источника финансирования. Это может быть выпуск либо долговых обязательств, либо акций. Но мы сейчас просто хотим рассмотреть дивидендную политику, поэтому пока отложим обсуждение выбора между долгом и собственным капиталом до глав 13 и 14. Таким образом, Rational Demiconductor останавливается на финансировании дивидендов за счет выпуска акций на \$1 000.

Теперь рассмотрим баланс после выплаты дивидендов; новые акции проданы и инвестиционный проект принят. Поскольку инвестиции Rational Demiconductor и политика заимствований не повлияли на выплату дивидендов, *общая* рыночная ценность должна остаться неизменной: \$10 000 + NPV.<sup>18</sup> Мы знаем также, что если новые акционеры заплатили справедливую цену, их акции стоят \$1 000. У нас остается только одно отсутствующее значение — ценность акций, принадлежащих первоначальным акционерам. Легко видеть, что эта ценность должна быть такой.

$$\begin{aligned}\text{Ценность акций первоначальных акционеров} &= \text{Ценность компании} - \text{Ценность новых акций} \\ &= (10\,000 + NPV) - 1\,000 = \$9\,000 + NPV\end{aligned}$$

Старые акционеры получили \$1 000 наличными в виде дивидендов и понесли потери в капитале на сумму \$1 000. Дивидендная политика ничего не изменила и, значит, не имеет значения.

Выплативая \$1 000 одной рукой и забирая их другой рукой, Rational Demiconductor совершила кругооборот денежных средств. Предположить, что это улучшает положение акционеров, — все равно что охладить кухню, открыв дверцу холодильника.

Конечно, наше доказательство игнорирует налоги, издержки выпуска акций и ряд других осложнений. Мы вскоре вернемся к этим моментам. Действительно ключевое допущение в нашем доказательстве заключается в том, что новые акции будут проданы по справедливой цене. Акции, проданные для привлечения \$1 000, должны действительно цениться в \$1 000.<sup>19</sup> Иными словами, мы полагаем, что рынки капитала эффективны.

## Расчет цены акций

Мы предположили, что новые акции Rational Demiconductor могут быть проданы по справедливой цене. Но какова эта цена и сколько новых акций должно быть выпущено?

Предположим, что до этой выплаты дивидендов в обращении находилась 1 000 акций и что NPV проекта — \$2 000. Тогда старые акции оценивались на общую сумму \$10 000 + NPV = \$12 000, что составляет \$12 000 / 1 000 = \$12 за акцию. После того как компания выплатила дивиденды и завершила финансирование, эти старые акции ценятся в \$9 000 + NPV = \$11 000. Это составляет \$11 000 / 1 000 = \$11 за акцию. Иными словами, цена старой акции падает на \$1, на величину дивидендной выплаты.

Теперь давайте посмотрим на новые акции. Очевидно, после выпуска они должны продаваться по той же цене, что и старые акции. Иными словами, они должны быть оценены в \$11. Если новые акционеры

<sup>18</sup> Все прочие факторы, которые могут повлиять на ценность Rational Demiconductor, считаются неизменными. Это предположение не является необходимым, но оно упрощает доказательство теории ММ.

<sup>19</sup> “Старые” акционеры получают все выгоды от положительной NPV проекта. Новые акционеры требуют только справедливую доходность. Они инвестируют с нулевой NPV.

получают справедливую ценность, компания должна выпустить \$1 000/\$11 или 91 новую акцию для привлечения необходимой компании суммы в \$1 000.

## Выкуп акций

Мы видели, что любые дополнительные денежные дивиденды должны быть компенсированы выпуском акций, если инвестиционная политика и политика заимствований компании остаются неизменными. В сущности, сами акционеры финансируют дополнительные дивиденды, продавая часть своей собственности в компании. В результате цена акции падает ровно настолько, чтобы компенсировать дополнительные дивиденды.

Этот процесс также может быть запущен в обратном порядке. При неизменной инвестиционной политике и неизменной политике заимствований любое *сокращение* дивидендов должно быть сбалансировано сокращением количества выпущенных акций или выкупом ранее размещенных акций. Но если процесс не влияет на богатство акционеров в прямом случае (выплата дивидендов), он не должен иметь никакого эффекта и в обратном случае (выкуп акций). Мы подтвердим это еще одним численным примером.

Предположим, что техническое изучение проекта показало, что новый проект Rational Demiconductor не имеет положительной NPV, он явно проигрышный. Руководство сообщает, что проект будет отброшен и что \$1 000, предназначавшиеся для проекта, будут выплачены в виде дополнительных дивидендов в размере \$1 на акцию. После выплаты дивидендов баланс будет таким.

Балансовый отчет (рыночная ценность) Rational Demiconductor			
Денежные средства	\$1 000	\$0	Долговые обязательства
Основные активы	\$9 000	\$9 000	Собственный капитал
Новый проект	0		
Общая ценность активов	\$9 000	\$9 000	Ценность фирмы

Поскольку в обращении находится 1 000 акций, цена акции составляет  $\$10\,000/1\,000 = \$10$  до выплаты дивидендов и  $\$9\,000/1\,000 = \$9$  после выплаты.

А что если Rational Demiconductor использует \$1 000 на выкуп акций? Поскольку компания платит справедливую цену за акции, за \$1 000 можно купить  $\$1\,000/\$10 = 100$  акций. Это оставляет в обращении 900 акций на сумму  $900 \times \$10 = \$9\,000$ .

Как и ожидалось, мы видим, что переход от денежных дивидендов к выкупу акций никак не влияет на богатство акционеров. Они отказались от \$1 денежных дивидендов, но в конечном итоге держат акции, оцененные в \$10 вместо \$9.

Обратите внимание, когда выкупаются акции, передача ценности происходит в пользу тех акционеров, которые не продают. Они отказались от каких-либо денежных дивидендов, но в конечном итоге владеют чуть большим куском фирмы. В сущности, они используют выделенную им долю в той \$1 000, чтобы выкупить акции некоторых своих коллег-акционеров.

## Выкуп акций и оценивание

Оценивание собственного капитала фирмы, которая выкупает акции, может сбить с толку. Давайте рассмотрим простой пример.

Компания X имеет в обращении 100 акций. Она зарабатывает \$1 000 в год, которые полностью выплачиваются в виде дивидендов. Дивиденд на акцию, таким образом, —  $\$1\,000/100 = \$10$ . Предположим, инвесторы ожидают, что уровень дивидендов будет поддерживаться неопределенно долго и что требуемая доходность составляет 10%. В этом случае ценность акции будет равна  $PV_{\text{акции}} = \$10 / 0,10 = \$100$ . Поскольку в обращении 100 акций, *общая* рыночная ценность собственного капитала  $PV_{\text{собств. капитала}} = 100 \times \$100 = \$10\,000$ . Обратите внимание, что мы могли прийти к тому же выводу, дисконтируя общие выплаты дивидендов акционерам ( $PV_{\text{собств. капитала}} = \$1\,000 / 0,10 = \$10\,000$ ).<sup>20</sup>

<sup>20</sup> При оценивании собственного капитала помните, что, если компания планирует выпустить дополнительные акции в будущем, мы должны принимать в расчет дивидендные платежи по этим акциям, только если только мы также учитываем сумму, которую инвесторы платят за акции (см. главу 15).

Теперь предположим, компания объявляет, что вместо выплаты денежных дивидендов в году 1 она потратит эти деньги на выкуп своих акций на открытом рынке. Общие ожидаемые денежные платежи акционерам (дивиденды и денежные средства от выкупа акций) остаются неизменными — \$1 000. Таким образом, общая ценность собственного капитала также остается той же:  $\$1\,000/0,10 = \$10\,000$ . Она состоит из ценности \$1 000, полученной от выкупа акций в год 1 ( $PV_{\text{выкупа}} = \$1\,000 / 1,1 = \$909,1$ ) и ценности потока дивидендов \$1 000 в год, выплачиваемых каждый год начиная с года 2:  $[PV_{\text{дивидендов}} = \$1\,000 / (0,10 \times 1,1) = \$9\,091]$ . Каждая акция оценивается в  $\$10\,000/100 = \$100$ , как и прежде.

Теперь подумайте о тех акционерах, которые планируют продать компании свои акции. Они будут требовать доходность 10% от своих инвестиций. Поэтому ожидаемая цена, по которой фирма будет выкупать акции, должна быть на 10% выше, чем сегодняшняя цена, т.е. \$110. Компания тратит \$1 000, выкупая свои акции, — этого достаточно, чтобы купить  $\$1\,000/\$110 = 9,09$  акций. Компания начинает со 100 акций, выкупает обратно 9,09, следовательно, в обращении остаются 90,91 акций. По каждой из этих акций можно ожидать поток дивидендов  $\$1\,000/90,91 = \$11$  на акцию. Таким образом, после выкупа акционеры будут иметь на 10% меньше акций, но прибыли и дивиденды на одну акцию будут на 10% выше. Инвестор, который сегодня владеет одной невыкупленной акцией, не получит никаких дивидендов в год 1, но может рассчитывать на \$11 в последующие годы. Поэтому ценность каждой акции будет  $\$11 / (0,1 \times 1,1) = \$100$ .

