

Н. В. Харченко, канд. екон. наук, доцент,
Полтавська державна аграрна академія

МОДЕЛЬ ОЦІНКИ ДОХОДНОСТІ ОСНОВНИХ АКТИВІВ, ЩО УРАХОВУЄ ВПЛИВ ДИВІДЕНДІВ

Аналіз вартості компанії, проведений Модільяні і Міллером, не включав невизначеності.

Міллер і Модільяні (1961) розвинули теорію, що показує, що в світі, де немає податків і трансакційних витрат, вартість компанії не пов'язана з дивідендною політикою. Ця теорія вірна при дотриманні ряду умов:

1. Ринки капіталу досконалі.
2. Інвестори розумні і мають однорідні очікування.
3. Керівники компаній і акціонери мають в своєму розпорядженні однакову інформацію.

Досконалі ринки капіталу (perfect capital markets) — це такі ринки, де з однаковою легкістю і безкоштовно одержують всю можливу інформацію. Завдяки цьому ринок своєчасно відображає всі зміни, і капітал прямує туди, де він дає щонайвищий прибуток. *Розумні інвестори (rational investors)* прагнуть отримання прибутку і уникнення ризику, а значить, при будь-яких обставинах, що склалися, всі інвестори будуть ухвалювати однакові рішення. Важливо відзначити, що на досконалих ринках капіталу раціонально діючі інвестори можуть стикатися з ситуацією невизначеності. Іншими словами, досконалість ринку не означає досконалості передбачення майбутнього розумними інвесторами. За логікою Модільяні і Міллера ідея про те, що дивіденди є носіями деякої інформації, неможлива, оскільки передбачається, що *менеджери і акціонери мають в своєму розпорядженні однакову інформацію*. В світі, де інформаційне положення менеджерів і акціонерів неоднакове, дивіденди можуть бути носіями інформації.

Модільяні і Міллер розвинули підхід алгебри до аналізу:

1. потоку дивідендів;
2. потоку доходів;
3. дискontованих потоків грошових коштів;
4. інвестиційних можливостей.

Це було зроблено для того, щоб довести, що в світі, де немає податків, політика не впливає на вартість компанії. Аналіз доходу від дивідендів передбачає, що наведена ринкова вартість компанії — це, по суті, наведена вартість нескінченного майбутнього потоку дивідендних платежів. Аналіз потоку доходів і дискontованих потоків грошових коштів передбачає, що наведена ринкова вартість компанії дорівнює наведеній вартості анuitетів на потоки доходів і дискontованих потоків грошових коштів. Аналіз інвестиційних можливостей розділяє вартість компанії на вартість, створювану перспективами зростання, і постійну вартість (*perpetual value*). Остання асоціюється з трьома попередніми підходами.

У безподатковому світі компанія може вибирати будь-яку дивідендну політику, і це ніяк не позначається на доходах інвесторів. Якщо величина дивіденду перевищує прибуток компанії, то нові інвестиції можна фінансувати за рахунок надходжень від розміщення нових випусків акцій. Якщо сума дивідендів менше прибутку, вільні фундації можна використовувати для викупу акцій на ринку.

Головне полягає в тому, що в світі, де немає ані податків, ані трансакційних витрат, вартість компанії не залежить від дивідендної політики. В такому світі вартість компанії залежить тільки від розподілу майбутніх доходів, що виникають в результаті здійснення інвестиційних проектів. Тому дві компанії, що розрізняються тільки дивідендними виплатами, будуть володіти рівною наведеною вартістю, яка не залежить від поточних дивідендних виплат. Причина полягає в тому, що якщо сума витрат на дивіденди і інвестиції більше, ніж прибуток, ситуацію можна поправити за рахунок емісії нових акцій. Висновки Модільяні і Міллера цілком вірні при висунутих ними умовах. Але в реальному світі, де трансакційні витрати і податкові платежі відмінні від нуля, ці висновки не реалізуються. В реальному світі дивідендними виплатами, тому що власні кошти обходяться компанії дешевше, ніж отримані від емісії боргу або акцій. Саме тому фінансовий менеджер повинен уважно відноситися до вибору дивідендної політики.

Модільяні і Міллер (1961) вважали ефект клієнтури слідством недосконалості ринку, що впливає на дивідендну політику. Вони виявили, що акціонерів привертають компанії з певним рівнем дивідендів. Інвестори, що платять податки по вищій ставці, віддають перевагу компаніям, які платять менше дивідендів і забезпечують більш високе зростання курсу акцій. Це дозволяє таким інвесторам економити на величині особистого прибуткового податку. Проте пенсіонери, яким не доводиться боятися високих податків, вважають за краще вкладати кошти в акції компаній з високими дивідендами.

Постійність складу акціонерів приводить до того, що менеджери прагнуть збереження дивідендної політики, що склалася. Адже змінивши рівень дивідендів, компанія залучить своїх акціонерів в небажані для них трансакційні витрати. Через це структура податків, що робить більш вигідним дохід від зростання курсу акцій, стає систематичним джерелом недосконалості ринків, що породжують ефект клієнтури.

Розвинена Шарпом модель оцінки доходності основних активів (*SAPM*) дозволяє включати невизначеність. Оскільки був період, коли дохід від зростання курсу акцій обкладався меншим податком, ніж дивіденди, інвестори віддавали перевагу їм як джерелу доходу.

