

Dividendų politika ir nepaskirstytas pelnas

MSDB

Visais laikais dauguma korporacijų savo finansinės veiklos viltis sieja su reinvestuojamuoju pelnu, kuris kartu yra ir jų veiklos finansavimo šaltinis. Finansinis dividendų išmokėjimo koeficientas, t.y. pelno, išmokamo akcininkams, procentas mažina refinansuojamo pelno dydį, o sprendimas apie dividendų išmokėjimą yra kartu ir finansavimo sprendimas. Dividendų išmokėjimo koeficientas yra pagrindinis firmos dividendų politikos aspektas, kuris gali daryti didelę įtaką akcininkų firmos veiklos vertinimui. Dividendų politika apima ir dividendų stabilumą bei kitus faktorius, darančius poveikį dividendų išmokėjimui, taip pat dividendų išmokėjimą akcijomis, akcijų skaldymą bei išpirkimą. Visa tai dabar bus aptarta.

Dividendų išmokėjimo koeficientas

Ar gali asmeninių dividendų išmokėjimas įtakoti akcininkų gerovę? Jei taip, tai kokia dividendų išmokėjimo koeficiento reikšmė maksimizuoja jų naudą. Tarkime, kad verslo rizika yra vienoda. Norint atsakyti į ankščiau pateiktą klausimą, būtina peržiūrėti firmos dividendų politiką, o ypač finansavimo sprendimus, sąlygojančius išskaičiavimus iš pelno. Iki tol, kol firmos investicinių projektų rentabilumo lygis viršija reikiamą lygį, kompanija finansavimui naudos grynąjį pelną - investuos į vertybinius popierius su aukštu prioritetu, taip užsitikrindama savo kapitalo augimą. Jei šio pelno dalis po visų priimtų investicinių projektų finansavimo lieka neišnaudota, tai ji paskirstoma dividendų forma tarp akcininkų. (Kol kas nekreipiamas dėmesys į akcijų išpirkimą). Priešingu atveju dividendai nemokami. Jei visų vertų dėmesio investicinių projektų bendra vertė viršija gryojo pelno ir vertybinių popierių su aukštu prioritetu, užtikrinamu tuo pelnu, dydį, tai firma finansuos tą trūkumą naujų akcijų ir vertybinių popierių su aukštu prioritetu išleidimo pagalba.

Jei nagrinėjame dividendų politiką tik kaip finansavimo sprendimą, tai dividendų išmokėjimas atlieka pasyviojo likučio vaidmenį. Dividendų dydis keisis nuo periodo iki periodo priklausomai nuo firmai priimtinių investicinių projektų skaičiaus svyravimo. Jei firma turi daug galimybių naudingam lėšų investavimui, tai dividendų išmokėjimas turbūt bus lygus nuliui. Ir atvirkščiai, jei firma neturi galimybių naudingam lėšų investavimui, dividendų sudarys 100%. Bet kurioje situacijoje dividendų išmokėjimo reikšmingumas svyruos nuo 0 iki 1.

Dividendai kaip pasyvusis likutis

Siekiant įrodyti, kad dividendų politika - sprendimas investuoti priklauso nuo įmonės investavimo galimybių atnešamo pelno, paanalizuokime E. J. Walter'io formulę. Tai vienas iš pirmųjų dividendų modelių, kurio pagrindu buvo sukurti vėlesni modeliai. Formulė atrodo taip:

$$P = \frac{D + \frac{r}{p}(E - D)}{p}$$

, kur
P - akcijos rinkos kaina;
D - dividendai vienai akcijai;
E - akcijos pelnas;
r - investicijų rentabilumas;

p - kapitalizacijos rinkos lygis.

Tarkime, kad $r = 24\%$, $p = 20\%$, $E = 4\$$ ir $D = 2\$$. Tada akcijos rinkos kaina yra lygi:

$$P = [2 + (0.24 / 0.20) (4 - 2)] / 0.20 = 22\$$$

D keičiant tol, kol nebus pasiekta maksimali akcijos kaina. Pagal Walter'io formulę, kai r daugiau p , optimali rodiklio reikšmė turi būti lygi 0. Tada pavyzdyje:

$$P = [0 + (0.24 / 0.20) (4 - 0)] / 0.20 = 24\$$$

Akcijos rinkos kaina pasiekia maksimalią reikšmę prie nulinio dividendų išmokėjimo. Analogiškai, jei r mažiau už p , optimalus dividendų išmokėjimo koeficiento lygis lygus 100%. Tarkime, kad $r = 0.16$, $p = 0.20$, $E = 4\$$, $D = 2\$$. Akcijos rinkos vertė:

$$P = [2 + (0.16 / 0.20) (4 - 2)] / 0.20 = 18\$$$

Nors jeigu dividendų išmokėjimas = 100%

$$P = [4 + (0.16 / 0.20) (4 - 4)] / 0.20 = 20\$$$

Tokiu būdu, akcijos rinkos kainą galima maksimalizuoti pelno paskirstymo pagalba. Jei $r = p$, akcijos kaina tampa nejautri dividendų išmokėjimo rodikliui.