Наш пример иллюстрирует несколько моментов. Во-первых, при прочих равных условиях решение выкупить акции, а не выплачивать денежные дивиденды, не влияет на ценность компании. Во-вторых, при оценивании всего собственного капитала вы должны учитывать и денежные средства, выплачиваемые в виде дивидендов, и денежные средства, используемые для выкупа акций. В-третьих, при расчете денежных платежей на акцию будет двойным счетом включать как прогнозируемый размер дивидендов на акцию, так и денежные средства, полученные от выкупа (если вы продаете ваши акции, вы впоследствии не получаете никаких дивидендов). В-четвертых, фирма, которая выкупает акции вместо выплаты дивидендов, уменьшает количество акций, находящихся в обращении, но компенсирует это увеличением последующих прибылей и дивидендов в расчете на акцию.

## 12.6 Правые

ММ говорят, что дивидендная политика не имеет значения, потому что это не влияет на богатство акционеров. ММ не говорят, что выплаты должны быть случайными или беспорядочными; вполне возможно, они могут меняться в течение жизненного цикла компании. Молодая растущая фирма платит мало или вообще ничего не платит, увеличивая тем самым средства, доступные для инвестиций. По мере развития бизнеса становится труднее найти возможности для инвестиций с положительной NPV, рост компании замедляется. Появляются денежные средства для выплаты акционерам. В какой-то момент фирма обязуется выплачивать регулярные дивиденды. Она может также начать выкупать акции. В зрелой стадии возможности роста прибылей исчезают, и выплаты могут стать гораздо более щедрыми.

Конечно, ММ предполагают наличие абсолютно совершенных и эффективных рынков капитала. В мире ММ каждый является рациональным оптимизатором. Сторонники правого крыла “партии выплат” отмечают несовершенства реального мира, которые могли бы сделать высокие выплаты дивидендов на акцию более предпочтительными, чем низкие. Например, есть инвесторы, которым необходимы акции с высокими дивидендными выплатами. Некоторым финансовым институтам законодательно запрещено держать акции с недостаточным уровнем установленных дивидендов.<sup>21</sup> Попечительские и благотворительные фонды могут предпочесть акции с более высокими дивидендами, поскольку дивиденды считаются доходом для “текущих расходов”, в то время как прибыль от роста цены рассматривается как “дополнение к основной сумме”.

Есть и такая естественная клиентура, как инвесторы в пожилом возрасте, которые рассматривают свои портфели акций как устойчивый источник средств к существованию.<sup>22</sup> В принципе, они могли бы легко по-

<sup>21</sup> Большинство колледжей и университетов имеют право тратить прирост капитала эндаумент-фондов, но, как правило, они ограничивают свои расходы умеренной долей прироста, полученной за счет дивидендов и процентных доходов.

<sup>22</sup> См., например, J. R. Graham and A. Kumar, “Do Dividend Clientele Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors,” *Journal of Finance* 61 (June 2006), pp. 1305–1336; и M. Baker, S. Nagel and J. Wurgler, “The Effect of Dividends on Consumption,” *Brookings Papers on Economic Activity* (2007), pp. 277–291.

## Финансы на практике



### Выплаты Microsoft: “золотая жила”

Наступает этап, когда далее копить деньги становится неловко... Microsoft, которая выросла в крупнейшего в мире производителя программного обеспечения... и которая генерирует денежные средства со скоростью \$1 млрд в месяц, давно прошла этот этап. 20 июля она, наконец, рассмотрела этот вопрос.

Ее решение — вернуть акционерам в форме разных выплат беспрецедентные \$75 млрд. Первая порция в размере \$32 млрд будет единовременной дивидендной выплатой в декабре. Другой порцией станет выкуп акций на сумму \$30 млрд в течение четырех лет. Третья будет заключаться в удвоении

текущих дивидендов до 32 центов на акцию в год, выплачиваемых ежеквартально. Неплохо для компании, которой еще не исполнилось 30 лет, учитывая также, что свои первые дивиденды Microsoft декларировала в январе 2003 года.

Это решение создает впечатление обдуманного Microsoft анализа своей роли в отрасли и тех перспектив на будущее, которые из этого проистекают.

*Источник.* “An End to Growth?” *The Economist*, July 24, 2004, p. 61. © 2004 The Economist Newspaper Group, Inc. Перепечатано с разрешения. Дальнейшее воспроизведение запрещено ([www.economist.com](http://www.economist.com)).



лучить денежные средства и за счет акций, по которым вовсе не выплачиваются дивиденды; инвестор мог бы время от времени просто продавать небольшую часть своего портфеля. Но проще и дешевле каждые три месяца компании отправлять чек, чем акционеру раз в квартал продавать, скажем, по одной акции. Регулярные дивиденды избавляют многих акционеров от транзакционных издержек и существенных неудобств.<sup>23</sup>

Некоторые исследователи обратились к психологии поведения, чтобы объяснить, почему мы можем предпочитать получение подобных регулярных дивидендов, а не продажу небольшого количества акций.<sup>24</sup> Как они отмечают, мы все склонны поддаваться соблазну. Одни из нас мечтают о калорийных вкусностях, другие готовы все отдать за выпивку. Мы могли бы попытаться контролировать эти желания силой воли, но это может оказаться мучительной борьбой с самим собой. Вместо этого, возможно, будет легче установить для себя простые правила типа “отказаться от шоколада” или “выпивка только после ужина”. Точно так же мы можем приветствовать самодисциплину, связанную с расходованием только дохода в виде дивидендов, и тем самым обойти трудное решение, насколько глубоко следует “засунуть руку” в свой капитал.

### Политика выплат, инвестиционная политика и стимулы для менеджеров

Пожалуй, наиболее убедительный аргумент в пользу позиции “правых” заключается в том, что выплаты акционерам мешают менеджерам злоупотреблять средствами или растрачивать их.<sup>25</sup> Предположим, что компания имеет достаточно свободных денег, но не много выгодных инвестиционных возможностей. Акционеры могут не поверить, что менеджеры мудро потратят нераспределенную прибыль, и, возможно,

<sup>23</sup> Те, кто выступают за щедрые дивиденды, могут утверждать, что регулярные денежные дивиденды снимают с акционеров риск продажи акций по “временно низким” ценам. Конечно, для финансирования дивидендов фирма время от времени будет выпускать акции, но (главный аргумент) фирма может выбрать *подходящее время* для продажи акций. Если компании действительно пытаются делать это и если они будут в этом успешны — два больших *если*, — акционеры компаний с высокими выплатами могут действительно кое-что получить даром.

<sup>24</sup> См. Н. Shefrin and M. Statman, “Explaining Investor Preference for Cash Dividends,” *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984), pp. 253–282.

<sup>25</sup> См. M. Rozeff, “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios,” *Journal of Financial Research* 5 (1982), pp. 249–259; F. Easterbrook, “Two Agency Cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review* 74 (1984), pp. 650–659; и особенно М. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review* 76 (May 1986), pp. 323–329.

опасаются, что деньги будут использованы не для получения прибыли, а для строительства империи. В таких случаях инвесторы могут требовать более высоких дивидендов или выкупа акций не потому, что они ценны сами по себе, а потому, что они поощряют более осторожную, ориентированную на ценность инвестиционную политику.

В приведенной выше врезке описывается, как Microsoft объявила о крупнейшем распределении денежных средств в корпоративной истории. В 2004 году инвестиционные возможности компании сократились, и потому инвесторы были рады видеть, что Microsoft распределяет горы денег.

Microsoft охотно выплатила им гигантские специальные дивиденды. Другие денежные корпорации (“дойные коровы”) могут только под давлением инвесторов неохотно выпустить из рук денежные средства. Цена акций падает, когда инвесторы начинают чувствовать построение империи или догадываться о чрезмерных привилегиях. Угроза падения курса акций — это отличная мотивация, особенно для топ-менеджеров, владеющих опционами на акции.

Готовность зрелой корпорации идти на щедрые выплаты показывает, что корпоративное управление работает в США и других развитых странах. Но корпоративное управление менее эффективно во многих странах с развивающейся экономикой, где интересы менеджеров и акционеров не настолько согласованы. Когда качество корпоративного управления низкое, показатели выплат меньше.<sup>26</sup>

## 12.7 Налоги и левые радикалы

Идея левого крыла противников дивидендов проста: всякий раз, когда дивиденды облагаются налогом в большей степени, чем прирост капитала, компании должны платить настолько низкий денежный дивиденд, насколько возможно. Доступные денежные средства должны сохраняться в компании или использоваться для выкупа акций.

Смещая в таком направлении свою политику распределения денежных средств, корпорации могут преобразовать дивиденды в прирост капитала. Если такая финансовая алхимия приведет к снижению налогов, все инвесторы-налогоплательщики будут ее приветствовать. Это основное положение партии левых в их аргументах за низкие выплаты дивидендов.

