

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
Институт экономики управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ

Заведующий кафедрой

И.С. Ферова  
подпись                      инициалы, фамилия

« 17 »                      06                      2020 г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**  
АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА РЫНОЧНУЮ  
СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «ГМК «НОРИЛЬСКИЙ  
НИКЕЛЬ»)

38.04.02 «Менеджмент»  
(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»  
код и наименование магистерской программы

Научный руководитель И.А. Шнюкова                      доцент, канд. экон. наук Е.А. Шнюкова  
подпись, дата                      должность, ученая степень                      инициалы, фамилия

Выпускник Ю.Ю. Ковалькова                      18.06.2020  
подпись, дата                      инициалы, фамилия

Рецензент О.С. Нагаева                      ст. науч. сотр., канд. экон. наук О.С. Нагаева  
подпись, дата                      должность, ученая степень                      инициалы, фамилия

Красноярск 2020

## РЕФЕРАТ

Магистерская диссертация по теме «Анализ влияния дивидендной политики на рыночную стоимость компании (на примере ПАО «ГМК «Норильский никель»)» содержит 93 страницы текстового документа, 2 приложения, 55 использованных источников, 3 иллюстрации, 30 таблиц, 36 формул.

**ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА, СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ, ДОХОДНЫЙ ПОДХОД, МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ, МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ.**

Объектом исследования является ПАО «ГМК «Норильский никель». Предмет исследования - методические подходы к оценке стоимости компании.

Цель магистерской диссертации определить существует ли влияние дивидендной политики на стоимость компании и при каких условиях.

Для достижения поставленной цели были поставлены следующие задачи:

- рассмотреть теоретические вопросы дивидендной политики;
- изучить исследования различных ученых о влиянии дивидендной политики на стоимость компании;
- рассмотреть доходный подход и методы оценки стоимости компании;
- рассчитать стоимость компании, и сравнить ее со стоимостью компании после изменения дивидендной политики.

В результате проделанной работы были изучены различные теории и практические исследования о влиянии дивидендной политики на стоимость компании. В исследовании были рассмотрены методы оценки стоимости компании доходного подхода и выполнена оценка стоимости компании «ГМК «Норильский никель». В результате анализа дивидендной политики было доказано ее влияние на стоимость компании.

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Теоретические основы дивидендной политики предприятия.....	5
1.1 Понятие дивидендной политики организации, основные теории и подходы к формированию дивидендной политики .....	5
1.2. Влияние дивидендов на рыночную стоимость компании.....	18
1.3 Показатели эффективности дивидендной политики .....	29
2 Методические подходы к оценке рыночной стоимости компании.....	37
2.1 Доходный подход к оценке стоимости компании.....	37
2.2. Оценка стоимости компании методом капитализации.....	44
2.3 Оценка стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков.....	51
3 Оценка эффективности дивидендной политики ПАО «ГМК «Норильский никель».....	59
3.1 Краткая характеристика ПАО «ГМК «Норильский никель» и анализ его дивидендной политики.....	59
3.2 Оценка рыночной стоимости компании и удовлетворенности интересов акционеров.....	68
3.3 Оценка влияния дивидендной политики ПАО «ГМК «Норильский никель» на рыночную стоимость компании.....	75
Заключение.....	84
Список использованных источников.....	85
Приложения А–Б.....	90

## ВВЕДЕНИЕ

Цель любой компании заключается в максимизации ее рыночной стоимости при минимальных затратах, поэтому управление стоимостью компании является важной составляющей современного менеджмента. В настоящее время активно обсуждается концепция управления стоимостью предприятия, она подразумевает, что все управленческие решения должны приниматься с целью увеличения стоимости компании. Показатель стоимости компании является важным критерием оценки его экономической и финансовой эффективности.

Менеджмент компании должен использовать все возможные инструменты, с помощью которых можно управлять стоимостью компании. На стоимость компании влияют различные факторы, в магистерской диссертации будет проводиться анализ влияния на стоимость компании такого инструмента, как дивидендная политика. По поводу влияния дивидендной политики на стоимость компании до сих пор ведутся споры среди ученых, нет единого мнения и неоспоримых доказательств влияния дивидендной политики на стоимость компании.

Научная новизна работы заключается в том, что данный вопрос был рассмотрен иначе, в отличии от других ученых. В магистерской диссертации влияние дивидендной политики на стоимость компании оценивалась доходным подходом посредством изменения структуры капитала компании.

Полученные результаты исследования можно применять при разработке дивидендной политики и в управлении стоимостью компании.

Цель магистерской диссертации определить существует ли влияние дивидендной политики на стоимость компании и при каких условиях.

При написании магистерской диссертации были поставлены следующие задачи:

- рассмотреть теоретические вопросы дивидендной политики;

- изучить исследования различных ученых о влиянии дивидендной политики на стоимость компании;

- рассмотреть доходный подход и методы оценки стоимости компании;

- рассчитать стоимость компании, и сравнить ее со стоимостью компании после изменения дивидендной политики.

Объектом исследования является ПАО «ГМК «Норильский никель».

Предмет исследования - методические подходы к оценке стоимости компании.

Теоретической основой при написании магистерской диссертации послужили труды зарубежных исследователей Ф. Модильяни и М. Миллера, М. Гордона и Дж. Линтнера, К. Рамасвами и Р. Литценбергера, которые изучали влияние дивидендной политики на стоимость компании. Основную теоретическую базу магистерской диссертации составили труды В.В. Ковалева, Н. В. Никитиной, И. Я. Лукасевич. Практическими исследованиями дивидендной политики и стоимости компании занимались такие ученые, как Т.В. Теплова, И.В. Березинец, Л.А. Булатова, Ю.Б. Ильина, М.В. Смирнов. Информационной базой для написания магистерской диссертации является годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность ПАО «ГМК «Норильский никель».

Методологией исследования в магистерской диссертации являются общенаучные принципы и методы: анализ имеющейся информации, сравнение, классификация, моделирование, статистический анализ данных, эксперимент.