Peržiūrint dividendus kaip pasyvų likutį, apsprendžiamą turimų naudingų investicinių pasiūlymų, turima galvoje, kad investitoriams nėra skirtumo tarp įmonės dividendų išmokėjimo ir sukaupto nepaskirstyto pelno. Jeigu investiciniai projektai žada didesnę nei būtiną rentabilumo lygį, investitoriai gali būti palankesni kaupimo variantui. Jeigu laukiamas iš investicijų pelnas lygus būtinam pelnui, tai investorių požiūriu, nei vienas variantas neturės pranašumo. Atvirkščiai, jei laukiamas investicinio projekto pelnas nesudarys būtinojo rentabilumo lygio, tai investitoriai pasisakys už dividendų išmokėjimą. Jei įmonė, realizavusi investicinius projektus, gali gauti pelną, viršijantį rinkos kapitalizacijos lygį, tai investitoriai gali suteikti įmonei galimybę išleisti investiciniams tikslams tiek, kiek būtina visų projektų finansavimui. Antrajame pavyzdyje būtinas pelnas yra nejautrus dividendų išmokėjimo pasikeitimui. Galbūt, dividendai - tai daugiau nei laisvų sumų paskirstymo priemonė. Gal dividendų politiką galima laikyti aktyviu, permainingu paskirstymu. Tam, kad atsakyti į šiuos klausimus, reikia labiau išsiaiškinti apie pasyviają dividendų poziciją, t.y. apie tai, kad dividendų išmokėjimo rodiklio pasikeitimas (prie nepasikeitusių investicinių galimybių) neturi įtakos akcininkams.

Pasyvus dividendų vaidmuo

1961 m. išleistas straipsnis MM yra labiausiai argumentuotas pasyviojo dividendų vaidmens pagrindimas. Straipsnio autoriai teigia, kad, žinant konkrečius investicinius sprendimus, dividendų išmokėjimo koeficientas yra tik atskira viso paveiklo detalė. Rodiklis neįtakoja akcininkų. MM teigia, kad įmonės vertė nustatoma, remiantis jos aktyvų pelningumu arba jos investicine politika, ir kad, paskirstymo tarp pajamų ir refinansuoto pelno būdas neturi įtakos.

Dividendai lyginant su galutine verte. MM požiūriu, trūkumas yra tas, kad dividendų išmokėjimo poveikis akcininkams kompensuojamas kitomis finansinėmis priemonėmis. Pirma aptarsime papildomų akcijų pardavimą kaip kaupimo alternatyvą. Po sprendimo investuoti įmonė turi nuspręsti, ar pelnas bus skiriamas kaupimui, ar išmokėti dividendus ir parduoti naujas akcijas už sumą, lygią tiems dividendams, kad finansuoti investicijas. MM siūlo, kad akcijos diskontuota vertė po finansavimo ir dividendų išmokėjimo būtų lygi rinkos kainai prieš dividendų išmokėjimą. Kitaip sakant, akcijos rinkos kainos kritimas, kurį sukelia vidinis finansavimas (kapitalo išplovimas), pilnai kompensuojamas dividendų išmokėjimu. Tokiu būdu galima teigti, kad akcininkui skirtumo tarp kaupimo ir dividendų nebėra.

Dividendai yra pagrindinis akcijos įvertinimo kriterijus. Nors teigiama, kad akcijos rinkos kaina yra visų laukiamų ateityje dividendų išmokėjimo dabartiniu momentu vertė, tačiau dividendų išmokėjimo laiką galima įtakoti. Pagal pasyvaus vaidmens koncepciją būsimųjų dividendų dabartinė vertė lieka nepakitusi netgi tada, kai pagal įmonės dividendų politiką keičiamas išmokėjimo laikas. Nekalbant apie tai, kad dividendai, įskaitant ir likvidacinius dividendus, visai nėra išmokami, o minint tik įmonės rinkos vertę, paskaičiuotą vienai akcijai, galima teigti, kad išmokėjimo atidėjimas neturi jokios įtakos šiam įvertinimui.

Vertės išlaikymas. Pasyviojo dividendų vaidmens koncepcija remiasi MM prielaida apie aiškiai apibrėžtas įmonės pajamas ir kitomis prielaidomis. Dvieju, visiškai identiškų visais atžvilgiais, išskyrus dividendinį pelną, įmonių akcijų rinkos kainos ir esamų dividendų suma bus vienoda. Tai patvirtina bendrosios vertės principas.

Investuotojai savo elgesiu gali įtakoti bet kokią korporacijos dividendų išmokėjimo variantą. Jeigu išmokėti dividendai pasirodė mažesni negu buvo tikėtasi, tai investuotojai gali parduoti dalį savo akcijų tam, kad gautų norimą pajamų dalį. Jei, atvirkščiai, dividendai buvo didesni negu tikėtasi, tai investuotojai gali juos išleisti naujų kompanijos akcijų įsigijimui. Reiškia, investuotojai patys priima sprendimus apie dividendus. Siekiant padidinti korporacijos sprendimų reikšmingumą, reikia, kad korporacija atliktų tai, ko investuotojai patys negali padaryti. Kadangi investuotojai gali patys priimti sprendimus apie dividendus, kurie yra korporacinių dividendų pakaitalai (esant ankščiau minėtom prielaidom), dividendų politika nebeturi svarbios reikšmės firmos veikloje. Taigi, galima teigti, kad dvi bet kokios dividendų politikos yra vienodai geros. Įmonė negali "sukurti" vertės keisdama dividendų srovės struktūrą: dividendai - nepaskirstytas pelnas. Šių abiejų dalių suma visada viena ir ta pati. Taip pat, kaip pyrago dalis nepasikeis, jeigu jis bus supjaustytas į gabaliukus.