Если дивиденды облагаются налогом в большей степени, чем прирост капитала, инвесторы должны платить больше за акции компаний с низкой дивидендной доходностью. Иными словами, они должны соглашаться на более низкую *доналоговую* доходность ценных бумаг, предлагающих доход в виде прироста капитала, а не дивидендов. Этот факт проиллюстрирован в табл. 12.1. Акции компаний А и Б одинаково рискованны. Инвесторы ожидают, что акции А будут стоить \$112,50 в следующем году. Цена акции Б ожидается лишь \$102,50, но прогнозируются дивиденды \$10, поэтому общая *доналоговая* выплата та же самая, \$112,50.

Итак, мы видим, что акции Б продаются дешевле, чем акции А, тем самым предлагая более высокую *доналоговую* доходность. Причина очевидна: инвесторы предпочитают А, потому что доходность этих акций обеспечивается приростом капитала. В табл. 12.1 показано, что акции А и Б являются в равной степени привлекательными для инвесторов, которые, как мы полагаем, платят налог 40% на дивиденды и 20% на прирост капитала. Каждая акция предлагает доходность 10% после уплаты всех налогов. Разница между ценами акций А и Б — это приведенная ценность дополнительных налогов, с которыми столкнутся инвесторы, если купят акции Б.<sup>27</sup>

Руководство компании Б может оградить инвесторов от этих дополнительных налогов, ликвидируя дивиденды и используя высвобождаемые средства для выкупа акций. Цена акций должна немедленно возрасти до \$100, как только будет объявлено об этой новой политике.

<sup>26</sup> См. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, “Agency Problems and Dividend Policies around the World,” *Journal of Finance* 55 (February 2000), pp. 1–34.

<sup>27</sup> Майкл Бреннан (Michael Brennan) смоделировал, что происходит, когда вводятся налоги на совершенном во всех других отношениях рынке. Он обнаружил, что модель CAPM продолжает оставаться справедливой, но только *после уплаты налогов*. Таким образом, если акции А и Б имеют одинаковые бета, они должны обеспечивать одинаковую *посленалоговую* доходность. Разница между *доналоговой* и *посленалоговой* доходностями определяется взвешенным средним налоговых ставок всех инвесторов. См. M.J. Brennan, “Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy,” *National Tax Journal* 23 (December 1970), pp. 417–427.

**ТАБЛИЦА 12.1.** Эффекты сдвига в дивидендной политике, когда дивиденды облагаются налогом в большей степени, чем прирост капитала. Акции с высокими выплатами (компания Б) должны продаваться по более низкой цене, чтобы обеспечить одинаковую доходность после уплаты налогов.

	Компания А (без дивидендов)	Компания Б (высокие дивиденды)
Цена следующего года, \$	112,50	102,50
Дивиденды, \$	0,0	10,00
Общая доналоговая выплата, \$	112,50	112,50
Текущая цена акций, \$	100,0	97,78
Прирост капитала, \$	12,50	4,72
Доналоговая доходность, %	$100 \times \frac{12,5}{100} = 12,5$	$100 \times \frac{14,72}{97,78} = 15,05$
Налоги на дивиденды (ставка 40%), \$	0	$0,40 \times 10 = 4,00$
Налоги на прирост капитала (ставка 20%), \$	$0,20 \times 12,50 = 2,50$	$0,20 \times 4,72 = 0,94$
Общий посленалоговый доход (дивиденды плюс прирост капитала с учетом налога), \$	$(0 + 12,50) - 2,50 = 10,0$	$(10,0 + 4,72) - (4,0 + 0,94) = 9,78$
Посленалоговая доходность, %	$100 \times \frac{10,0}{100} = 10,0$	$100 \times \frac{9,78}{97,78} = 10,0$

### Зачем вообще платить дивиденды?

Действительно, когда компании хотят произвести очень крупные разовые выплаты денежных средств акционерам, они для этого, как правило, выбирают выкуп акций, а не временный пик в дивидендных выплатах. Но если дивиденды сопряжены с более высокими налогами, чем прирост капитала, зачем любой фирме вообще платить какие-либо денежные дивиденды? Если денежные средства должны быть распределены среди акционеров, то не является ли выкуп акций лучшим способом для этого? Левацкая позиция, кажется, призывает не просто к низким дивидендным выплатам, а к *нулевым* дивидендам всякий раз, когда прирост капитала имеет налоговые преимущества.

Немногие левые готовы так далеко идти в своих утверждениях. Фирма, которая откажется от дивидендов и начнет на регулярной основе выкупать акции, может обнаружить, что налоговые службы распознают, в каких целях проводится программа выкупа, и соответственно обложат платежи налогами. Вот почему финансовые менеджеры обычно не объявляют, что они выкупают акции, чтобы защитить акционеров от налогов; они приводят какие-то иные причины.<sup>28</sup>

Партия сторонников низких выплат, тем не менее, отстаивает мнение, что рынок вознаграждает фирмы, которые придерживаются политики низких выплат. Они утверждают, что фирмы, которые платят дивиденды и в результате время от времени должны выпускать акции, совершают серьезную ошибку. Любая такая компания, по сути, финансировала свои дивиденды выпуском акций; ей следовало бы сократить свои дивиденды, по крайней мере до уровня, при котором нет необходимости эмитировать новые акции. Это не только спасло бы акционеров от налогов, но и позволило бы избежать транзакционных издержек, связанных с эмиссией акций.<sup>29</sup>

### Эмпирические свидетельства о роли дивидендов и налогов

Трудно отрицать, что налоги важны для инвесторов. Это можно видеть по рынку облигаций. Процентные платежи по муниципальным облигациям не облагаются налогом, поэтому муниципальные облигации, как правило, продаются с низкой доналоговой доходностью. Процентные платежи по федеральным государственным облигациям облагаются налогом, и потому эти облигации продаются с более

<sup>28</sup> Они могут говорить: «Наши акции — это хорошая инвестиция» или «Мы хотим иметь акции, они необходимы нам для финансирования поглощения других компаний». Что вы думаете о таких обоснованиях?

<sup>29</sup> Издержки выпуска обыкновенных акций обычно превышают 4%.

высокой доналоговой доходностью. Не похоже, что инвесторы в облигации забывают о налогах, когда они действуют на фондовом рынке.

Есть некоторые свидетельства, что в прошлом налоги влияли на выбор акций американскими инвесторами.<sup>30</sup> Институциональные инвесторы с льготным налогообложением предпочитают держать акции с высокой дивидендной доходностью, а розничные инвесторы предпочитают низкодоходные акции. Кроме того, это предпочтение низкодоходных акций в большей степени отмечается для физических лиц с высокими доходами. Тем не менее кажется, что для этих инвесторов налоги были второстепенным вопросом; это не останавливало людей, относящихся к высоким налоговым категориям, от инвестирования значительных сумм в акции, по которым платятся дивиденды.

Если инвесторы обеспокоены налогами, то можно было бы также ожидать, что компании дважды подумают об увеличении выплат, когда есть высокие налоговые удержания с дивидендов. Только примерно пятая часть американских финансовых менеджеров учитывает налоги инвесторов в качестве важного фактора при принятии фирмой решения о дивидендах. С другой стороны, фирмы зачастую откликаются на важные сдвиги в налогообложении инвесторов. Например, когда в Австралии в 1987 году ввели налоговые изменения, эффективно устраняющие для австралийских инвесторов налоговые взыскания с дивидендов, фирмы стали более склонны к увеличению выплат.<sup>31</sup>

Если налоговые соображения важны, мы могли бы ожидать, что найдем историческую тенденцию к продаже акций с высокими дивидендами по более низким ценам и, следовательно, предлагающим более высокую доходность, — в точности, как в табл. 12.1. К сожалению, этот эффект трудно измерить. Например, предположим, что акции А оценены в \$100 и что по ним ожидается выплата \$5 дивидендов. Следовательно, *ожидаемая* дивидендная доходность равна  $5/100 = 0,05$ , или 5%. Пусть теперь компания объявляет об обильной прибыли и дивидендах в \$10. Таким образом, задним числом фактическая дивидендная доходность равна  $10/100 = 0,10$ , или 10%. Если неожиданное увеличение прибыли приводит к росту цены акции А, мы будем наблюдать, что высокая фактическая дивидендная доходность сопровождается высокой общей доходностью. Но этот факт ничего не говорит нам о том, что высокая *ожидаемая* дивидендная доходность сопровождается высокой *ожидаемой* общей доходностью. Чтобы измерить эффект влияния дивидендной политики, нам нужно оценить, каких именно дивидендов ожидали инвесторы.

Вторая проблема заключается в том, что никто не знает, что имеется в виду под высокой дивидендной доходностью. Например, акции компаний коммунальных услуг, как правило, предлагают высокую доходность. Но имели ли они высокую доходность весь год или только в те месяцы (а то и дни), когда были выплачены дивиденды? Возможно, в течение большей части года они имели нулевую дивидендную доходность и были совершенным объектом инвестирования для физических лиц с высокой налоговой ставкой.<sup>32</sup> Конечно, инвесторы с высоким налогообложением не хотят держать акции в дни выплаты дивидендов, но они могли бы временно продать свои акции дилеру по ценным бумагам. Дилеры облагаются одинаковым налогом на дивиденды и прирост капитала и, следовательно, не должны требовать какой-либо дополнительной доходности за владение акциями в дивидендный период.<sup>33</sup> Если акционеры могут свободно передавать акции друг другу на период выплаты дивидендов, мы не должны наблюдать никаких налоговых эффектов вовсе.