Основная часть магистерской диссертации подразделяется на три главы. В первой главе рассматриваются теоретические основы дивидендной политики предприятия: основные теории, типы, подходы формирования дивидендной политики, и ее влияние на стоимость компании. Вторая глава является методологической частью работы, в ней описываются основные методы оценки стоимости компании. Третья глава является практической частью, в ней производится расчет стоимости компании и анализ влияния дивидендной политики на ее стоимость.

## **1.1 Понятие дивидендной политики организации, основные теории и подходы к формированию дивидендной политики**

Основная цель деятельности компании заключается в максимизации ее рыночной стоимости и ценности для собственников компании. Важной составляющей финансовой стратегии компании является ее дивидендная политика, именно она влияет на процесс инвестирования предприятия, а также на структуру его капитала.

Согласно Ковалеву В. В. [1] дивидендная политика – это политика организации в области формирования доли прибыли, выплачиваемой собственникам в соответствии с долей их вклада в капитал предприятия.

Авторы И.С. Ферова, И.Г. Кузьмина, С.Л. Улина [2] вводят понятие дивидендной политики как процесс оптимизации пропорций распределения прибыли на потребляемую акционерами и капитализируемую части, с целью роста рыночной стоимости компании.

Дивидендная политика – это политика акционерного общества, целью которой является сбалансирование интересов акционеров компании, стремящихся к постоянному росту размера выплачиваемых дивидендов по принадлежащим им акциям с необходимостью использования чистой прибыли для дальнейшего развития организации [3].

Дивидендная политика - это механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общий собственный капитал предприятия [4].

Дивидендная политика это- разработанная программа выплаты дивидендов, которая предусматривает в каком случае выплачиваются дивиденды, какая доля прибыли идет на выплату дивидендов, каким образом осуществляются выплаты [5].

Термин дивидендная политика связан с распределением прибыли акционерного общества, однако также может быть применим и для других организационно правовых форм.

Заработанная чистая прибыль организации исходя из ее дивидендной политики делится на дивидендные выплаты акционерам и реинвестированную прибыль, также возможна другая ситуация, где вся чистая прибыль направляется на дивидендные выплаты или реинвестируется в активы компании.

Дивидендные выплаты с точки зрения акционерного общества – это некоторая доля расходов организации, необходимая для обслуживания акционерного капитала. Дивидендные выплаты осуществляются из прибыли, оставшейся после уплаты налогов и других обязательств компании. Дивидендные выплаты с точки зрения акционера это доход, который получает акционер. Акционер, вкладывая свой капитал в акционерное общество стремится получить максимальную выгоду от данного вложения средств, а именно большие дивидендные выплаты и возможность продать купленные ранее акции по более высокой цене в будущем. Дивиденды являются одним из показателей инвестиционной привлекательности компании.

Таким образом дивиденды- это часть чистой прибыли акционерного общества, которая идет на выплату акционерам пропорционально принадлежащим им акциям за пользование их капиталом.

Реинвестированная часть прибыли является внутренним источником финансирования для предприятия, а, следовательно, дивидендная политика влияет на размер привлекаемых внешних источников финансирования.

Таким образом, чем больше чистой прибыли направляется на выплату дивидендов, тем меньше идет на инвестирование проектов и развитие компании, и наоборот, чем больше чистой прибыли идет на реинвестирование, тем меньше прибыли идет на выплаты дивидендов, что в свою очередь влияет на интересы акционеров, и тем самым на рыночную стоимость компании.

Дивидендная политика оказывает влияние на следующие составляющие компании: финансовую программу, движение денежных средств, отношение организации с ее инвесторами, структуру капитала.

Цель дивидендной политики заключается в установлении определенной пропорции между текущим потреблением прибыли собственниками и

реинвестированием прибыли в активы компании, на основании критерия максимизации рыночной стоимости компании [2].

При разработке дивидендной политики закладываются следующие принципы: удовлетворение интересов общества и акционеров, обеспечивая оптимальные пропорции распределения прибыли на дивиденды и реинвестирование; увеличение инвестиционной привлекательности и капитализации компании; четкие, открытые механизмы определения размера дивидендов и их выплаты.

При разработке дивидендной политики компании следует:

- оценить основные факторы, которые влияют на реализацию дивидендной политики;

- определить тип дивидендной политики и методики выплаты дивидендов;

- разработать механизм распределения прибыли в соответствии с выбранным типом дивидендной политики;

- оценить эффективность проводимой дивидендной политики.

Существуют обстоятельства, которые влияют на дивидендную политику. Все факторы, влияющие на дивидендную политику можно разделить на внутренние и внешние [5].

Внутренние факторы зависят от особенностей хозяйственной деятельности самого предприятия. К числу внутренних факторов относят: ограничения в связи с интересами акционеров, структура капитала компании, рентабельность деятельности, инвестиционные возможности реализации высокодоходных проектов, альтернативные внутренние источники формирования финансовых ресурсов, ограничения в связи с расширением производства, ограничения в связи с недостаточной ликвидностью.

Внешние факторы зависят от окружающей среды в которой функционирует предприятие. К числу внешних факторов относят: ограничения правового характера, конъюнктура товарного рынка, ограничения контрактного характера, налоговая система, среднерыночная норма прибыли на инвестированный капитал, альтернативные внешние источники формирования



финансовых ресурсов, темп инфляции, ограничения рекламно-информационного характера.

Ограничения в связи с интересами акционеров подразумевают, что дивидендная политика должна в первую очередь отвечать интересам акционеров, а именно максимизировать совокупный доход собственников. Совокупный доход означает получение прибыли в виде дивидендов и продажа акций по цене выше первоначальной их стоимости. Поэтому, когда определяется оптимальный размер дивидендов, то оценивается как это может повлиять на совокупный доход собственников.

Ограничения в связи с недостаточной ликвидностью означают, компания может быть прибыльной, но не иметь денежных средств на расчетном счете или денежных эквивалентов, конвертируемых в деньги.