Argumentai aktyviojo vaidmens dividendų politikos naudai

Daugybė argumentų, pavyzdžiui, kad aktyvusis dividendų vaidmuo pasireiškia esant neapibrėžtom sąlygom, buvo pasakyta pasisakant prieš šią politiką. Kitaip sakant, investuotojams nėra tas pats, ar jie gauna savo pelną dividendais, ar akcijų kurso kilimo forma. Galima tai aptarti, esant neapibrėžtom sąlygom.

Pirmenybė dividendams. Kai kurie investuotojai rinkoje gali teikti pirmenybę dividendų atnešamam pelnui, o ne kitiems pelno iš įdėto kapitalo gavimo būdams. Galbūt, dividendų gavimas suteikia jiems apibrėžtumo jausmą. Būtų galima teigti, kad, jei dividendai priklauso einamojo pelno įvairovei, o perspektyva gauti pelną iš kapitalo yra gana tolima, kompanijų, mokančių dividendus, investuotojus neapibrėžtumo problema mažiau jaudina nei nemokančių kompanijų investuotojus. Jei investitoriai teikia pirmenybę ankstesniam neapibrėžtumo išsprendimui, tai jie bus pasiruošę, esant kitom vienodom sąlygom, sumokėti žymiai didesnę sumą už akcijas, suteikiančias teises gauti didesnę einamąją dividendą. Jei investuotojai tikrai patys gali priimti sprendimus apie dividendus toks pirmenybės suteikimas atrodo nelogiškas. Tačiau šis argumentas yra patvirtintas daugybės pavyzdžių iš praktikos. Galbūt, investuotojai patys labiau nori nepriiminėti sprendimų apie dividendus, o gauti "realų pelną" iš kompanijos.

Investuotojo apmokestinimas. Mokesčių įvedimas turi didelę reikšmę. Jeigu mokesčių suma fizinių asmenų gaunamam pelnui mažesnė negu mokestis už dividendų atnešamą pelną, tai jau gaunasi pasipelnymas. Nors 1986 m. priimtas mokesčių įstatymas suvienodino mokesčius, kapitalo atnešamo pelno mokesčio rinkimas atidedamas iki realaus akcijų pardavimo momento. Kai įmonė, vietoj to, kad išmokėtų dividendus, kaupia pelną, akcininkas įgauna teisę pasirinkti mokesčių mokėjimo laiką. Pelno mokesčio galima išvengti, jei vertybiniai popieriai bus paleisti (padovanoti) labdaringsiems tikslams arba jeigu jų savininkas numiršta. Tačiau kai kuriose valstijose didesni mokesčiai uždedami pelnui, gaunamam iš kapitalo, nei pelnui iš dividendų. Todėl dažnai efektyvi (šiuo momentu) mokesčių suma pelnui iš kapitalo yra mažesnė nei dividendų pelnui, nors skelbiama federalinė suma yra vienoda. Reiškia, kad esant vienodam akcijų, iš kurių bus mokami dividendai, rizikos lygiui, būtina užtikrinti daug didesnę laukiamą pelną iki mokesčių mokėjimo negu akcijų, už kurias dividendai nemokami. Remiantis šiuo teiginiu, kuo didesnis akcijų pelnas (esant vienodom sąlygom), tuo labiau reikalingas didesnis pelno lygis iki mokesčių mokėjimo.

Tačiau šie du minėti investuotojų pelno gavimo būdai nebūtinai apmokestinami panašiai. Instituciniai investuotojai, pavyzdžiui, pensijiniai fondai, nemoka mokesčių už kapitalo bei dividendų atnešamą pelną. Kalbant apie korporacinius investuotojus, dividendai, kuriuos moka viena kompanija kitai, apmokestinami ne daugiau negu pelnas iš kapitalo. Pavyzdžiui, Laurel Corporation valdo 100 Hardy Corporation akcijų. Hardy Corporation moka 1\$ dividendų už akciją. 80% dividendų pelno sumos nebus apmokestinama. Kitaip sakant, Laurel Corporation moka federalinius mokesčius tik nuo 20\$ dividendinio pelno. Bendra mokesčių suma šiuo atveju bus mažesnė, nei tuo atveju, kai Hardy Corporation akcijos už 100\$ ir visa ta suma apmokestinama pagal pelno iš kapitalo tarifą. Atitinkamai kai kuriems korporaciniams investuotojams gali būti patraukli einamųjų išmokėjimų sistema. Labai greitai didėja institucinių investuotojų, priklausančių privileijuotam apmokestinimui. Šių investuotojų pelnai tiek iš kapitalo, tiek iš dividendų neapmokestinami. Organizacijoms, kurios nepriklauso licencijuojamam apmokestinimui, galima priskirti brokerių ir dilerių firmas. Jų tiek kapitalo, tiek dividendų nešamas pelnas apmokestinamas kaip įprasta. Nepaisant visų išimčių, daugeliui investuotojų egzistuoja skirtumas tarp apmokestinamo dolerio iš dividendinio pelno bei iš kapitalo gaunamo pelno dolerio.

