Московский Государственный Университет им. М.В. Ломоносова
Высшая Школа Бизнеса

Лекция 6. Дивиденды и выкуп акций. Выпуск акций и инвестиционные банки.

Дисциплина: Финансовый менеджмент

Преподаватель: Кумыков Азамат Вячеславович

Дивидендная политика компании включает в себя следующие три аспекта:
- какую часть чистой прибыли выплатить акционерам?
- произвести выплаты в виде дивидендов или посредством выкупа акций?
- насколько стабильны должны быть платежи?

Payout Ratio (TPR) определяется как часть чистой прибыли, выплачиваемая акционерам в виде дивидендов:

TPR = Earnings per Share (EPS) / Dividends per Share (DPS)

Показатель TPR зависит от того, предпочитают инвесторы капитальную прибыль или текущий доход.

В основе капитальной прибыли (Capital Gain) лежит изменение курса инвестиционного актива.

Реализованная капитальная прибыль (Realized Capital Gain) и нереализованная капитальная прибыль (Unrealized Capital Gain).

Оптимальная дивидендная политика должна находить «золотую середину» между выплатой прибыли в виде дивидендов и ее реинвестированием.

Согласно теории Миллера-Модиглиани (Miller-Modigliani Theory), также именуемой Dividend Irrelevance Theory, дивидендная политика компании не влияет ни на курс ее акций, ни на стоимость капитала. Одним из положений данной теории является то, что акционеры сами способны формировать индивидуальную дивидендную политику.

Недостатком теории ММ является то, что она не учитывает налогового эффекта и транзакционных расходов.

Согласно теории Гордона-Линтнера (Gordon-Lintner Theory), инвесторы, ceteris paribus, предпочитают дивидендные выплаты реинвестированию, поскольку в получении капитальной прибыли от последнего есть элемент неопределенности.

Согласно теории налоговых предпочтений (Tax Preference Theory), большая часть инвесторов предпочитает реинвестирование выплате дивидендов из-за налоговых соображений.

Управляющие очень неохотно идут на принятие решений об изменении суммы выплачиваемых дивидендов. Инвесторы внимательно присматриваются к таким решениям и рассматривают их как отражение мнения менеджеров о перспективах компании. Этот эффект получил название сигнального (Signaling Effect).

Влияние, которое инвесторы могут оказывать на дивидендную политику компании, принято называть эффектом клиентуры (Clientele Effect).

План реинвестирования дивидендов (Dividend Reinvestment Plan) позволяет акционерам автоматически инвестировать дивиденды в акции выплачивающей их корпорации.

Существует два основных вида DRIP: 1) планы, позволяющие приобретать акции прошлых выпусков; 2) планы, позволяющие приобретать дополнительно эмитированные акции.

Второй тип планов очень удобен для многих компаний, которые предлагают его подписчикам новые акции со скидкой в 3-5% от рыночного курса.

Ограничения на выплату дивидендов по обыкновенным акциям:

- ограничения, установленные кредиторами;
- выплата дивидендов по привилегированным акциям;
- правило Impairment of Capital и ликвидационные дивиденды;
- ограничения, установленные налоговой службой.

В финансовых кругах существует убеждение, что акции имеют свой оптимальный ценовой диапазон (Optimal Price Range), который позволяет максимизировать курс акции компании.

Компания может «разбавить» акционерный капитал, обменяв одну старую акцию на определенное количество новых (Stock Split). Может быть и наоборот – компания может консолидировать акционерный капитал, обменяв находящиеся в обращении акции на меньшее количество (Reverse Split).

Акционерный капитал можно «разбавить» и выплатив дивиденды в виде обыкновенных акций (Stock Dividends).

Многие корпорации прибегают к выкупу собственных акций (Share Repurchases). Как правило, это делается по одной из следующих трех причин:

- распределение полученного компанией дохода посредством выкупа акций предпочтительнее, чем выплата дивидендов;

- принимается решение об изменении структуры капитала в сторону уменьшения собственных средств;

- корпорации требуются собственные акции для выполнения обязательств по опционам сотрудников.

Собственные акции, выкупленные компанией у акционеров, именуются казначейскими (Treasury Stock).

Выкуп собственных акций имеет ряд положительных сторон:

- объявления о выкупе акций положительно воспринимаются инвесторами (сигнальный эффект);

- в отличие от выплаты дивидендов, выкуп акций ни к чему не обязывает;

- выкуп акций может нейтрализовать действие большого блока акций, который «подавляет» их рыночный курс;

- акционерам предоставляется право выбора собственной дивидендной политики.

Выкуп собственных акций можно произвести одним из трех способов:

- приобрести акции на вторичном рынке с помощью брокерской конторы;

- сделать акционерам тендерное предложение (Tender Offer), в рамках которого они смогут лично продать акции компании;

- предложить выкупить блок акций у одного или нескольких крупных акционеров.

Вопросы, связанные с выпуском и оборотом ценных бумаг, регулируются законом о ценных бумагах (Securities Act) и Комиссией по обороту ценных бумаг США (Securities and Exchange Commission).

Отдельные штаты имеют собственные законодательные акты, регулирующие выпуск и оборот ценных бумаг в пределах юрисдикции штата (“Blue Sky” Laws).

Частное размещение акций (Private Placement) не требует регистрации SEC, но такие ценные бумаги имеют целый ряд ограничений.

Многие новые компании получают первичное финансирование посредством частного размещения акций. Ангелами (Angels) называются инвесторы, дающие небольшой объем финансирования новым бизнесам, как правило, в обмен на акции и место в совете директоров.