Ограничения в связи с расширением производства связаны с развитием производства или обновлением материально-технической базы. Компании необходимы дополнительные внутренние источники финансирования, поэтому многие предприятия прибегают к практике ограничения дивидендных выплат. Также известна практика, когда в учредительных документах оговаривается минимальная доля прибыли, обязательная для реинвестирования в активы предприятия, с целью развития производства.

Структура капитала существенным образом влияет на выбор дивидендной политики. Увеличение дивидендов сокращает возможность финансирования компании за счет нераспределенной прибыли, тем самым увеличиваются заемные средства в структуре капитала, что в дальнейшем может привести к негативным последствиям для организации.

Инвестиционные возможности реализации высокодоходных проектов прямым образом влияют на дивидендные выплаты, так как перед собственниками стоит выбор получение текущего дохода или реализация проектов, которые принесут наибольший доход в будущем по сравнению с текущим доходом.

Ограничения правового характера означают ограничения, которые установлены законодательно. Собственный капитал компании состоит из нераспределенной прибыли, акционерного капитала и эмиссионного дохода. Во многих странах законом разрешено производить выплату дивидендов только из нераспределенной прибыли (прибыль отчетного периода или нераспределенная прибыль прошлых периодов), или прибыли и эмиссионного дохода.

В России действует другой характер ограничения, компания обязана формировать резервный фонд в размере не менее 5% от уставного капитала общества и закрепленное за советом директоров право ограничения сверху размера выплачиваемых дивидендов, которым компания может воспользоваться при необходимости [6].

Ограничения связанные с системой налогообложения по ценным бумагам, зависят от сравнения ставки налогообложения дохода в виде дивиденда и ставки налогообложения дохода от прироста капитала. Если ставки налогообложения различаются, то собственник будет заинтересован в получении дохода по которому ставка налогообложения ниже.

Ограничения рекламно-информационного характера означают, что информация о дивидендной политике отслеживается всеми участниками рынка, сбои в выплате дивидендов могут изменить спрос на рынке, тем самым привести к снижению рыночной цены акций. Поэтому компании вынуждены поддерживать стабильность в дивидендной политике, для многих акционеров стабильность означает успешность деятельности компании.

Ограничения контрактного характера означают, если компания хочет получить кредит, то в контракте должен быть прописан предел, ниже которого не может опускаться величина нераспределенной прибыли, либо минимальный процент реинвестируемой прибыли, это нужно для того чтобы обслуживать долг компании.

При выборе дивидендной политики предполагается решение двух ключевых вопросов. Влияет ли величина дивидендов на совокупное богатство

акционеров? Если влияет, то какой должна быть оптимальная величина дивидендных выплат?

В теории финансов выделяют следующие подходы к обоснованию оптимальной дивидендной политики [7]: теория иррелевантности дивидендов; теория существенности дивидендной политики; теория налоговой дифференциации; теория сигнализирования дивидендов; теория клиентуры.

Теорию иррелевантности дивидендов разработали Ф. Модильяни и М. Миллер (1961 год). Согласно их теории, дивидендные выплаты не влияют на совокупное богатство акционеров, оно зависит от правильности инвестиционной политики. Данная теория действует в рамках следующих предпосылок: отсутствие налогов, равноценность для собственников доход в виде дивидендов или доход от прироста капитала, отсутствие эмиссионных и транзакционных затрат, равнодоступность информации.

По теории иррелевантности реинвестированные средства в компанию находят свое отражение в стоимости акций, поэтому для собственников не важно в какой форме будет выплачен дивиденд. Так как общая доходность акционеров складывается из дивидендных выплат и капитализированной доходности, то какое бы решение не было принято это не будет менять общей доходности акционеров, это приводит лишь к изменению ее структуры.

В ходе развития своей теории Ф. Модильяни и М. Миллер предложили начислять дивиденды по остаточному принципу, отдавая приоритетность инвестиционной политики компании, которая достигает основную цель организации максимизация ее рыночной стоимости. Таким образом, дивидендные выплаты могут производиться только тогда, когда профинансированы все инвестиционные проекты, у которых уровень рентабельности превышает требуемый акционерами доход.

Оппонентами Модильяни-Миллера являются М. Гордон и Дж. Линтнер (1956 г.). Они считают, что дивидендная политика существенно влияет на совокупных доход собственников компании. Теория М. Гордона и Дж. Линтнера носит название «Синица в руках», это обусловлено тем что акционеры всегда

предпочитают исходя из риска текущие дивиденды доходам потенциально возможным в будущем и в том числе возможному приросту акционерного капитала. Дивидендные выплаты уменьшают неопределенность акционеров относительно выгоды инвестирования, тем самым акционеров устраивает меньшая норма прибыли, которая используется в качестве ставки дисконтирования и приводит к увеличению стоимости компании.

Если дивидендные выплаты не производятся, то у акционеров увеличивается неопределенность, тем самым увеличивается норма дохода на инвестированный капитал, что в свою очередь приводит к снижению рыночной оценки акционерного капитала. Таким образом, увеличивая долю прибыли направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать увеличению благосостояния собственников компании.

Теория налоговой дифференциации разработана в конце 70-х – начале 80-х гг. XX века Р.Литценбергером и К. Рамасвами. Согласно их теории, для акционеров предпочтительнее является не дивидендная, а капитализированная доходность. Данная теория связана с налогообложением в США, так как до 1982 г. дивиденды облагались 70 процентной ставкой, а доход от прироста акционерного капитала облагался 50 процентной ставкой, то акционеры предпочитали доход, по которому ставка налогообложения ниже [7]. Таким образом, компании выгоднее платить не большую долю дивидендов из прибыли, так как ее рыночная стоимость при этом условии максимизируется.

В настоящее время в Российской Федерации ставка налога на дивиденды составляет 13 %, так же как ставка налога на прирост капитала (НДФЛ 13%), для юридических лиц ставка налога на дивиденды составляет 13%, а ставка налога на прирост капитала 20% (ставка налога на прибыль) [8].