Tačiau nėra viskas labai aišku. Jei investuotojai teiktų pirmenybę dividendiniam išmokėjimams, korporacijos galėtų pakeisti dividendų išmokėjimo rodiklį, siekiant iš šios situacijos maksimaliai pasipelnėti. Tarkim, $2/5$ viso investuotojų skaičiaus teikia pirmenybę nuliniam dividendų išmokėjimo koeficientui, $1/5$ - 25% reikšmei, o likę $2/5$ - dividendiniam išmokėjimui lygiam 50%. Jei dauguma kompanijų 25% pelno išmoka dividendų forma, tai žymiai padidės akcijų paklausa tų kompanijų, kurios nemoka dividendų, ir kompanijų, mokančių 50% dydžio dividendus. Tarkime, kad dauguma kompanijų gaus informaciją apie laukiamą konjungtūros būseną ir pakeis dividendų išmokėjimo rodiklius tam, kad padidinti akcijų vertę. Galų gale šių kompanijų veiksmai sumažins perviršytą paklausą iki nulio. Esant pusiausvyrai, korporacijų dividendų išmokėjimai atitiks įvairių didelių investuotojų poreikius. Šiuo atveju nei viena kompanija negalės daryti poveikio savo akcijų vertei dividendų keitimo pagalba. Net apmokestinant dividendai netaps aktyvia priemone, darančia įtaką kompanijos vertei.

Susidūrėme su neišsprendžiama situacija, kurioje mokesčių dydžio poveikis dividendams nelabai akivaizdus. Galima būtų tikėtis, kad didelių pelningumo akcijų paklausa išaugs, tačiau prieš tai reikia įvertinti kitus faktorius, galinčius įtakoti dividendų išmokėjimą.

Kaštai, susiję su vertybinių popierių paskirstymu (investavimu). Požiūris į kaip į pasyviąją finansinę priemonę pagrįstas idėja, kad, pagal investicinę politiką, įmonės išmokamos lėšos turi pasipildyti lėšomis, gaunamomis iš įmonės vidinių finansavimo šaltinių. Paskirstymo (investavimo) kaštų įvedimas yra palankus įmonės sprendimo apie sukauptų apimties padidinimo priėmimui. Dėl kaštų kiekvienam doleriui išmokamiems dividendams įmonė gauna įplaukų už mažiausiai kaip dolerio sumą iš vidinio finansavimo.

Transakciniai kaštai ir vertybinių popierių dalijimas. Transakciniai kaštai, susiję su vertybinių popierių pardavimu, apriboja arbitražines operacijas taip, kaip ir įsiskolinimo operacijas. Akcininkai, norintys padidinti savo einamąjį pelną, turi sumokėti brokerinei komisijai už dalies savo akcijų pardavimą jei išmokami dividendai nepakankami užtikrinti piniginių lėšų poreikį. Komisija, parduotų akcijų vertės, keičiasi atvirkščiai proporcingai sandėrio dydžiui. Esant nedideliai apimčiai, brokerinė komisija gali būti gana didelė (arba žymi, reikšminga, svari). Tada akcininkai, kurių lėšų poreikis viršija gaunamus dividendus, norėtų, kad kompanija mokėtų papildomus dividendus. Remiantis teiginiu, kad egzistuoja ideali kapitalo rinka, galima sakyti, kad vertybiniai popieriai gali būti dalinami kiek tik nori. Faktas, kad skaldymo riba tampa viena akcija, gali sąlygoti tam tikrus akcijų pardavimo dėl einamojo pelno gavimo nepatogumus. Tai irgi stabdo akcijų pardavimą. Iš kitos pusės, akcininkai, kurie nenori panaudoti gautų dividendų vartojimo reikmėms, būtina juos reinvestuoti. Transakcinių kaštų ir vertybinių popierių dalijimo problemos vėl tampa trukdymu, nors akcininkų interesai yra visiškai priešingi. Tokiu būdu, transakcinių kaštų ir vertybinių popierių dalijimo problemos tampa abipusiai aštrios ir negalima

nuspręsti, kur link (dividendų mokėjimo ar kaupimo pusėn), įvedus šiuos trukdymus, nukryps akcininkų norai.

Instituciniai apribojimai. Įstatymas apsprendžia paprastųjų akcijų, kurias gali įsigyti tam tikri instituciniai investuotojai. Šių vertybinių popierių sąrašas dalinai priklauso nuo dividendų mokėjimo periodo trukmės. Jei kompanija neišmoka dividendų arba nemokėjo jų jau ilgą laikotarpį, tai jos akcijų kai kurie institucionaliniai investuotojai nelaikys investicijų objektu.

Iš kitos pusės, organizacijos kartais turi tam tikrus apribojimus dėl kapitalo, prieaugio panaudojimo. Taip pat dar yra draudimas dėl išskolinimo sumos likvidavimo. Kalbant apie paprastas akcijas beneficiarius turi teisę gauti dividendus iš akcijų, bet negali jų parduoti. Dėl šios sąlygos įgaliotasis asmuo, kuris investuoja, gali būti priverstas atkreipti ypatingą dėmesį dividendiniam pelnui ir ieškoti akcijų, duodančių normalius dividendus. Tačiau abu aprašyti faktoriai nedaro tokios jau reikšmingos įtakos dividendiniam pelnui, jie lemia tai, kad investuotojai labiau renkasi dividendus kaip alternatyvą kaupimui ir pelno iš kapitalo gavimui.