Подвійне оподаткування дивідендів робить їх не так привабливими для деяких інвесторів. Основне рівняння *SAPM* для ситуації, коли немає податків, виглядає так:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j [E(R_{m,t}) - R_f]. \quad (1)$$

Це рівняння можна розширити, щоб зробити можливим обчислення вартості компанії з урахуванням особистого і корпоративного прибуткового податків. Бреннан (*Brennan*, 1970) модифікував початкову *SAPM* таким чином, що при даному рівні ризику інвестори, одержуючи більш високі дивіденди, вимагають підвищення рівня доходності, щоб компенсувати більш високі податки на дивіденди. В результаті модель придбала наступний вигляд:

$$E(R_{j,t}) = R_f + b\beta_j + \tau(d_j - R_f), \quad (2)$$

де $b = E(R_m) - R_f - \tau(d_m - R_f)$; τ — позитивний коефіцієнт, що урахує оподаткування дивідендів, відсотків і доходу від зростання курсу акцій; β_j — систематичний ризик по акціях j ; d_j — коефіцієнт дивідендних виплат по акціях j ; R_f — безризикова ставка відсотка; d_m — величина ринкової (для ідеального портфеля акцій) поточної доходності акцій.

Літценбергер і Рамасвами зуміли відобразити інтереси акціонерів, що віддають перевагу доходу у формі дивідендів. Дивіденди збільшують дохід цих акціонерів, що підвищує їхню здатність брати більше кредитів. В цьому випадку δ може бути негативною.

З рівняння (2) видно, що якщо поточна доходність статистично значуща, тоді дивідендна політика робить вплив на вартість компанії. Знак коефіцієнта τ указує що число акціонерів, що віддають перевагу дивідендам, більше.

Іншими словами, в рівнянні (2) необхідна доходність акцій залежить не тільки від ставки безризикового відсотка R_f і ринкової премії за ризик $b\beta_j$, але також і від додаткового виразу $\tau(d_j - R_f)$, відповідного величині податкового тиску. Емпіричну перевірку рівняння (2) провели Літценбергер і Рамасвами.

Для оцінки впливу дивідендів на вартість компанії Літценбергер і Рамасвами використовували наступне рівняння:

$$R_{j,t} - R_{f,t} = \gamma_0 + \gamma_1\beta_{j,t} + \gamma_2(d_{i,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{j,t}, \quad (3)$$

де γ_0 — постійний член рівняння регресії; γ_1 — кут нахилу прямої регресії, відповідний ринковій премії за ризик; γ_2 — кут нахилу, відповідний дивідендному ризику; $\varepsilon_{j,t}$ — поправочний коефіцієнт. $R_{j,t}$, $R_{f,t}$ і $\beta_{j,t}$ позначають те ж, що в рівняннях (1) і (2).

Узявши дані про доходність і дивіденди різних компаній про показники ринкової доходності і безризиковий відсоток, Літценбергер і Рамасвами провели регресивний аналіз значущості змінних для оцінки компанії. Вони виявили, що значення γ_2 позитивно і статистично від-

мінно від нуля. Це означає, що скорегована по ризику доходність акцій вище для тих компаній, які виплачують більш високі дивіденди. Звідси витікає, що дивіденди небажані, оскільки підвищена доходність потрібна в даному випадку для того, щоб компенсувати інвесторам володіння високодохідними акціями. Цей висновок, крім того, підтримує твердження, що у вивченому періоді через тиск податків акціонери віддавали перевагу доходу у вигляді підвищення курсу, а не у вигляді дивідендів.

В 1980 р. Літценбергер і Рамасвами висунули припущення, що дивідендні виплати несуть ще якусь інформацію, що дозволяє передбачати майбутній рівень дивідендних виплат. Отримані ними результати підтвердили висновки дослідження 1979 р, але не підтвердили гіпотези про наявність зв'язків між дивідендами минулих і майбутніх періодів.

Можливі наступні форми дивідендної політики:

1. Виплата постійної суми в доларах.
2. Виплата постійного відсотку доходу.
3. Варіант 1 або 2 плюс додаткові виплати за підсумками року.
4. Відсутність дивідендів.

Вибір політики визначається розумінням фінансової теорії і впливу реальних ринкових чинників на курс акцій. Модільяні і Міллер передбачили, що дивіденди не впливають на оцінку акцій. Якби так і було на ділі, менеджерам варто б просто забути про існування дивідендів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. с англ. — М.: ИНФРА — М, 2000.
2. Грідчина М. В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посіб. — К.: МАУП, 2002.
3. Бочаров В. В. Корпоративные финансы. — СПб: Питер, 2001.

Д. Н. Хатулев, аспірант,

Белорусская государственная сельскохозяйственная академия

РАЗВИТИЕ МЯСНОГО ПОДКОМПЛЕКСА В СИСТЕМЕ ПРОДОВОЛЬСТВЕННОЙ БЕЗОПАСНОСТИ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Одним из основных направлений современной экономической стратегии Республики Беларусь является реализация программы правительства по обеспечению продовольственной безопасности страны. Продовольственная безопасность определяется уровнем эффективности экономики всего народного хозяйства и, в первую очередь, агропромышленного комплекса.

Стратегическая цель развития АПК Беларуси — достижение и поддержание продовольственной безопасности страны, т. е. самообеспече-