Сигнальная теория дивидендов рассматривает дивидендные выплаты как один из факторов влияния на рыночную стоимость акций. Это обусловлено тем, что при расчете текущей стоимости акций используют величину ранее выплаченных дивидендов и их прогноз на будущий период. В случае роста дивидендов по акциям, возрастает ее рыночная стоимость, что приносит

акционерам дополнительный доход в случае ее продажи. Также теория утверждает, что возрастание дивидендов сигнализирует участникам рынка о том, что фирма находится на подъеме. Теория реализуется на фондового рынке, на котором информация прозрачна и доступна.

Теория соответствия дивидендной политики составу акционеров (clientele theory) (или теория клиентуры). Данная теория предполагает формирование такой дивидендной политики, которая будет отвечать интересам большинства акционеров. Если большинство акционеров предпочитают дивидендные выплаты будущему доходу, то компании следует направлять прибыль на текущее потребление. И наоборот, если большинство акционеров предпочитают увеличение рыночной стоимости акций дивидендам, то компания должна реинвестировать прибыль в активы. Часть акционеров, которая не будет согласна с проводимой дивидендной политикой общества, реинвестирует свой капитал в другие компании, и таким образом состав акционеров компании станет однородным.

В мировой практике разработаны различные подходы к формированию дивидендной политики общества: консервативный, умеренный (компромиссный) и агрессивный [9]. Каждому из подходов соответствует свой тип дивидендной политики, представленный в таблице 1.

Таблица 1 – Основные типы дивидендной политики и подходы к ее формированию в акционерном обществе

Определяющий подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
Консервативный подход	- остаточная политика дивидендных выплат - политика стабильного размера дивидендных выплат
Умеренный (компромиссный) подход	- политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды
Агрессивный подход	- политика стабильного уровня дивидендов - политика постоянного возрастания размера дивидендов

Консервативная дивидендная политика предполагает, что общество выплачивает дивиденды в пропорциях, которые в первую очередь позволяют удовлетворить потребность в производственном развитии компании. Консервативная политика предполагает два типа дивидендных выплат: остаточная политика дивидендных выплат, политика стабильного размера дивидендных выплат.

Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что компания формирует фонд выплаты дивидендов, после того как в первую очередь удовлетворит свои потребности в формировании собственных финансовых ресурсов, обеспечивающих в полной мере реализацию инвестиционных возможностей компании. Если ставка доходности проекта значительно превышает средневзвешенную стоимость капитала, то большая часть прибыли должна быть направлена на реализацию данных проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала.

Преимуществом данной дивидендной политики является обеспечение высоких темпов развития организации, повышение его финансовой устойчивости и независимости. Недостатком дивидендной политики данного типа является нестабильность размеров дивидендных выплат, непредсказуемость их формирования, а в случаях высоких инвестиционных возможностей отказ от выплаты дивидендов, что отрицательно влияет на формирование рыночной цены акций. Данный тип политики обычно используют компании на ранних стадиях жизненного цикла предприятия.

Политика стабильного размера дивидендных выплат предполагает выплаты стабильных размеров дивидендов на протяжении длительного периода (размер дивидендов корректируется на уровень инфляции). Положительной стороной данной дивидендной политики является стабильность выплаты. Она создает уверенность акционеров в завтрашнем дне, вне зависимости от различных обстоятельств, также стабильность имеют котировки акций на фондовом рынке.

Недостатком данной политики является слабая связь дивидендов с финансовыми результатами компании, в связи с этим в неблагоприятные периоды для компании ее инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Поэтому обычно устанавливается размер дивиденда на низком уровне, данная политика минимизирует риск снижения финансовой устойчивости компании из-за недостаточного прироста собственного капитала.

Умеренная (компромиссная) политика дивидендных выплат предполагает соблюдение баланса между интересами собственников, которые стремятся удовлетворить собственные текущие потребности, и интересами компании, которая стремится наращивать капитал. Данной политики соответствует тип стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды или политика "экстра-дивиденда".

Преимуществом данного типа политики является гарантированный размер дивидендов в минимально предусмотренном размере, в период благоприятной хозяйственной конъюнктуры размер дивидендных выплат может увеличиваться, не снижая уровень инвестиционной активности. Данная политика применима в компаниях с нестабильным размером формирования прибыли. Недостатком политики может являться продолжительный минимальный размер дивидендов, что приведет к снижению инвестиционной привлекательности акций и рыночной стоимости компании.

Агрессивная политика начисления дивидендов характеризуется выплатой максимально возможного размера дивидендов. Агрессивная политика предполагает два типа дивидендных выплат: политика стабильного уровня дивидендов, политика постоянного возрастания размера дивидендов.

Политика стабильного уровня дивидендов предполагает установление нормативного коэффициента дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли компании. Положительной стороной политики является простота в установлении дивидендных выплат и тесная связь с размером чистой прибыли компании. Основной недостаток политики - это нестабильный размер дивидендов на акцию, которая определяется нестабильностью получаемой

прибыли компании. В определенные периоды нестабильность формирует резкие перепады в рыночной цене акций, в связи с этим политика препятствует максимизации рыночной стоимости предприятия (политика сигнализирует о высоком уровне риска деятельности компании). В связи с риском даже при высоком размере дивидендных выплат, многих акционеров не привлекает компания с данным типом дивидендной политики. Немногие компании могут позволить себе такую политику, политика предпочтительна для тех компаний, чья прибыль является стабильной.

Политика постоянного возрастания размера дивидендов предполагает стабильное возрастание размера дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Обычно возрастание дивидендов происходит в твердо установленном проценте к размеру в предшествующем периоде дивидендных выплат.

Преимущество данной политики заключается в обеспечении высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительной репутации у потенциально возможных инвесторов. Недостаток дивидендной политики заключается в отсутствии гибкости в ее проведении и постоянном возрастании финансовой напряженности. Если темп роста коэффициента дивидендных выплат растет быстрее прибыли, то компания сокращает свою инвестиционную деятельность, а коэффициенты финансовой устойчивости снижаются. Только высоко прибыльные и процветающие компании могут позволить себе такую дивидендную политику.