Finansinis signalizavimas

Šis faktorius skiriasi nuo kitų tuo, kad jis priklauso nuo finansinės informacijos rinkos netobulumo. Faktoriaus poveikio esmė firmos vertei yra sekanti. Teigiama, kad dividendai daro įtaką akcijų vertei, kadangi jie yra informacijos nešėjai arba dar kitaip signalai, pranešantys apie firmos veiklą.

Galima teigti, kad firmos, kurių rentabilumo augimo tendencijos prognozė yra palanki, gali norėti apie tai pranešti investuotojams. Vietoj paprasto pranešimo firma gali padidinti dividendus taip patvirtindama faktą. Jei dividendų išmokėjimo planinis rodiklis yra stabilus jau gana ilgą laikotarpį, po kurio prasideda pasikeitimai, tai investuotojai pamanyti, kad vadovybė signalizuoja apie laukiamus firmos rentabilumo augimo tendencijos pasikeitimus. Tokio signalizavimo investuotojams esmė yra tokia: vadovybė ir direktorių taryba įsitikinę, kad firmos reikalai yra daug geresni nei tai atsispindi firmos akcijos vertėje.

Atitinkamai akcijos vertė gali reaguoti į dividendų pakeitimą. Esmė tame, kad pelnas, nurodytas kompanijos ataskaitoje, gali būti neadekvatus kompanijos ekonominės veiklos rezultatams. Akcijos vertės pasikeitimas priklausys nuo to, kiek informacija apie kompanijos ekonominės veiklos rezultatus (duomenys apie mokamus dividendus) skirsis nuo oficialios informacijos, pateiktos finansinėje ataskaitoje. Laikoma, kad investuotojai naudojami dividendais kaip būsimos firmos veiklos indikatoriais; dividendai parodo, kokie firmos vadovybės lūkesčiai.

Išvadų pateikimas

Kompanija turėtų siekti įgyvendinti tokią dividendų politiką, kuri leistų maksimizuoti akcininkų gerovę. Kiekvienas sutiks, kad, jei kompanija neturi pakankamai investavimo galimybių, ji turi paskirstyti atliekamas lėšas tarp savo akcininkų. Firma neprivalo išmokėti savo nepanaudotą lėšų likutį kiekvieną kartą. Iš tikrųjų, ji norės stabilizuoti bendrą išmokamų dividendų kiekį. Tačiau per ilgą laikotarpį bendra grynojo pelno ir vertybinių popierių, turinčių prioritetą ir aprūpintų savo kapitalo augimu, vertė bus atitinkama pelningų investicinių galimybių vertei. Firmos dividendų politika iš esmės bus likutinis sprendimas, kurį apsprendžia firmai priimtinių finansinių galimybių vertė.

Tam, kad mokėti didesnius dividendus, firma turi tikėti didesne akcininkų gerove. Empiriniai dividendų politikos tyrinėjimai labiausiai koncentruojasi ties mokesčių ir finansinio signalizavimo įtaka. Gauti rezultatai neleidžia pareikšti aiškios nuomonės apie tai, ar turi mokesčiai tokią įtaką dividendams, kad, norint pasiekti dar aukštesnį dividendų lygį, reikia dar didesnio pelno lygio iki mokesčių mokėjimo. Yra liudijimų apie tokio efekto egzistavimą, tačiau nei vienam darbe

nesutinkama su teigiamu dividendų poveikiu tuo atžvilgiu, kad aiški pirmenybė dividendams viršija kompensuojamąjį diferencijuoto dividendų bei pelno iš kapitalo apmokestinimo poveikį. Poveikio efektas empiriškai lieka neišspręstas. Jei dividendų bei pelno iš kapitalo apmokestinimas lieka nepakitęs (taip nurodyta 1936 m. mokesčių įstatyme), tai bet koks „nevienodo pelno“ efektas, kai galima daug didesnio akcijų dividendinio pelno išmokėjimo, siekiant užtikrinti žymiai didesnę pelno iki mokesčių mokėjimo lygį, būtinybė, bus labai sunkiai atskleidžiamas būsimųjų empirinių tyrinėjimų. Tuo tarpu, skirtingai nuo mokesčių poveikio tyrinėjimų rezultatų, finansinio signalizavimo poveikio tyrimų praktikoje rezultatai patvirtina teiginį apie dividendų paskelbimo efekto egzistavimą: dividendų augimą, pranašaujantį padidintą kompanijos nuosavo kapitalo pelningumo rodiklį. Tikriausiai, dividendai tikrai tampa kompanijos vadovubės informacijos pernešėjai.

Tam, kad daug didesnių negu pagal lėšų, liekančių po pelningų investicinių galimybių finansavimo, apimtis firmos dividendų išmokėjimas būtų pagrįstas, rinkoje pirmenybę akcininkams turi turėti dividendai. Tačiau šią tendenciją paremia tik intucionaliniai apribojimai ir kai kurių investuotojų pirmenybė. Kiti faktoriai susiję su neutraliu poveikiu arba kaupimu. Tikriausiai iš tikrųjų geriau žymiai didesnė vidutinių dividendų vertė negu visiškai jų nemokėjimas. Tai gali būti intucionalinių apribojimų arba signalinio efekto pasekmė. Šiaip čia lieka dar daug neaiškumų. Kai kurie tyrinėtojai mano, kad net vidutiniai dividendai neturi įtakos kompanijos vertei. Tik nedaugelis mokslininkų pritaria tam, kad dividendai įtakoja akcijų vertę labiau didėjančiai negu tą patį būtų galima pasiekti pasyviosios politikos pagalba. Dauguma pritaria neutralaus ir neigiamo efekto egzistavimui. Tačiau, darant galutinę išvadą, reikia peržiūrėti kelis praktinius aspektus, į kuriuos reikia atsižvelgti priimant sprendimą apie kompanijos dividendų politikos tendencijas.