Ряд исследователей пытались решить эти проблемы и определить, требуют ли инвесторы более высокой общей доходности от акций с высокой дивидендной доходностью. Их результаты дают некоторое ог-

<sup>30</sup> См., например, Y. Grinstein and R. Michaely, "Institutional Holdings and Payout Policy," *Journal of Finance* 60 (June 2005), pp. 1389–1426; и J.R. Graham and A. Kumar, "Do Dividend Clientele Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors," *Journal of Finance* 61 (June 2006), pp. 1305–1336.

<sup>31</sup> K. Pattenden and G. Twite, "Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes," *Journal of Corporate Finance* 14 (2008), pp. 1–16.

<sup>32</sup> Предположим, акция торгуется 250 дней в году. Представим акцию, по которой платятся квартальные дивиденды. Мы могли бы сказать, что акция предлагает высокую дивидендную доходность в течение 4 дней и нулевую дивидендную доходность в остальные 246 дней.

<sup>33</sup> Акция также может быть продана корпорации, которая может "захватить" дивиденды по акции, а затем перепродать ее. Корпорации являются естественными покупателями дивидендов, потому что они платят налоги только с 30% дивидендов, полученных от других корпораций. (Мы поговорим о налогообложении межкорпоративных дивидендов в этом разделе позже.)



раниченное утешение представителям школы “дивиденды — это плохо”; большинство исследователей полагают, что акции с высокой дивидендной доходностью обеспечивали более высокую доходность. Однако оцененные налоговые ставки существенно отличаются от исследования к исследованию. Например, Лиценбергер (Litzenberger) и Рамасвами (Ramaswamy) пришли к выводу, что инвесторы оценивали акции, как если бы дивидендный доход облагался дополнительным налогом по ставке от 14 до 23%, в то же время Миллер (Miller) и Скоулз (Scholes), используя другую методологию, пришли к незначительной 4%-ной разнице в налоговых ставках.<sup>34</sup>

## Налогообложение дивидендов и доходов от прироста капитала

Многие из этих попыток измерить эффект дивидендов имеют скорее исторический, чем текущий интерес, потому что они анализируют период до 1986 года, когда различие между налогообложением дивидендов и прироста капитала было огромным.<sup>35</sup> В момент написания этой книги, в 2009 году, верхняя ставка налога на дивиденды и прирост капитала составляла 15%.<sup>36</sup>

Существует, однако, особенность, с учетом которой налоговое законодательство дает преимущество приросту капитала по сравнению с дивидендами. Налоги на дивиденды должны быть выплачены немедленно, но налоги на прирост капитала могут быть отложены до тех пор, пока акции не проданы и доходы от прироста капитала не реализованы. Акционеры могут выбирать, когда продать свои акции и, следовательно, когда платить налог на прирост капитала. Чем дольше они ждут, тем меньше приведенная стоимость налоговых обязательств на прирост капитала.<sup>37</sup>

Различие между дивидендами и приростом капитала не является важным для многих финансовых институтов, которые освобождены от всех налогов, и, следовательно, у них нет причин предпочитать прирост капитала дивидендам или наоборот. Например, пенсионные фонды не облагаются налогом. Эти фонды держат около \$3 трлн в обыкновенных акциях и тем самым имеют огромное влияние на фондовый рынок США. Только у корпораций есть причина *предпочитать* дивиденды. Они платят корпоративный налог только на 30% доходов от любых полученных дивидендов. Таким образом, эффективная ставка налога на дивиденды, полученные крупными корпорациями, равна 35% (это предельная ставка корпоративного налога) от 30% доходов, или 10,5%. Но корпорации должны платить налог 35% на полную сумму любого реализованного прироста капитала.

<sup>34</sup> См. R.H. Litzenberger and K. Ramaswamy, “The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects,” *Journal of Finance* 37 (May 1982), pp. 429–443; и M.H. Miller and M. Scholes, “Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence,” *Journal of Political Economy* 90 (1982), pp. 1118–1141. Мертон Миллер (Merton Miller) дал широкий обзор эмпирических исследований в “Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends,” *Journal of Business* 59 (October 1986), pp. S451–S468.

<sup>35</sup> Налоговая реформа 1986 года в США уравнила ставки налога на дивиденды и прирост капитала. Разрыв вновь стал возникать в 1992 году.

<sup>36</sup> Эти ставки были установлены *Законодательным актом о занятости, экономическом росте и налоговых вычетах* 2003 года и продлены до 2010 года. Обратите внимание, что прирост капитала, реализованный в течение года с момента покупки, и дивиденды по акциям, которыми владели менее чем 61 день, облагаются налогом, как обычный доход.

<sup>37</sup> Когда ценные бумаги проданы, налог на прирост капитала уплачивается с разницы между ценой продажи и первоначальной ценой покупки, или *базисом*. Таким образом, акции, приобретенные в 2004 году за \$20 (базис) и проданные в 2009 году за \$30, дадут прирост капитала \$10 на акцию и будут облагаться налогом по ставке 15%, или в размере \$1,50.

Предположим, что инвестор теперь решает отложить продажу на один год. Тогда, если процентная ставка составляет 5%, приведенная (к 2009 году) стоимость налога падает до  $1,50/1,05 = \$1,43$ . Эффективная ставка налога на прирост капитала составляет 14,3%. Чем дальше откладывается продажа, тем ниже будет эффективная ставка налога.

Эффективная ставка налога падает до нуля в случае, если инвестор умирает до продажи своих акций, поскольку наследники инвестора получают “скачок” базиса без признания какого-либо налогообложения его прироста. Предположим, цена — все еще \$30 в момент смерти инвестора. Наследники могут продать акцию за \$30 и не платить никаких налогов, потому что они могут объявить \$30 как базис. Прирост капитала в \$10 полностью избежал налогов.

Последствия этих налоговых правил для дивидендной политики довольно просты. Прирост капитала имеет преимущества для многих инвесторов, но гораздо менее выгоден, чем 20 или 30 лет назад.<sup>38</sup> Таким образом, левацкая идея минимизации денежных дивидендов сейчас слабее, чем раньше.

### Альтернативные налоговые системы

В США доходы акционеров облагаются налогом дважды. Они облагаются налогом на уровне корпорации (корпоративный налог) и как личный доход акционера (налог на доход или налог на прирост капитала). Эти два уровня налогообложения приведены в табл. 12.2, где показан посленалоговый доход акционеров, если компания распределяет всю свою прибыль в виде дивидендов. Мы предполагаем, что компания зарабатывает \$100 на акцию до налогообложения и, следовательно, платит корпоративный налог  $0,35 \times 100 = \$35$ . Это оставляет \$65 на акцию, которые могут быть выплачены в виде дивидендов, которые затем подлежат налогообложению на втором уровне. Например, акционер, облагаемый налогом по ставке 15%, платит налог на эти дивиденды в размере  $0,15 \times 65 = \$9,75$ . Только освобожденные от налогов пенсионные или благотворительные фонды могут сохранить все \$65.

**ТАБЛИЦА 12.2.** В США доходы акционеров облагаются налогом дважды. Этот пример предполагает, что вся посленалоговая прибыль выплачивается в виде денежных дивидендов инвестору, облагаемому по самой высокой ставке подоходного налога (цифры приведены в долларах на акцию)

Операционная прибыль	100	
Корпоративный налог по ставке 35%	35	← Корпоративный налог
Посленалоговая прибыль (выплачивается в виде дивидендов)	65	
Налог на доход инвестора по ставке 15%	9,75	← Второй налог, уплачиваемый инвестором
Чистый доход акционера	55,25	

Конечно, дивиденды регулярно выплачиваются компаниями, которые действуют в очень разных системах налогообложения. Правительство Германии, например, частично компенсирует налогообложение на корпоративном уровне, взимая налоги только с половины индивидуальных дивидендных доходов.