Порядок выплаты дивидендов происходит следующим образом [10]:

- дата объявления дивидендов;
- экс-дивидендная дата;
- дата переписи;
- даты выплаты.

Дата объявления дивидендов - это день, когда собрание акционеров принимает решение о выплате дивидендов, размере и сроках. Дата переписи - это день регистрации акционеров, которые имеют право на получение дивидендного дохода. Необходимость данной процедуры обусловлена тем, что



состав акционеров постоянно меняется. Для того чтобы определить кто из акционеров имеет право на получение дивидендов для этого специально устанавливается экс - дивидендная дата. Акционеры купившие до этой даты акции общества имеют право на получение дивидендных выплат. Российское законодательство дает право акционерным обществам объявлять о выплате дивидендов ежеквартально, раз в полгода или раз в год [6].

Совет директоров принимает решение о выплате промежуточных дивидендов, их размере и форме выплаты по различным акциям. Общее собрание акционеров по рекомендации совета директоров принимает решение о выплате годовых дивидендов [6]. Величина годовых дивидендов не может превышать рекомендации совета директоров и быть меньше промежуточных дивидендов. Таким образом, совет директоров влияет на выплату дивидендов, если совет не рекомендовал выплату промежуточных или годовых дивидендов, то дивидендов не будет, и акционеры не смогут повлиять на это.

Законодательно закреплено в каких случаях общество не в праве принимать решение о выплате дивидендов акционерам [6]:

- если не полностью оплачен уставный капитал компании;
- компания не выкупила в полном объеме собственные акции у тех акционеров, у которых возникло право требовать их выкупа;
- на момент выплаты дивидендов общество отвечает признакам банкротства, или признаки банкротства появятся после выплаты дивидендов;
- в случаях, когда стоимость чистых активов общества меньше суммарной величины его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости привилегированных акций либо станет меньше этой величины в результате выплаты дивидендов.

Компания в праве выпускать в обращение акции двух видов [11]:

- обыкновенные акции, которые дают право голоса акционеру на собрании акционеров. Дивидендные выплаты по данному виду акций зависят от фактических результатов хозяйственной деятельности компании.

- привилегированные акции, дают право на получение гарантированного размера дивиденда и привилегии при распределении активов общества.

В случае, когда держатели привилегированных акций не получили дивидендные выплаты или получили в неполном объеме, то акционеры имеют право голоса на собраниях акционеров до того момента, когда им выплатят дивиденды в полном объеме. Акционеры привилегированных акций могут участвовать в собраниях акционеров в случаях, когда на них обсуждаются их интересы (изменение величины выплаты, очередность выплат).

Размер дивидендов объявляется без учета ставки налога на доход. Дивидендные выплаты могут устанавливаться в процентах к номинальной стоимости акций или в рублях на одну акцию. По привилегированным акциям размер дивидендных выплат или неизменный способ его исчисления определяется при выпуске данного вида акций. Дивиденды обычно выплачиваются деньгами, но могут выплачиваться согласно уставу общества другим имуществом: акциями, облигациями, товаром.

Выплата объявленных дивидендов является обязанностью общества, в случае отказа или задержки выплат дивидендов, акционер вправе обратиться в суд с иском о взыскании с общества причитающихся ему сумм. Источником выплаты дивидендов может быть чистая прибыль общества за истекший период, по привилегированным акциям в случаях необходимости дивидендные выплаты могут осуществляться из специально созданных фондов. Поэтому организация может выплатить сумму дивидендов, которая будет превышать чистую прибыль общества.

Таким образом, дивидендная политика - это важный элемент в финансовой стратегии компании, который может влиять на инвестиционную привлекательность компании, на ее стоимость и благосостояние акционеров.

## **1.2 Влияние дивидендов на рыночную стоимость компании**

В настоящее время разработаны методы искусственного регулирования рыночной цены акций, которые также могут повлиять на размер выплачиваемых дивидендов. К таким методам относятся: выкуп акций и дробление [12].

Методика выкупа акций предполагает выкуп части собственных акций компанией. В результате число акций в обращении уменьшается, а прибыль EPS на одну акцию возрастает. Данный метод может проводиться по следующим причинам: уменьшение числа владельцев компании; для повышения курсовой стоимости акций; для предоставления возможности работникам компании стать ее акционерами. Метод выкупа акций увеличивает размер прибыли на оставшиеся акции и повышает коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде, увеличивает цену акций.

Выкупленные акции компанией называются казначейскими, они могут быть реализованы среди действующих или новых инвесторов, могут использоваться для программ мотивации персонала, либо зарезервированы для выпуска конвертируемых облигаций или размещения на зарубежных рынках, либо погашены. Казначейские акции компании не имеют право голоса на собрании акционеров, по ним не начисляются дивиденды и на балансе компании могут находиться не более года, согласно российскому законодательству [6].

Выкуп акций является положительным сигналом для рынка, он реализуется следующими способами: покупка компанией на открытом рынке; покупка пакета акций у крупного собственника; объявление тендера. Одним из примеров проведения операции выкупа акций является компания «Норильский никель», в 2011 году было выкуплено около 7,71% акций по цене выше рыночной. Выкупленные акции были погашены, а уставный капитал компании уменьшен на 7,71%. В связи с данной новостью рыночная цена акций выросла до 10% [13].

Основным эффектом операции выкупа акций является повышение капитализации компании в краткосрочном периоде. Так в 2006 году ПАО «МТС»

приняло решение выкупа 10% своих ADR на Нью-Йоркской фондовой бирже в течение 12 мес. В ответ на данную новость рыночная цена акций за один день (5 сентября 2006 года) взлетела, капитализация компании выросла на 1 млрд. долл. США [14]. В определенной степени данный метод влияет на совокупный доход акционеров, повышая курсовую стоимость акций.

Методика дробления акций предполагает снижение номинала акций при пропорциональном увеличении их числа. Теоретически при дроблении акций не происходит изменение собственного капитала, стоимости фирмы и благосостояния владельцев.