Dividendų išmokėjimo nustatymo valdymo kriterijai

Iki šiol buvo aptariami tik teoriniai dividendų politikos aspektai. Tačiau, formuojant dividendų politiką, kompanija atsižvelgia į daugybę įvairių kriterijų. Tuos kriterijus reikia susieti su dividendų išmokėjimu ir firmos vertės teorija.

Firmos lėšų poreikis

Firmos finansinių poreikių įvertinimui paprastai naudojamos kasos sąmatos ir išankstinės ataskaitos apie šaltinius bei lėšų panaudojimą (prognozės). Čia labai svarbu įvertinti firmos pinigines įplaukas, ilgalaikių investicijų prognozes, bet kokią galimą atsargų padidėjimą ar debitorinių išskolinimų dydį, planinį skolų sumažinimą ir visus kitus faktorius, darančius įtaką kompanijos piniginiams atsargoms. Svarbiausia nustatyti galimas lėšų įplaukas ir galimą jų stovį, jei dividendai nesikeičia. Be galimų rezultatų aptarimo, reikia atsižvelgti ir į rizikos rodiklius, kad gautume visą išeinančių piniginių srautų diapazono reikšmingumą.

Remdamasi dividendų išmokėjimo teorija firma siekia nustatyti, ar liks atsargoje lėšų po visų kompanijos poreikių patenkinimo, įskaitant pelningus investicinius projektus. Firma turi atlikti kelių metų prognozę, kad išlyginti netikėtus nukrypimus. Firmos sugebėjimas palaikyti stabilų dividendų lygį turi būti gerai išanalizuotas dėl laukiamo būsimųjų piniginių lėšų įplaukų paskirstymo. Šios analizės rezultatų pagrindu kompanija gali nustatyti galimus būsimųjų lėšų likučius.

Likvidumas

Kompanijos likvidumas yra vienas iš pagrindinių kriterijų, padedančių priimti sprendimus dėl dividendų mokėjimo. Kadangi dividendai kartu yra lėšų nutekėjimas, tai kuo didesnis kasinis likutis ir visas kompanijos likvidumas, tuo didesnė jos galimybė dividendų išmokėjimui. Auganti ir aukšto pelningumo kompanija gali būti ir nelikvidi, nes jos lėšos gali būti išaldytos pagrindiniuose fonduose ir grįžtamasias lėšas. Tokios kompanijos vadovybė paprastai

siekia palaikyti tam tikrą likvidumo atsargą tam, kad užtikrinti lankstumą ir apsaugą nuo netikrumo. Kompanija nelabai rizikuoja sumažinti šią atsargą dėl didesnių dividendų išmokėjimo. Kompanijos likvidumas nustatomas jos investicinių ir finansavimo sprendimų pagalba. Investiciniai sprendimai - tai sprendimai apie aktyvų padidinimo ir kompanijos lėšų poreikio laipsnį; finansavimo sprendimai - lėšų, patenkinančių tą poreikį, šaltinio nustatymas.

Skolintų lėšų panaudojimo galimybė

Likvidacinis likutis - tai ne vienintelis būdas lankstumo užtikrinimui ir apsaugai nuo netikrumų. Jei firma turi galimybę greitai gauti skolintų lėšų, tai ji gali būti pakankamai lanksčiai veikti. Tokia galimybė pasireiškia įvairiomis formomis: susitarimas apie paskolos suteikimą su banku, greitas bankinis kreditas arba finansinio instituto kredito suteikimas. Be to, lankstumas galimas ir kitu būdu. Jei turi galimybę išeiti į kapitalo rinką su savų obligacijų paketu. Kuo didesnė ir autoritetingesnė kompanija, tuo jai lengviau įeiti į kapitalo rinką. Kuo didesnė firmos galimybė pritraukti kuo daugiau skolinamų lėšų, tuo lanksčiau ji gali veikti ir tuo didesnės jos galimybės dividendų išmokėjime. Jei yra priėjimas prie skolintų lėšų, tai vyriausybė gali mažiau rūpintis dėl įtakos, kurią daro asmeninių dividendų išmokėjimas firmos likvidumui.

Informacijos vertės įvertinimas

Kuo daugiau mes žinome apie dividendų įtaką kompanijos vertei, tuo didesnis tokios informacijos poreikis. Dauguma kompanijų seka kitų savo šakos kompanijų dividendų rodiklius, ypač jei tos kompanijos maždaug panašaus dydžio. Galbūt tai, kad retai viena iš daugelio panašių kompanijų labai išsiskiria, neturi labai didelės reikšmės. Kompanija turi mokėti įvertinti dividendinių išmokėjimų informacinį efektą. Ko tikisi investuotojai? Čia labai naudinga gali būti specialistų darbas su vertybiniais popieriais. Kompanija turi nuspręsti, kokią informaciją, liečiančią esančius dividendus, ji skleidžia ir kokią ji norėtų pateikti, jei dividendai pasikeistų. Dauguma panašių klausimų jau buvo aptarta ankstesnėje dalyje.