В некоторых других странах, таких как Австралия и Новая Зеландия, доходы акционеров не облагаются налогом дважды. Например, в Австралии акционеры облагаются налогом на дивиденды, но могут вычесть из этого налогового требования свою долю корпоративного налога, уплаченного компанией. Это называется *вмененной налоговой системой*. В табл. 12.3 показано, как работает вмененная система. Предположим, что австралийская компания зарабатывает доналоговую прибыль в размере A\$100 на акцию. После того как она заплатит корпоративный налог по ставке 30%, прибыль составит A\$70 на акцию. Теперь компания заявляет чистые дивиденды в размере A\$70 и направляет каждому акционеру чек на эту сумму. Этот дивиденд сопровождается налоговым кредитом, подтверждающим, что компания уже заплатила налог A\$30 от имени акционера. Таким образом, с точки зрения законодательства предполагается, что каждый акционер получил общий или валовой дивиденд в размере  $70 + 30 = \text{A\$}100$  и выплатил налог в размере A\$30. Если ставка налога для акционера составляет 30%, ему не нужно больше платить налогов, и акционер сохраняет чистый дивиденд A\$70. Если акционер платит индивидуальный налог по верхней ставке 45%, то он обязан уплатить дополнительно A\$15 налогов; если ставка налога составляет 15% (ставка, по которой облагаются налогами австралийские пенсионные фонды), то акционер получает *возмещение*  $30 - 15 = \text{A\$}15$ .<sup>39</sup>

При вмененной налоговой системе миллионеры должны раскошелиться на дополнительный налог на дивиденды. Если это больше, чем налоги, которые они будут платить на прирост капитала, то миллионеры будут предпочитать, чтобы компания не распределяла прибыли. Если наоборот, они будут предпочи-

<sup>38</sup> Мы описывали выше, как Microsoft в 2004 году объявила специальный дивиденд в размере \$32 млрд. Сделала бы такое компания, если бы по-прежнему имелось существенное налоговое неудобство, связанное с дивидендными платежами? Мы в этом сомневаемся.

<sup>39</sup> В Австралии акционеры получают кредит на полную сумму налога на прибыль, выплаченного по их поручению. В других странах налоговый кредит меньше, чем ставка корпоративного налога. Вы можете думать о налоговой системе в этих странах, как в некой промежуточной между австралийской системой и системой в США.

тать дивиденды.<sup>40</sup> У инвесторов с низкой налоговой ставкой по этому поводу нет никаких сомнений. Если компания выплачивает дивиденды, эти инвесторы получают чек от налоговой службы за превышение налога, который выплатила компания, и потому они предпочитают высокие выплаты.

**ТАБЛИЦА 12.3.** При вмененной налоговой системе, например как в Австралии, акционеры получают налоговый кредит по уплаченному фирмой налогу на прибыль (цифры приведены в австралийских долларах за акцию)

	Ставка подоходного налога, %		
	15	30	45
Операционная прибыль	100	100	100
Корпоративный налог ( $T_c = 0,30$ )	30	30	30
Посленалоговая прибыль	70	70	70
Валовой дивиденд	100	100	100
Подоходный налог	15	30	45
Налоговый кредит по корпоративному платежу	–30	–30	–30
Налог, подлежащий уплате акционером	–15	0	15
Полученная акционером сумма	85	70	55

Взгляните еще раз на табл. 12.3 и подумайте, что будет, если корпоративная налоговая ставка равна нулю. Акционер со ставкой подоходного налога 15% будет по-прежнему в конечном итоге с суммой A\$85, и акционер со ставкой в 45% по-прежнему получит A\$55. Таким образом, при вмененной налоговой системе, когда компания выплачивает все свои прибыли, есть фактически только один уровень налога — налог с акционера. Налоговая служба собирает этот налог через компанию и затем посылает требование акционеру на любое превышение налога или возвращает деньги за любую переплату.<sup>41</sup>

## 12.3 Центристы

Партия центристов, которую представляют в основном Миллер (Miller), Блэк (Black) и Скоулз (Scholes),<sup>42</sup> утверждает, что ценность компании не зависит от ее дивидендной политики. В отличие от двух других партий, они подчеркивают, что предложение дивидендов легко подстраивается к спросу. Поэтому, если бы компании могли увеличить цену своих акций, изменяя дивидендные выплаты, они бы это уже сделали. Предположительно, дивиденды таковы, каковы они есть, потому что ни одна компания не считает, что может добавить ценность, просто увеличив или сократив свои дивидендные выплаты.

Этот “аргумент предложения” не является несовместимым с существованием круга инвесторов, которые предпочитают акции с низкими выплатами. При необходимости эти инвесторы будут готовы платить премию за акции с низкими выплатами. Но, возможно, им не придется этого делать. Есть достаточное число фирм, которые, возможно, уже заметили существование такого круга клиентов и переключились на политику низких выплат. Если это так, то для *других* компаний нет стимула переходить к политике низких выплат. Аналогичным образом, возможно, есть инвесторы, которые предпочитают высокие дивиденды, но у этих инвесторов тоже уже есть широкий выбор подходящих акций. Для третьей группы инвесторов, таких как пенсионные фонды и другие освобожденные от налогов институты, возможно, нет оснований предпочитать дивиденды приросту капитала. Эти инвесторы будут рады держать акции как с низкими, так и высокими

<sup>40</sup> В случае с Австралией ставка налога на прирост капитала такая же, как ставка налога на дивиденды. Однако для ценных бумаг, удерживаемых более 12 месяцев, применяется половинная ставка налога.

<sup>41</sup> Это верно только для прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов. Нераспределенная прибыль облагается по ставке корпоративного налога. Акционеры получают выгоды от нераспределенной прибыли в виде прироста капитала.

<sup>42</sup> F. Black and M.S. Scholes, “The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns,” *Journal of Financial Economics* 1 (May 1974), pp. 1–22; M.H. Miller and M.S. Scholes, “Dividends and Taxes,” *Journal of Financial Economics* 6 (December 1978), pp. 333–364; и M.H. Miller, “Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends,” *Journal of Business* 59 (October 1986), pp. S451–S468.

выплатами, и ценность, которую они придают каждой акции, не будет зависеть от дивидендной политики компании. В этом случае мы возвращаемся в ММ-мир, где дивидендная политика не влияет на ценность.<sup>43</sup>

Центристы подчеркивают, что компании не предлагали бы столь большие дивиденды, если бы не считали, что именно этого хотят инвесторы. Но здесь все еще остается загадка. Даже во времена, когда дивиденды имели большой минус с точки зрения налогообложения, многие инвесторы, похоже, были счастливы держать акции с высокими выплатами. Почему? Ответ центристов ссылается на то, что в налоговой системе всегда есть достаточно лазеек, которые акционеры могут использовать, чтобы избежать уплаты налогов на дивиденды. Например, вместо того чтобы напрямую инвестировать в обыкновенные акции, они могут сделать это через пенсионный фонд или страховую компанию, которые действуют в более благоприятном налоговом режиме. Однако неясно, является ли это правдой, так как высокая доля дивидендов регулярно выплачивалась богатым людям и включалась в их налогооблагаемый доход.<sup>44</sup>

Есть еще одна возможная причина того, что американские компании могут выплачивать дивиденды даже тогда, когда эти дивиденды приводят к увеличению налоговых требований. Компании, которые платят *низкие* дивиденды, будут более привлекательны для физических лиц с высокой ставкой налога; компании, которые платят *высокие* дивиденды, будут иметь среди своих акционеров значительную долю пенсионных фондов или других освобожденных от налогов институтов. Эти финансовые институты — умелые инвесторы; они тщательно следят за компаниями, в которые они инвестируют, и заставляют плохих менеджеров действовать. Успешные, хорошо управляемые компании рады видеть своими инвесторами финансовые институты, но их плохо управляемые собратья предпочли бы неквалифицированных и более покладистых акционеров.

Вы, вероятно, понимаете теперь, к чему ведут эти аргументы. Хорошо управляемые компании хотят сигнализировать о своей ценности. Они могут сделать это, имея высокую долю институтов среди своих акционеров. Как они этого добиваются? Выплачивая высокие дивиденды. Те акционеры, которые платят налог, не возражают против высоких дивидендов, если цель выплаты дивидендов заключается в поощрении институциональных инвесторов, готовых тратить время и силы на мониторинг управления.<sup>45</sup>

## Политика выплат и жизненный цикл фирмы

ММ утверждают, что дивидендная политика не влияет на богатство акционеров. Ценность акционерного капитала зависит от инвестиционной политики фирмы, включая возможности ее будущего роста. Как мы увидим в главе 14, политика финансирования, определяющая выбор между долгом и акционерным капиталом, также может влиять на ценность компании.

В анализе ММ выплаты — это остаточный, побочный продукт других финансовых политик. Фирма должна принять инвестиционные и финансовые решения, а затем выплатить все оставшиеся денежные средства. Поэтому выплаты должны изменяться в течение жизненного цикла фирмы.

ММ предполагают мир совершенным и рациональным, но многие осложнения, обсуждавшиеся в этой главе, фактически подкрепляют идею цикличности выплат. Давайте дадим краткий обзор жизненного цикла.<sup>46</sup>

Молодые растущие фирмы имеют достаточно возможностей для прибыльных инвестиций. В течение этого времени целесообразно сохранять и реинвестировать все операционные денежные потоки. Зачем платить деньги инвесторам, если фирма затем должна будет восстанавливать денежные средства путем займов или выпуска дополнительных акций? Сохранение денежных средств позволяет избежать

<sup>43</sup> Бейкер (Baker) и Вюрглер (Wurgler) утверждают, что спрос на дивиденды может изменяться. Когда это отражается в ценах акций, фирмы корректируют свою дивидендную политику, чтобы учесть сдвиг спроса. Таким образом, сдвиг в клинтуре проявляется в изменении склонности фирм к выплате дивидендов. См. M. Baker and J. Wurgler, “A Catering Theory of Dividends,” *Journal of Finance* 59 (June 2004), pp. 1125–1165.