Одна из российских компаний ПАО «Балтика» стала первым примером дробления акций. Целью дробления акций было повышение ликвидности и привлекательности акций для возможных акционеров, так как на тот момент времени (2000 год) рыночная стоимость акций достигла 500 долл. США за штуку, многие акционеры не могли себе позволить приобрести данные акции, также и высокие дивиденды на акцию этому не способствовали. Помимо этого, небольшой оборот акций на рынке приводил к высоким накладным расходам при проведении операций.

После операции дробления, на рынке увеличилось число акции и снизилась их стоимость, они стали доступными для многих акционеров. Повышение ликвидности акций способствовало увеличению спроса на них, а, следовательно, и росту рыночной стоимости. Таким образом, операция дробления акций напрямую не влияет на стоимость компании, однако на практике цена акций часто повышается за счет возрастания интереса мелких и портфельных инвесторов.

В настоящее время ученые ведут разные дискуссии и каждый доказывает свою точку зрения на то, влияет ли дивидендные выплаты на рыночную стоимость акций компании, а, следовательно, на ее капитализацию.

Существует несколько способов для того чтобы определить влияние дивидендов на цену акций компании. Это модель Гордона, технический, регрессионный анализ, и метод событийного анализа. Неоднократно изучался

период объявления дивидендов компанией и последующее изменение рыночной цены акций, до сих пор нет четкого и однозначного ответа на вопрос: как отреагирует рынок на объявление дивидендов.

Ученый Lie (2000) проанализировал 7 тыс. увеличений дивидендов с доверительным интервалом 99%, используя рыночную модель событийного анализа, сделал вывод что рынок положительно воспринимает рост дивидендов, поэтому цена акций растет [15].

Данную теорию подтвердили Dasiliadis и Leventis (2010), они исследовали изменения на Греческом рынке в период 2000-2004 год. Увеличение дивидендов по сравнению с предыдущим годом привело к росту цены акций компании, и наоборот, снижение дивидендных выплат привело к спаду акций [15]. Однако данный вывод обусловлен тем, что на греческом рынке в период исследования не были введены налоги на дивиденды и на прирост капитала, также в исследовании был использован доверительный интервал 10%, что могло привести к неточным результатам.

Также ученые Hu Zugang и Ahmed (2010) провели исследования на Шанхайской фондовой бирже в период 2005-2009 год. Они изучали реакцию рынка на изменение дивидендов, используя метод событийного анализа, и пришли к выводу, что увеличение дивидендных выплат влечет за собой рост акций, а снижение дивидендов не привело к падению акций компаний, что противоречит сигнальной теории дивидендов [16]. Авторы предположили, что данные результаты обусловлены тем, что инвесторы могут быть уверены в будущей прибыли, так как в данный период времени Шанхайская биржа была быстрорастущей в мире.

Исследования Woolridge и Ghosh (1985), показали, что если менеджмент компании убедит инвесторов, в том, что деньги направлены в прибыльный проект, то стоимость компании не упадет, при объявлении о снижении дивидендных выплат [17].

В исследованиях Vozos, Nikolopoulos и Ramgandhi (2011), изучались компании с 2006-2010 год на медвежьем и бычьем рынках, ученые нашли подтверждение сигнальной теории как на медвежьем, так и на бычьем рынке.

Анализ влияния дивидендных выплат на стоимость компании на российском фондовом рынке, проводился Т.В. Тепловой 2008 и 2011 г. По результатам анализа был сделан следующий вывод: рынок реагировал отрицательно на объявление о повышении дивидендов, в кризисный период 2009-2010 г. реакция рынка была более ярко выраженной [17]. Данная реакция объясняется тем, что на российском рынке длительный период времени была низкая дивидендная доходность. Поэтому при повышении дивидендов инвесторы не реагировали на данное событие.

Исследования российского фондового рынка проводили И. В. Березинец, Л. А. Булатова, Ю. Б. Ильина, М. В. Смирнов. На основе метода событийного анализа (рассматривалось 45 компаний из 16 отраслей по данным 2010-2012 г.) были получены следующие результаты: российский фондовый рынок реагировал негативно на объявление об увеличении дивидендов относительно предыдущего периода, рынок также реагировал негативно на объявление об уменьшении дивидендов относительно предыдущего периода [18].

Так в исследования Asquith and Mullins (1983), Dhillon and Johnson (1994), Nathorn and Kirch (1997) было выявлено что рынок реагирует на объявление дивидендов негативно, а на отмену дивидендов положительно [16]. В своих исследованиях Nathorn and Kirch (1997) объяснили такую реакцию рынка тем, что такие показатели как дивидендная доходность, соотношение «цена – прибыль», соотношение «долг – собственный капитал» и коэффициент текущей ликвидности влияют на реакцию рынка при объявлении дивидендов. Если показатели дивидендной доходности, соотношения «цена – прибыль» и коэффициенты текущей ликвидности низкие, а показатель «долг – собственный капитал» высокий, то вероятность что рынок отреагирует негативно на объявление дивидендных выплат высокая.

Таким образом, большинство проводившихся исследований подтвердили сигнальную теорию дивидендов.

Теория жизненного цикла утверждает, снижение дивидендных выплат означает, что у компании есть инвестиционные проекты, которые могут увеличить рыночную цену акций [19]. Увеличение дивидендных выплат сигнализируют рынку, что компания находится на стадии зрелости и у нее нет перспективных инвестиционных проектов, в результате этого рыночная цена акций падает. Ученые Benartzi, Michaely и Thaler (1997) провели исследование среди компаний, которые торговались на NYSE (New York Stock Exchange) в период с 1979-1991 года, и сделали следующий вывод: компании которые снижали дивиденды в следующем году показывали рост доходов, также увеличение дивидендов не всегда ведет к росту доходов [19].

Теория жизненного цикла и сигнализирования дивидендов противоречивы друг другу, также исследования показали, что на разных рынках разная реакция на объявление дивидендов.