Kontrolė

Jei kompanija moka didelius dividendus, tai po kiek laiko ji gali susidurti su kapitalo padidinimo, parduodant savo akcijas tam, kad finansuoti pelningus investicinius projektus, būtinybe. Šiomis aplinkybėmis kontrolinis kompanijos akcijų paketas gal tapti išbarstytas, jei jo savininkai neturi galimybės arba nenori įsigyti naujų akcijų. Tie akcininkai gali suteikti pirmenybę žemam dividendų išmokėjimo lygiui ir investicinių firmos poreikių finansavimui grynojo pelno sąskaita. Tokia dividendų politika nepagerins akcininkų gerovės, bet ji gali sutapti su investuotojų, kaip kontroliuojančio organo, interesais.

Tačiau kontrolė gali būti dviašmenis instrumentas. Jei kompaniją atidžiai seka konkurentai ar privatūs asmenys, tai jie gali pasinaudoti mažais dividendais. Konkurentai gali atsisakyti tam, kad įtikinti akcininkus, kad kompanija nesuteikia jiems maksimalios naudos ir kad jie, konkurentai, tai galėtų padaryti. Bet kompanijos, kurios rizikuoja prarasti savo kontrolinį paketą, gali padidinti dividendų išmokėjimo rodiklį savų akcininkų naudai.

Obligacijų naudojimui taikomi apribojimai arba sutartys dėl paskolos

Obligacinio susitarimo arba sutarties dėl paskolos apsaugos sąlygos apima dividendų išmokėjimo apribojimus. Šiuos apribojimus skolintojas naudoja tam, kad išsaugoti kompanijos galimybę aptarnauti įsiskolinimus. Paprastai nustatomas maksimalus pelningumo procentas. Veikiantis toks apribojimas daro įtaką kompanijos dividendų politikai. Kartais kompanijos vadovybė pritaria dividendų skolintojų įvestam apribojimui, nes dėl šio apribojimo vadovybei nereikia teisintis prieš akcininkus dėl kaupimų pelno sąskaita. Ji gali remtis apribojimu.

Galutiniai pastebėjimai

Eilinė kompanija, nustatydamą optimalų dividendų išmokėjimą, analizuoja anksčiau minėtų faktorių visumą. Iš esmės, tie faktoriai nustato dividendų išmokėjimo ribas. Kai kompanija moka dividendus, viršijančius jos atsargų likučius, reiškia, kad kompanijos vadovybė mano, kad toks išmokėjimas suteiks naudą akcininkams. Tačiau problema ta, kad nėra šios problemos sprendimo patvirtinančios empirinės informacijos ir pagrindinių aiškių apibendrinimų. Nepakankama ilgalaikio prognozavimo dėl tam tikros dividendų politikos įtakos kompanijos vertei bazė apsunkina dividendinių sprendimų priėmimą dar labiau nei sprendimų apie finansavimą priėmimą.

Kriterijų aptarimas leidžia kompanijai priimti tikslesnę pasyviają dividendų strategiją. Aktyvi dividendų politika apima tokį elementą kaip pasitikėjimas, nes ji reikalauja, kad dalis sukauptų dividendų būtų skiriama savo kapitalo finansavimui. Tokia strategija naudojama, esant neaiškioms situacijoms, kuriose dauguma mokslininkų nebetiki galima akcininkams nauda. Nepaisant to, dauguma kompanijų teigia, kad dividendų išmokėjimas daro įtaką akcijos vertei, ir organizuoja savo veiklą, teikdami didelę reikšmę dividendų išmokėjimui.

Dividendų stabilumas

Investuotojus be procentinio dividendų išmokėjimo rodiklio domina ir tokia dividendų charakteristika kaip stabilumas. Stabilumą mes išivaizduojame kaip pastovų ryšį tarp dividendų svyravimo ir jų pasikeitimo, pageidaujama augančio, trendo linijos. Esant vienodom kitom sąlygom, akcijos kaina bus didesnė, jei ji užtikrina stabilių dividendų gavimą ilgą laikotarpį, nei kada ji suteikia teisę gauti fiksuotą kompanijos pelno procentą. Tarkime, kad kompanijos A dividendų išmokėjimo rodiklis lygus 50% pelno. Kompanija išmoka šį procentą, nepaisydama savo pelno cikliškumo. Kompanijos A dividendai pavaizduoti paveikslėlyje. Tuo tarpu kompanija B gauna lygiai tokį patį pelną ir jos dividendų išmokėjimo rodiklis per ilgą laikotarpį lygus 50%, bet ši kompanija moka stabilius dividendus, keisdama absoliutų išmokėjimų dydį tik atitinkamai keičiantis trendo pelnui. Kompanijos B dividendai pavaizduoti paveikslėlyje.

Bendra dividendų, išmokamų abiejų kompanijų, suma per ilgą laikotarpį vienoda, tačiau kompanijos B akcijų rinkos vertė gali būti didesnė nei kompanijos A, esant vienodom aplinkybėm. Gali būti, kad investuotojai labai vertina dividendų stabilumą ir premijos išmokėjimą kompanijai - emitentui. Bendra kompanijos B dividendų politika bus tiek geresnė nei kompanijos A politika, kiek investuotojai labiau įvertins kompanijos dividendų stabilumą.