<sup>44</sup> См., например, F. Allen and R. Michaely, “Payout Policy,” in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, (eds.), *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance* (Amsterdam: North-Holland, 2003).

<sup>45</sup> Этот аргумент сигнализации развивается в F. Allen, A. E. Bernardo, and I. Welch, “A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles,” *Journal of Finance* 55 (December 2000), pp. 2499–2536.

<sup>46</sup> Здесь мы следуем теории жизненного цикла, изложенной в H. DeAngelo, L. DeAngelo, and D. Skinner, “Corporate Payout Policy,” *Foundations and Trends in Finance* 3 (2008), pp. 95–287.

затрат на выпуск ценных бумаг и минимизировать налоги акционеров. Инвесторов не волнует расточительное сверхинвестирование, потому что инвестиционные возможности хороши, а вознаграждения менеджеров привязаны к цене акций.

По мере взросления фирмы проекты с положительной NPV становятся все более дефицитными по сравнению с денежными потоками. Фирма начинает накапливать денежные средства. Теперь инвесторы начинают беспокоиться о переинвестировании или о чрезмерных привилегиях. Инвесторы оказывают давление на менеджеров, чтобы те начали выплаты денежных средств. Рано или поздно менеджеры подчиняются давлению, иначе цена акций стагнирует. Выплаты могут прийти в виде выкупа акций, но инициирование регулярных денежных дивидендов подает более сильный и более обнадеживающий сигнал по поводу финансовой дисциплины. Заинтересованность в финансовой дисциплине может перевесить издержки по налогам на дивиденды. (Партия центристов утверждает, что издержки, связанные с налогом на денежные дивиденды, не могут быть очень большими, особенно в последние годы, когда личные ставки налога на дивиденды и прирост капитала в США были низкими.) Регулярные дивиденды также могут быть привлекательными для некоторых типов инвесторов, например для пенсионеров, чьи повседневные расходы зависят от дивидендов.

По мере старения фирмы от нее требуют все больше и больше выплат. Эти выплаты могут иметь форму более высоких дивидендов или масштабных выкупов акций. Иногда выплаты являются результатом поглощения компании. Акции выкупаются, и новые владельцы фирмы генерируют денежные средства путем продажи активов и реструктуризации производства.



Когда менеджеры принимают решения о выплате дивидендов, их первоочередная забота, как представляется, заключается в том, чтобы дать акционерам “справедливую” плату за инвестиции. Однако большинству менеджеров очень не хочется ни снижать дивиденды, ни увеличивать выплаты, если только они не уверены, что можно сохранить достигнутый уровень.

## РЕЗЮМЕ

В качестве альтернативы выплатам дивидендов компания может выкупить собственные акции. В последние годы компании выкупали свои акции в больших количествах, но выкуп, как правило, не заменяет дивиденды. Вместо этого выкуп используется для возврата акционерам неиспользуемых денежных средств или для изъятия акционерного капитала и его замещения долгом.

Если мы придерживаемся неизменности инвестиционных решений компании и ее структуры капитала, то политика выплат — это компромисс между выплатой дивидендов и выпуском или выкупом обыкновенных акций. Должны ли фирмы сохранять всю прибыль, необходимую для финансирования роста, и выплачивать только остатки прибыли в виде денежных дивидендов? Или они должны увеличить дивиденды, а затем (рано или поздно) выпускать акции, чтобы восполнить дефицит собственного капитала? Или они должны снизить дивиденды и использовать высвободившиеся денежные средства на выкуп акций?

Если бы мы жили в идеально простом и совершенном мире, где нет никаких проблем, этот выбор не оказывал бы влияния на рыночную ценность. Дискуссии концентрируются на влиянии дивидендной политики на ценность в нашем несовершенном мире. Многие инвесторы считают, что высокий уровень дивидендных выплат повышает цену акций. Возможно, инвесторы приветствуют самодисциплину, когда расходуются только доходы в виде дивидендов и не приходится принимать решение, насколько глубоко нужно “залезть” в свой капитал. Мы подозреваем также, что инвесторы часто оказывают давление на компании для увеличения дивидендов, когда они не верят, что менеджеры разумно тратят свободный денежный поток. В этом случае увеличение дивидендов может привести к росту цены акции не потому, что инвесторы любят дивиденды как таковые, а потому, что они хотят железной дисциплины от менеджеров.

Наиболее очевидное и серьезное несовершенство рынка — разное налогообложение дивидендов и прироста капитала. В прошлом дивиденды в Соединенных Штатах часто облагались гораздо более тяжелыми налогами, чем прирост капитала. В 2003 году максимальная налого-

вая ставка была установлена на уровне 15% как для доходов от дивидендов, так и для прироста капитала, хотя прирост капитала по-прежнему пользуется одним преимуществом — налоговый платеж не возникнет до тех пор, пока прирост капитала не будет реализован. Если дивиденды облагаются более тяжелым налогом, инвесторы с высокой налоговой ставкой должны держать главным образом акции с низким уровнем дивидендных выплат, и можно ожидать, что по акциям с высокими выплатами инвесторам предлагается компенсация в виде более высокой доналоговой доходности.

Эта точка зрения имеет солидную теоретическую основу. Есть свидетельства, что, когда в США дивиденды были в очень невыгодном положении, валовые доходности действительно отражали налоговые различия. Слабым звеном теории является молчание в ответ на вопрос, почему же компании продолжали распределять такие большие дивиденды, если они приводили инвесторов к столь крупным налоговым обязательствам.

Третий взгляд на дивидендную политику начинается с замечания, что действия компаний отражают предпочтения инвесторов; таким образом, тот факт, что компании платят значительные дивиденды, является лучшим доказательством того, что этого хотят инвесторы. Если предложение дивидендов точно соответствует спросу, ни одна компания не может увеличить свою рыночную ценность, изменяя политику выплат.

Трудно быть догматичным при таких противоречиях. Если инвестиционная политика и заимствования неизменны, то споры по поводу политики выплат похожи на спор о том, в каком кармане держать деньги. Пока нет существенных налоговых последствий от этих переключений денег, маловероятно, чтобы ценность фирмы во многом зависела как от общей суммы выплат, так и от выбора между дивидендами и обратным выкупом. Беспокойства инвесторов по поводу решений о выплатах, похоже, связаны, главным образом, с информацией, которую они усматривают в действиях менеджеров.

Заключительный вывод, если он есть, состоит в том, что выплаты изменяются в течение жизненного цикла фирмы. Молодые растущие фирмы не выплачивают денежные дивиденды и редко выкупают акции. Эти фирмы имеют прибыльные инвестиционные возможности. Насколько можно они финансируют эти инвестиции из создаваемого денежного потока. По мере взросления фирмы выгодные инвестиционные возможности сокращаются в сравнении с денежными потоками. Фирма попадает под давление со стороны инвесторов, которые беспокоятся, что менеджеры будут переинвестировать, если есть слишком много доступных свободных денежных средств. Угроза отставания в динамике цен акций заставляет менеджеров распределять деньги через выплату дивидендов или выкуп акций. Обещание регулярных денежных дивидендов посылает инвесторам более чем убедительный сигнал о финансовой дисциплине.

#### ДОПОЛНИТЕЛЬ- НАЯ ЛИТЕРАТУРА

Полный обзор литературы о политике выплат.

- F. Allen and R. Michaely, "Payout Policy," in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, (eds.), *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance* (Amsterdam: North-Holland, 2003).
- H. DeAngelo, L. DeAngelo, and D. Skinner, "Corporate Payout Policy," *Foundations and Trends in Finance* 3 (2008), pp. 95–287.

Последний опрос менеджеров по поводу решений о выплатах.

- A. Kalay and M. Lemmon, "Payout Policy," in B. E. Eckbo (ed.), *Handbook of Empirical Corporate Finance* (Amsterdam: Elsevier/North-Holland, 2007), Chapter 10.
- A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely, "Payout Policy in the 21st Century," *Journal of Financial Economics* 77 (September 2005), pp. 483–527.


**ВОПРОСЫ  
И ЗАДАЧИ**
**Начальный уровень**

1. В 2009 году J.M. Smucker платила регулярные квартальные дивиденды в размере \$0,35 на акцию.
  - а. Сопоставьте даты и события из следующего набора.
 