Венчурными фондами (Venture Capital Funds) называются LLP с ограниченным сроком операционной деятельности, как правило, оперирующие средствами небольшой группы инвесторов и работающие в своей узкой отрасли. Задачей фондов является скрининг новых компаний, определение перспективных кандидатов и заключение с ними соглашения о финансировании в обмен на долю в деле.

Под первичным размещением акций (Initial Public Offering или IPO) понимается продажа акций компании внешним инвесторам с соглашением об их последующем размещении на вторичном рынке.

Процесс первичного размещения акций также принято называть Going Public.

Достоинства первичного размещения акций:

- позволяет владельцам компании диверсифицировать свои активы;
- увеличивает ликвидность «доли» в компании;
- облегчает подъем капитала;
- позволяет установить справедливую рыночную стоимость компании и облегчает использование опционов;
- может облегчить стратегию экстенсивного роста и выход на новые рынки.

Недостатки первичного размещения акций:

- расходы и хлопоты, связанные с обязательной отчетностью;
- раскрытие внутренней информации;
- потеря контроля и вмешательство акционеров в процесс управления.

Андеррайтером (Underwriter) называется инвестиционный банк (Investment Bank), берущий на себя организацию первичного размещения акций.

Основные функции андеррайтера заключаются в 1) установлении предварительной цены или ценового диапазона размещаемых акций; 2) продаже акций собственным клиентам; 3) подготовке регулярной аналитики по размещенным акциям силами собственного брокерского отдела.

Ведущие андеррайтеры 2000 г.

№	Андеррайтер	Кол-во IPO	Общий объем сделок (в млрд. долл.)
1	Goldman, Sachs & Co.	60	40.1
2	Morgan Stanley Dean Witter	52	27.5
3	Merrill Lynch & Co.	40	25.4
4	Salomon Smith Barney	33	22.1
5	Credit Suisse First Boston	65	14.5
6	Deutsche Bank Alex Brown	32	8.5
7	China International Capital Corp.	3	8.4
8	ABN AMRO Rothschild	3	4.7
9	Donaldson, Lufkin & Jenrette	23	4.2
10	Lehman Brothers	33	4.0

По договору о первичном размещении ценных бумаг инвестиционный банк может либо явиться андеррайтером всего выпуска, выкупая его у компании, либо взять на себя лишь брокерские функции (Best Efforts Basis).

Чтобы распределить риск при размещении крупных выпусков ценных бумаг инвестиционные банки формируют синдикаты (Underwriting Syndicates). Синдицированным размещение руководит ведущий андеррайтер (Lead Underwriter или Managing Underwriter).

При размещении крупных выпусков ценных бумаг, наряду с синдикатами формируются и группы продажи (Selling Group), занимающиеся размещением небольших частей выпуска и включающие в себя банки брокерские конторы, не входящие в сам синдикат.

За последние несколько лет широко распространилась практика несиндицированного размещения акций (Unsyndicated Stock Offering), позволяющая инвестиционным банкам сэкономить крупные суммы на брокерских комиссионных.

Процесс размещения ценных бумаг:
- регистрация в SEC и «период молчания» (Quiet Period);
- подготовка проспекта эмиссии;
- дорожное шоу (Roadshow);
- сбор заказов (Book-building).

В последнее время практически все инвестиционные банки берут 7% от курса, по которому проводится первичное размещение акций в качестве компенсации за свои услуги.

Ценообразование (Pricing) при первичном размещении акций и первый день торгов.

Наиболее прибыльные первые дни торгов по IPO 2000 г.

№	Company	Shares (in million)	Offering Price	First Day Closing Price	Gain/Loss	12/29/2000 Close
1	webMethods	4.10	$35.00	$212.63	507.51%	$88.94
2	Crayfish	4.35	24.50	126.00	414.28	8.75
3	Avanex Corporation	6.00	36.00	172.00	377.77	59.56
4	Selectica	4.00	30.00	141.23	370.76	24.19
5	FirePond	5.00	22.00	100.25	355.68	9.44
6	Asia Info Holdings	5.00	24.00	99.56	314.83	9.38
7	Neoforma.com	7.00	13.00	52.38	302.92	0.81
8	Versata	3.85	24.00	92.75	286.45	8.94
9	UTStarcom	10.00	18.00	68.88	282.66	15.50
10	Marvell Technology	6.00	15.00	56.63	277.53	21.94

Компании сильнейшим образом заинтересованы в создании активного вторичного рынка для своих акций, поэтому IPO, как правило, предваряется процессом регистрации на одной из фондовых бирж, ведь «листинг» (Listing) на бирже – лучший способ увеличить ликвидность акций.

Первичное размещение акций, в котором внешним инвесторам предлагается 20 и менее процентов акций фирмы называется частичным размещением (Equity Carve-Out, Partial Public Offering, Spin-Out).

Частичное размещение акций:

- облегчает оценку стоимости отдельных подразделений компании и максимизирует богатство акционеров;
- увеличивает эффективность капитального бюджетирования;
- позволяет использование опционов.

Основной недостаток частичного размещения акций заключается в немалых расходах и хлопотах, связанных с обеспечением интересов внешних акционеров (Minority Shareholders).

Процесс частного размещения ценных бумаг менее затруднителен и дорогостоящ, чем IPO. Значительная часть облигаций размещается частным образом и торгуется на внебиржевом рынке. Основным недостатком ценных бумаг, размещенных таким образом, является низкая ликвидность.

Дополнительное размещение акций (Seasoned Equity Offering или Follow-On Offering) осуществляется, как правило, посредством продажи эмиссии инвестиционному банку по курсу на несколько пунктов ниже рыночного.