Гипотеза об эффективном рынке объясняет движение цены акций на рынке. Автор данной гипотезы Eugene Fama (1970) предполагает, что в ценах акций различных компаний отражена вся доступная информация, на рынке нет переоцененных или недооцененных компаний, поэтому у будущих инвесторов нет возможности получить прибыль таким путем [20]. Если рассматриваемый рынок является эффективным, то доходы выше рынка невозможны. Гипотеза разграничивает рынок на три формы эффективности, на слабую, среднюю и сильную [20].

Слабая форма эффективности рынка предполагает, что в ценах акций компаний заложена вся прошлая информация. Средняя форма эффективности рынка предполагает, что акции на фондовом рынке торгуются по справедливой стоимости, и у трейдеров нет возможности заработать больше чем рынок, так как вся информация отражается в ценах немедленно. Сильная форма эффективности рынка подразумевает, что инвесторы не смогут заработать больше рынка, даже если им доступна не только публичная информация, но и инсайдерская.

В 1987 году после черного понедельника, данная теория об эффективности рынка стала сомнительной, также на тему данной гипотезы было написано много работ, которые имеют противоречивые результаты.

Такие ученые как Profilet и Frank, проанализировали 15 случайных компаний, которые торгуются на NASDAQ, и обнаружили аномальные доходы перед объявлением дивидендных выплат. Они сделали следующий вывод, рынок имеет среднюю форму эффективности, также высокие доходы перед объявлением о выплате дивидендов означает о наличие инсайдерской торговли и утечки информации [19].

Ученый Dharmarathne (2013) также проводил исследования на эффективность рынка. Он проанализировал около 140 объявлений о дивидендах на Шри-Ланской фондовой бирже, и сделал вывод на бирже наблюдается средняя форма эффективности рынка [19]. Противоположные результаты были получены Suwanna (2012) на Таиландской фондовой бирже.

Таким образом, обнаружение аномальных доходов свидетельствует о том, что рынок неэффективен, а отсутствие таких доходов доказывает эффективность рынка. Из выше изложенного можно сделать вывод, что существует несколько подходов, которые объясняют изменение цены акций компании при объявлении дивидендов, это сигнальная теория, теория жизненного цикла, и эффективность рынка.

Дивидендные выплаты влияют на рыночную стоимость компании, причем данное влияние разнонаправленное. Дивидендные выплаты имеют двойственный сигнал, который предоставляет рынку информацию не только о будущих денежных потоках компании, но и об ее инвестиционных возможностях, мотивах инвестирования и распределения денежных потоков.

Таким образом, снижение дивидендных выплат или отказ от выплат может означать, что у компании нет средств, так и о том, что компания нашла инвестиционные возможности. Поэтому менеджеры могут использовать дивидендную политику с целью повышения стоимости компании.



Дивидендную политику принято рассматривать с позиции ее влияния на рыночную стоимость компании и благосостояние собственников. Рыночная стоимость компании подразумевает цену, по которой может быть продана компания на рынке [21]. Увеличение стоимости активов компании приносит акционерам основной доход. Поэтому есть мнение о том, что повышение благосостояния акционеров заключается не в росте доходов в виде дивидендов, а в росте рыночной цены акций.

В настоящее время возникла потребность в оценке стоимости компании и совершенствовании инструментов управления этой стоимостью, в теории менеджмента образовалось направление - концепция управления стоимостью компании.

Рассмотрим механизм формирования стоимости компании, который включает в себя распределение чистой прибыли. Совет директоров рекомендует распределение чистой прибыли, которое должно отвечать оптимальным пропорциям, направляемым на инвестирование и на выплату дивидендов. Данные рекомендации принимаются согласно утвержденной дивидендной политики компании. Поэтому разработка дивидендной политики должна в первую очередь строиться на том, чтобы распределение чистой прибыли приводило к увеличению стоимости компании.

Рассмотрим влияние дивидендной политики на справедливую стоимость компании. Рыночная стоимость компании не всегда отражает реальную цену компании, из-за многих факторов: экономических, политических и т.д.. Рыночная стоимость не имеет стабильного значения, поэтому существует фундаментальная теория о том, что любая рыночная цена будет стремиться к ее справедливой стоимости.

Справедливая стоимость фирмы это - внутренняя стоимость, которая представляет собой реальный экономический потенциал бизнеса [22]. Справедливая стоимость имеет устойчивое значение, она может существенно отличаться от рыночной цены в любую сторону, так как на рынке информация

асимметрична и ожидания инвесторов могут не совпадать с реальной картиной происходящего.

На справедливую стоимость компании влияет структура капитала, а на нее в свою очередь оказывает влияние дивидендная политика. Так как организация располагает широким набором источников финансирования, то перед менеджментом стоит задача сформировать такую структуру капитала, которая будет максимизировать стоимость компании.

Текущая стоимость компании рассчитывается как сумма дисконтированного чистого денежного потока, порождаемого вложенными средствами (формула 1). Теория структуры капитала изучает влияние на текущую стоимость компании, таких элементов как соотношение собственных и заемных средств компании.

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + WACC)^t}, \quad (1)$$

где  $PV$  – текущая стоимость компании;

$C_t$  – чистый денежный поток компании  $t$ -периода;

$WACC$  – средневзвешенная стоимость капитала;

$n$  – количество периодов.

Значение денежных потоков  $C_t$  определяется спросом на выпускаемую продукцию компании, эффектом операционного рычага и т. д. Стоимость капитала компании зависит от ее структуры, чтобы максимизировать рыночную стоимость компании, цена капитала ( $WACC$ ) должна стремиться к минимуму. Теория структуры капитала рассматривает это влияние.

Одним из первых ученых, который изучал структуру капитала, и стоимость источников финансирования был Дж. Уильямс (John Williams). Дж. Уильямс заложил основы фундаменталистского подхода, разграничив понятия рыночной цены и внутренней стоимости активов [23]. Помимо этого, ученый обосновал

концепцию дисконтированного денежного потока (DCF), а позже разработал модель оценки капитала, которая основана на дисконтировании выплачиваемых дивидендов (DDM – dividend discounting model):

$$V_e = \sum_{t=1}^T \frac{div_t}{(1 + r_e)^t}, \quad (2)$$

где  $V_e$  – теоретическая цена обыкновенных акций;

$T$  – временной горизонт оценки;

$div$  – выплаченные дивиденды по обыкновенным акциям;

$r_e$  – стоимость капитала по обыкновенным акциям.