(A1) 17 июля 2009 года	(B1) Дата закрытия реестра
(A2) 11 августа 2009 года	(B2) Дата выплаты
(A3) 12 августа 2009 года	(B3) Экс-дивидендная дата
(A4) 14 августа 2009 года	(B4) Последняя дата с дивидендом
(A5) 1 сентября 2009 года	(B5) Дата объявления дивиденда
  - б. В одну из этих дат цена акции, возможно, упала примерно на ценность дивиденда. В какую дату? Почему?
  - в. Цена акции Smucker в августе 2009 года была \$52. Чему равна дивидендная доходность?
  - г. Если прибыль на акцию в 2009 году составляла \$4,56, чему равна норма дивидендных выплат?
  - д. Предположим, что в 2009 году компания заплатила дивиденды в размере 10% в виде акций. Какого падения цены можно было бы ожидать?
2. Вот несколько “фактов” о типичной корпоративной дивидендной политике. Какие из них правдивы, а какие — нет?
  - а. Компании ежегодно принимают решение о дивидендах, рассматривая испрашиваемые капитальные расходы, а затем распределяя остаток денежных средств.
  - б. Менеджеры и инвесторы, кажется, более обеспокоены не уровнем дивидендных выплат, а изменением дивидендов.
  - в. Когда в течение года или двух прибыли неожиданно высоки, менеджеры часто временно увеличивают дивиденды.
  - г. Компании, предпринимающие значительные выкупы акций, обычно финансируют их соответствующим уменьшением денежных дивидендов.
3. а. Вотан владеет 1 000 акций компании, которая только что объявила увеличение дивидендов с \$2,0 до \$2,5 на акцию. Текущая цена акций — \$150. Если Вотан не желает тратить дополнительные поступления денежных средств, что он должен сделать, чтобы компенсировать увеличение дивидендов?
  - б. Брунгильда владеет 1 000 акций компании, которая только что объявила о снижении дивидендов с \$8,0 до \$5,0 на акцию. Текущая цена акций — \$200. Если Брунгильда желает сохранить свои потребительские планы, что ей следует сделать, чтобы компенсировать уменьшение дивидендов?
4. Patriot Games имеет в обращении 5 млн акций. Президент, учитывая большие денежные средства фирмы, предложил увеличить годовой дивиденд с \$6,00 до \$8,00 на акцию. Если вы согласны с планами президента по инвестициям и структуре капитала, что еще должна сделать компания в дополнение к увеличению дивидендов?
5. House of Haddock имеет 5 000 акций в обращении, цена акций — \$140. Компания планировала заплатить в следующем году дивиденды в размере \$20 на акцию, а далее увеличивать дивиденды с темпом 5% в год. Президент, Джордж Муллет, делает неожиданное заявление: он говорит, что впредь компания будет распространять в виде дивидендов половину денежных средств, а оставшуюся часть будет использовать для выкупа акций.
  - а. Чему равна общая ценность компании до и после этого заявления? Чему равна ценность одной акции?

- б. Каков ожидаемый поток дивидендов на акцию для инвестора, который планирует сохранить свои акции, а не продавать их компании? Проверьте ваши оценки ценности акции, дисконтируя этот поток дивидендов, приходящихся на акцию.
6. Вот основные финансовые показатели для House of Herring, Inc.

Прибыль на акцию в 2015 году, \$	5,50
Число акций в обращении, млн	40
Целевая норма выплат, %	50
Планируемый дивиденд на акцию, \$	2,75
Цена акций на конец 2015 года, \$	130

House of Herring планирует выплатить все дивиденды целиком в начале января 2016 года. Все корпоративные и личные налоги были отменены в 2014 году.

- а. При прочих равных условиях какой будет цена акций House of Herring после планируемой выплаты дивидендов?
- б. Предположим, компания отменяет дивиденды и объявляет, что будет использовать сэкономленные деньги для выкупа акций. Что случится с ценой акции в дату объявления? (Предположим, что инвесторы из объявления не узнают ничего нового о перспективах компании.) Сколько акций необходимо будет выкупить компании?
- в. Предположим, что компания увеличивает дивиденды до \$5,50 за акцию, а затем выпускает новые акции, чтобы возместить денежные средства, направленные на увеличение дивидендов. Что произойдет с ценами акции (экс-дивидендной ценой и ценой акции с дивидендом)? Сколько акций будет необходимо выпустить? Снова предположите, что из объявления инвесторы не узнают ничего нового о перспективах House of Herring.
7. Ответьте на следующие вопросы дважды; первый раз — имея в виду действующее налоговое законодательство, второй раз — предполагая нулевой налог на прирост капитала.

Предположим, что все инвестиции предлагают одинаковую ожидаемую доходность до налогообложения. Рассмотрим две одинаково рискованные акции, Hi и Lo. По акциям Hi платятся щедрые дивиденды, но ожидается низкий прирост капитала. По акциям Lo платятся низкие дивиденды, но ожидается высокий прирост капитала. Какие из следующих инвесторов предпочтут акции Lo? Какие предпочтут акции Hi? Каких инвесторов это вообще не волнует? (Предположите, что любые купленные акции будут проданы через год.)

- а. Пенсионные фонды
- б. Частные лица
- в. Корпорации
- г. Благотворительный фонд
- д. Дилер по ценным бумагам

### Средний уровень

8. Взгляните на раздел “Dividend News” в недавнем выпуске *The Wall Street Journal* и выберите компанию, сообщающую о регулярных дивидендах.
- а. Как часто компания выплачивает регулярные дивиденды?
- б. Какова сумма этих дивидендов?
- в. На какую дату должна быть зарегистрирована ваша акция, чтобы вы получили дивиденд?
- г. Спустя какое время будет выплачен дивиденд?
- д. Выясните цену акции и рассчитайте годовую дивидендную доходность по акции.



9. Компании какого типа, как вы ожидаете, будут распределять относительно большую (или меньшую) часть текущей прибыли? Какие из них, как вы ожидаете, будут иметь высокое (или низкое) отношение цены акции к прибыли?
- Высокорискованные компании
  - Компании, которые пережили неожиданное снижение прибыли
  - Компании, которые *ожидают* пережить снижение прибыли
  - Растущие компании с ценными будущими инвестиционными возможностями
10. Little Oil имеет в обращении 1 млн акций общей рыночной стоимостью \$20 млн. Фирма предполагает выплатить в следующем году \$1 млн в виде дивидендов; как ожидается, выплачиваемая сумма в будущем будет расти на 5% в год. Таким образом, ожидаемые дивиденды составят \$1,05 млн в году 2, \$1,105 млн в году 3 и т.д. Тем не менее компания слышала, что ценность акций зависит от величины потока дивидендов, и поэтому она объявляет, что в следующем году дивиденды будут увеличены до \$2 млн, и что дополнительные средства будут немедленно привлечены за счет выпуска акций. После этого общая сумма выплат каждый год будет соответствовать предыдущему прогнозу, т.е. \$1,05 млн в году 2 и далее увеличение на 5% в каждом следующем году.
- По какой цене будут выпущены новые акции в году 1?
  - Сколько акций следует выпустить фирме?
  - Каковы будут ожидаемые дивидендные платежи на эти новые акции и что тогда будет выплачено *старым* акционерам после года 1?
  - Покажите, что приведенная ценность денежных платежей нынешним акционерам останется на уровне \$20 млн.
12. В разделе 12.5 мы утверждали, что доказательство ММ о незначимости дивидендов предполагает, что новые акции продаются по справедливой цене. Вернитесь к заданию 10. Предположим, что новые акции будут выпущены в год 1 по \$10 за акцию. Покажите, кто в этом случае выиграет, а кто проиграет. Дивидендная политика по-прежнему незначима? Почему да или почему нет?
13. Ответьте на следующий комментарий: “Это все очень хорошо, я и в самом деле могу продать свои акции, чтобы покрыть потребности в деньгах, но это может означать продажу на «дне рынка». А если компания выплачивает регулярные денежные выплаты, инвесторы избегают такого риска”.
14. Обратитесь к первому балансовому отчету, составленному для Rational Demiconductor в разделе 12.5. Снова компания использует свободные денежные средства, чтобы выплатить \$1 000 в виде дивидендов, и планирует выпустить акции, чтобы возместить денежные средства, необходимые для инвестиций. Но на этот раз случается катастрофа перед выпуском акций. Новый закон о контроле над загрязнениями увеличивает производственные издержки до такой степени, что ценность существующего бизнеса Rational Demiconductor падает вдвое — до \$4 500. Однако NPV новых инвестиционных возможностей остается прежней. Покажите, что дивидендная политика по-прежнему не имеет значения.
15. “Многие компании используют выкуп акций, чтобы увеличить прибыль на акцию. Например, предположим, что компания находится в следующем положении.

Чистая прибыль, \$ млн	10
Число акций до выкупа, млн	1
Прибыль на акцию, \$	10
Отношение “цена–прибыль”	20
Цена акции, \$	200

Теперь компания выкупает 200 тыс. акций по цене \$200 за акцию. Число акций уменьшается до 800 тыс., а прибыль на акцию возрастает до \$12,5. Предполагая, что отношение “цена—прибыль” по-прежнему 20, цена акции должна вырасти до \$250”. Обсудите.

16. Каждый год в течение десятилетия Hors d’Age Cheeseworks выплачивает регулярные денежные дивиденды в размере \$4 за акцию. Компания выплачивает все свои прибыли в виде дивидендов, и их роста не ожидается. В обращении находятся 100 тыс. акций, они продаются по \$80. Компания имеет достаточно свободных денежных средств, чтобы заплатить дивиденды следующего года.

Предположим, что Hors d’Age решает сократить денежные дивиденды до нуля и объявляет, что взамен будет выкупать акции.