Kompanijos B dividendų politika apima ne tik realaus dividendų išmokėjimo procentą, bet ir dividendų mokėjimo būdą. Vietoj to, kad keisti dividendus, pasikeitus pelno normai, kompanija B didina dividendus tik tada, kai yra įsitikinusi, kad ji galės įvykdyti visus prisiimtus įsipareigojimus.

Stabilumo įvertinimas

Investuotojai gali norėti mokėti premiją už stabilius dividendus dėl dividendų informacinių savybių, investuotojų poreikio einamajam pelnui ir tam tikrų teisinių procedūrų.

Informacinis turinys. Kai mažėjant pelnui kompanija vis tiek moka tokius pat dividendus, fondų rinkoje į kompanijos akcijas žiūrima su didesniu pasitikėjimu nei būtų buvę žiūrima, jei kompanija būtų sumažinusi dividendus. Stabilūs dividendai rodo, kad vadovybės lūkesčiai kompanijos atžvilgiu yra daug didesni nei galima pamanyti, remiantis pelno sumažėjimo duomenimis. Taip vadovybė gali paveikti būsimus investuotojus, pasinaudodama dividendų informaciškumu. Tačiau kompanijos vadovybė negali amžinai apgauti rinkos. Jei pastebimas ilgalaikis pelno sumažėjimas, tai stabilūs dividendai negali sudaryti stabilumo iliuzijos.

Einamojo pelno gavimo siekimas. Dar vienas faktorius, galintis teigiamai veikti dividendų stabilumą. Investuotojai, siekiantys gauti nuolatinį pelną, pasirinks kompaniją, mokančią stabilius dividendus: net jei abiejų kompanijų planuojamas toks pat pelnas ir toks pat ilgalaikis dividendų išmokėjimo rodiklis. Tačiau investuotojai visada gali parduoti dalį savų akcijų tam, kad gauti pelną tada, kai išmokami dividendai nepakankami einamųjų poreikių patenkinimui. Daugelis investuotojų nenoriai išskaido savo kapitalą. Kai kompanija sumažina dividendus, pelnas yra nedidelis, tai ir akcijos vertė rinkoje krenta. Tačiau apibendrinant galima teigti, kad investuotojai teigiamai žiūri į stabilius dividendus, nepaisant to, kad jie visada gali parduoti dalį akcijų papildomai pelnui gauti.

Teisiniai kriterijai. Iš teisinės pusės stabilūs dividendai taip pat gali būti vertinami teigiamai, ypač kai kuriems institucionaliniams investuotojams gaunant leidimą įsigyti akcijų. Įvairūs vyriausybinių organų išduoda vertybinių popierių, į kuriuos gali savo lėšas investuoti pensijiniai fondai, taupomieji bankai, įgalioti asmenys, draudimo kompanijos ir kai kurie kiti, rejestrus. Tam, kad kompanijos vertybiniai popieriai patektų į šiuos sąrašus, jos akcijos turi duoti nuoaltinius (nepertraukiamus) dividendus. Išmokėjimų nutraukimas arba žymus dividendų sumažinimas gali sąlygoti kompanijos išbraukimą iš šių oficialių sąrašų.

Argumentai, kad stabilūs dividendai daro teigiamą įtaką akcijos rinkos kainai, yra tik spėliojimai. Nepakankamas empirinių duomenų kiekis neleidžia visko išsiaiškinti. Nors atskirų rūšių akcijų tyrinėjimai patvirtina tai, kad stabilūs dividendai palaiko akcijų rinkos kainą, kai pelnas sumažėja, tačiau visapusiški tyrimai nebuvo atlikti. Tačiau dauguma kompanijų siekia stabilių dividendų mokėjimo, nes tikima, kad stabilūs dividendai teigiamai veikia firmos vertę.

Planiniai dividendų išmokėjimo rodikliai

Nepaskirstytas pelnas (retained earnings) - pelnas, liekantis po dividendų išmokėjimo. Dauguma kompanijų nustato ilgalaikius planinius dividendų išmokėjimo rodiklius. J. Lintner'is teigia, kad dividendai reaguoja į pelno pasikeitimus. Kai pelnas auga ir pasiekia tam tikrą lygį, kompanija padidina dividendus tik tada, kai ji galės palaikyti esantį pelno augimą. Kompanija taip pat nenoriai mažina bendrą asmeninių dividendinių išmokėjimų kiekį. Šie faktoriai paaiškina tarp dividendų ir pelno pasikeitimų buvimą. Šis pasimato, kai augant grynajam pelnui auga dividendai. Veiklos aktyvumui sumažėjus, grynojo pelno lygis sumažėja.

Coleman Company pavyzdys iliustruoja planinio dividendų išmokėjimo rodiklio ir stabilų dividendų panaudojimą. Coleman gamina kempingų, prekes sportiniams laivams ir detales kondicionieriams bei centriniam šildymui. Verslas yra cikliškas, jam būdinga šuoliuojantis (nuolat besikeičiantis) pelnas, bet kompanija nuolat moka stabilius ar net didesnius dividendus. Kompanija padidina dividendus, kai vadovybė ir direktorių taryba įsitikinusi, kad kompanija gali išlaikyti tą patį pelno lygį. Kompanijos pelnas ir dividendai vienai akcijai pavaizduoti paveikslėlyje.

Reguliarūs ir papildomi dividendai

Dar vienas būdas, klestinti kompanijai, jos piniginiams lėšoms paskirstyti - paskelbimas apie papildomų dividendų išmokėjimą.