- a. Какова немедленная реакция цен акций на эту новость? Игнорируйте налоги и предположите, что программа выкупа не дает никакой информации об операционной прибыльности или бизнес-рисках.
  - б. Сколько акций выкупит Hors d’Age?
  - в. Спрогнозируйте и сравните будущие цены акций в условиях старой политики выплат и новой политики. Сделайте это по крайней мере для года 1, 2 и 3.
17. Из статьи в *Los Angeles Times* о выкупе акций: “Все большее число компаний считают, что лучшие инвестиции, которые они могут сделать в эти дни, — это инвестиции в себя”. Обсудите эту точку зрения. Как целесообразность выкупа влияет на перспективы компании и цену ее акций?
18. Кратко прокомментируйте каждое из следующих утверждений.
- a. “В отличие от американских фирм, которые всегда находятся под давлением своих акционеров, требующих увеличить дивиденды, японские компании платят гораздо меньшую долю прибыли и наслаждаются более низкой стоимостью капитала”.
  - б. “В отличие от нового капитала, который нуждается в потоке новых дивидендов для его обслуживания, нераспределенная прибыль имеет нулевые издержки”.
  - в. “Если компания выкупает акции вместо того, чтобы выплачивать дивиденды, число акций падает, а прибыль на акцию возрастает. Следовательно, выкуп акций всегда предпочтительнее, чем выплата дивидендов”.
  - г. Formaggio Vecchio только что объявила о регулярном квартальном дивиденде в размере \$1 на акцию.
  - д. Когда цена акции упадет, отражая этот дивидендный платеж, — в дату закрытия реестра, в экс-дивидендную дату или в дату выплаты?
  - е. Предположите, что нет налогов. Насколько сильно, вероятнее всего, упадет цена акции?
  - ж. Теперь предположите, что *все* инвесторы платят налог 30% на дивиденды и нет никакого налога на прирост капитала. Насколько, скорее всего, упадет цена акции?
  - з. Предположим наконец, что все, как в вопросе в, за исключением того, что дилер по ценным бумагам платит налог *и* на дивиденд, *и* на прирост капитала. Как изменится ответ на вопрос (в)? Поясните свой ответ.
19. Вернитесь к заданию 18. Предположим, что налогов нет и цена акции немедленно после объявления дивиденда стала \$100.
- a. Если вы владеете 100 акциями, какова ценность ваших инвестиций? Как дивидендный платеж повлияет на ваше богатство?
  - б. Теперь предположим, что Formaggio Vecchio отменила дивидендный платеж и объявила, что выкупит 1% своих акций по цене \$100. Вы будете радоваться или огорчаться? Объясните.
20. Акции компаний А и Б продаются по \$100 и предлагают доналоговую доходность на уровне 10%. Однако в случае компании А доходность реализуется в форме дивидендной

доходности (компания выплачивает регулярные годовые дивиденды в размере \$10 на акцию), в то время как в случае компании Б доходность полностью реализуется через прирост капитала (акции дорожают на 10% в год). Предположим, что и дивиденды, и прирост капитала облагаются налогом по ставке 30%. Чему равна посленалоговая доходность акции А? Чему равна посленалоговая доходность акции Б для инвестора, который продаст акцию через два года? Чему равна посленалоговая доходность для инвестора, который продаст акцию Б через 10 лет?

21. а. Horner Pie Company платит квартальные дивиденды в размере \$1. Предположим, что цена акции, как ожидается, упадет на экс-дивидендную дату на \$0,90. Вы бы предпочли купить эту акцию с дивидендом или купить ее в экс-дивидендную дату, если вы 1) освобожденный от налогов инвестор; 2) инвестор с предельной налоговой ставкой 40% на дивиденд и ставкой 16% на прирост капитала?
- б. В исследовании экс-дивидендного поведения акций Элтон (Elton) и Грубер (Gruber)<sup>47</sup> оценили, что цена акций падает в среднем на 85% от величины дивиденда. Предположим, что ставка налога на прирост капитала была 40% от ставки по налогу на дивидендный доход. Какую предельную ставку подоходного налога инвесторов подразумевают эти результаты Элтона и Грубера?
- в. Элтон и Грубер также заметили, что экс-дивидендное падение цен было разным для акций с высокими выплатами и с низкими выплатами. По-вашему, какая группа акций показывала большее падение цен по отношению к дивиденду?
- г. Может ли изменить вашу интерпретацию исследований Элтона и Грубера тот факт, что инвесторы могут свободно торговать акциями в период возле экс-дивидендной даты?
- д. Предположим, что Элтон и Грубер повторили свои исследования в 2009 году, когда ставка налога была одинаковой на дивиденды и прирост капитала. Как, по-вашему, изменились бы их результаты?
22. Партия центристов считает, что дивидендная политика не имеет значения, потому что предложение акций с высокими, средними и низкими выплатами уже подстроено так, чтобы удовлетворить спрос инвесторов. Инвесторы, которые любят щедрые дивиденды, держат акции, дающие им все желаемые дивиденды. Инвесторы, которые хотят прироста капитала, видят достаточно акций с низким уровнем выплат, чтобы было из чего выбрать. Таким образом, фирмы с высокими выплатами не могут увеличить свою ценность, трансформируясь в фирмы с низким уровнем выплат, и наоборот.

Предположим, что правительство снижает ставку налога на дивиденды, но не на прирост капитала. Предположим, что до этого изменения предложение дивидендов соответствовало желаниям инвесторов. Как, по вашим ожиданиям, повлияют налоговые изменения на общую сумму денежных дивидендов, выплачиваемых американскими корпорациями, и соотношение компаний с высоким и низким уровнем выплат? После того как будет завершена подстройка предложения дивидендов, будет ли дивидендная политика по-прежнему не иметь значения? Объясните.

### Профессиональный уровень

23. Рассмотрим следующие два заявления: “Дивидендная политика не имеет значения” и “Цена акций — это приведенная ценность ожидаемых будущих дивидендов” (см. главу 4). Они звучат противоречиво. Цель данного задания — показать, что они полностью совпадают.

Текущая цена акций компании Charles River Mining Corporation равна \$50. В следующем году прибыль и дивиденды на акцию составят \$4 и \$2 соответственно. Инвесторы ожидают вечного роста на 8% в год. Ожидаемая инвесторами доходность составляет  $r = 12\%$ .

<sup>47</sup> E.J. Elton and M.J. Gruber, “Marginal Shareholders’ Tax Rate and the Clientele Effect”, Review of Economics and Statistics 52 (1970), pp. 68–74.

Мы можем использовать модель растущего перпетуитета для расчета цены акции.

$$P_0 = \frac{Div}{r - g} = \frac{2}{0,12 - 0,08} = 50$$

Предположим, что Charles River Mining объявила, что она перейдет к политике 100% выплат, выпуская акции для финансирования роста. Используя модель растущего перпетуитета, покажите, что текущая цена акций останется неизменной.

24. “Если компания выплачивает дивиденды, инвестор имеет налоговое обязательство на общую сумму дивидендов. Если вместо этого компания распределяет денежные средства путем выкупа акций, инвестор облагается налогом только на прирост капитала, а не на всю полученную сумму. Поэтому, даже если ставки налога на доход в виде дивидендов и доход от прироста капитала одинаковы, выкуп акций всегда предпочтительнее выплаты дивидендов”. Объясните на простом примере, почему это не так. (Игнорируйте тот факт, что прирост капитала может быть отложен.)
25. Сторонники школы “дивиденды — это хорошо” иногда указывают на тот факт, что акции компаний с высокой дивидендной доходностью, как правило, имеют мультипликатор “цена—прибыль” выше среднего. Убедительны ли эти доказательства? Обсудите.
26. Предположим, что есть только три типа инвесторов со следующими налоговыми ставками.

	Частные лица	Корпорации	Институты
Дивиденды, %	50	5	0
Прирост капитала, %	15	35	0

Частные лица инвестируют в акции в общей сложности \$80 млрд, корпорации инвестируют \$10 млрд. Оставшиеся акции принадлежат институтам. Все три группы просто стремятся максимизировать свой доход после налогообложения.

Эти инвесторы могут выбирать из трех типов акций, предлагающих следующие дивидендовые выплаты.

	Выплата		
	низкая	средняя	высокая
Дивиденды, \$	5	5	30
Прирост капитала, \$	15	5	0

Эти платежи, как ожидается, сохраняются до бесконечности. Акции с низкой выплатой имеют общую рыночную ценность \$100 млрд, акции со средней выплатой имеют ценность \$50 млрд, и акции с высокой выплатой имеют ценность \$120 млрд.

- а. Кто является предельным инвестором, определяющим цену акций?
- б. Предположим, что эта предельная группа инвесторов требует 12% посленалоговой доходности. Каковы цены акций с низкой, средней и высокой выплатами?
- в. Рассчитайте посленалоговую доходность всех трех типов акций для каждой группы инвесторов.
- г. Чему равны долларовые суммы каждой группы инвесторов, вложенные в каждый из типов акций?