На основе данных исследований в 1959 году была разработана модель Гордона, которая описывает стоимость акций на основе дисконтирования будущих дивидендов. Таким образом, чем больше выплаченных дивидендов у компании, тем больше ее стоимость. Данная модель имеет ряд ограничений: стабильный рост дивидендов; данную модель нельзя применять к компаниям, которые не выплачивают дивиденды или выплачивают маленькие дивиденды;  $r$  – требуемый доход не должен быть меньше  $g$  – темпа роста дивидендов.

$$V_t = \frac{D_1}{r - g}, \quad (3)$$

где  $V_t$  – теоретическая стоимость акции;

$D_1$  – ожидаемый дивиденд очередного периода;

$R$  – коэффициент дисконтирования;

$g$  – ожидаемый темп прироста дивидендов.

Первая теория о структуре капитала, которая называется традиционной, была разработана Давидом Дюран (David Durand). Дюран основывает свою работу на идеи, что стоимость капитала компании зависит от его структуры, следовательно, существует оптимальная структура капитала компании.

Оптимальная структура капитала достигается при правильном сочетании заемного и собственного капитала. Так как собственный капитал является дорогостоящим, а заемные средства более дешевым источником финансирования (т.к. является менее рискованным), то при формировании структуры капитала выгоднее использовать большую долю заемных средств. Однако, с увеличением доли заемных средств, увеличивается и цена заемного капитала, так как растет риск невозврата денежных средств и снижается финансовая устойчивость компании, также и собственники заинтересованы в более высоком доходе из-за риска, который они несут. Поэтому менеджмент компании должен поддерживать целевое соотношение между собственным и заемным капиталом.

В противовес традиционной теории существует теория Модильяни и Миллера (1958 г.), которая рассматривает влияние структуры капитала на стоимость компании. В модели заложены следующие предпосылки [24]:

- отсутствует налог на прибыль компании и подоходный налог на владельцев акций и облигаций;
- компания развивается стабильно и отсутствует рост прибыли, операционная прибыль *EBIT* постоянна;
- отсутствие издержек при покупке-продаже ценных бумаг и различий в процентных ставках (единые условия займа и инвестирования);
- заемный капитал дешевле, чем акционерный ( $kd < ks$ );
- чистая прибыль компании распределяется на дивиденды, а замена устаревшего оборудования осуществляется из амортизационных отчислений;
- модель действует только на совершенном рынке.

Модель Модильяни и Миллера доказывает, что стоимость компании не зависит от значения заемных средств, формула 4. Стоимость капитала *WACC* равна доходности активов и не зависит от соотношения заемных и собственных средств.

$$V = \frac{EBIT}{k_{S0}}, \quad (4)$$

где  $V$  – стоимость компании;

$EBIT$  – операционная прибыль компании;

$k_{S0}$  – требуемая доходность акционерного капитала.

В 1963 году Миллер и Модильяни разработали модель с учётом налогов на прибыль компании, она утверждает, что компания, которая использует заемные средства, рынком оценивается более высоко, чем без финансового рычага [24]. Это обусловлено тем, что издержки по процентам предполагают налоговые льготы, в связи с этим стоимость заемных средств будет ниже, чем больше доля заемных средств, тем ниже стоимость капитала. Таким образом, финансовый рычаг будет повышать рыночную оценку компании.

В 1976 году была представлена Модель Миллера с учетом налогов на прибыль компании и подоходного налога на доход акционеров. Модель утверждает, что при использовании подоходных налогов, отличающихся для владельцев собственного и заемного капитала, с ростом доли заемного капитала цена компании растет [24].

Основные выгоды заемного капитала заключаются в его низкой стоимости, создании налогового щита, повышении рентабельности собственного капитала. Увеличение доли заемных средств увеличивает вероятность финансовых затруднений, а при определенном уровне финансового рычага положительные факторы от заемных средств сводятся на нет. Поэтому одна из основных задач менеджмент управления стоимостью капитала для того, чтобы увеличить стоимость компании.

Структура капитала тесно связана с дивидендной политикой компании. Данная зависимость возникает в результате распределения чистой прибыли, которая может направляться на развитие производства и выплату дивидендов.

Из расчета справедливой стоимости компании следует, что компания – это актив, который генерирует будущие денежные потоки, чем больше эти потоки,

тем больше стоимость компании. Также на стоимость компании будет влиять ставка дисконтирования, чем меньше ставка, тем больше цена компании. За ставку дисконтирования принято брать средневзвешенную стоимость капитала. Таким образом, дивидендная политика компании не прямым образом, но косвенно влияет на стоимость компании.

Можно сделать вывод, дивидендная политика, неотъемлемая составляющая менеджмента компании, влияние дивидендной политики на стоимость компании доказано различными учеными. Однако, дивидендная политика в исследовании рассматривается с точки зрения ее влияния на справедливую стоимость компании, через денежные потоки и структуру капитала компании.

### **1.3 Показатели эффективности дивидендной политики**

Оценка эффективности деятельности фирмы с точки зрения текущих и потенциальных собственников имеет важнейшее значение. Рассмотрим основные показатели эффективности дивидендной политики.

Показатель балансовой стоимости собственного капитала определяют по формуле:

$$BV(E) = A - D, \tag{5}$$

где  $A$  – активы компании;

$D$  – обязательства компании.

Стабильный рост данного показателя, при условии, что он увеличивается за счет нераспределенной прибыли, говорит о повышении благосостояния фирмы.

Показатель балансовой стоимости одной акции определяют по формуле:

$$B = \frac{BV(E)}{NS} = \frac{E}{NS} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Количество акций}}, \quad (6)$$

Показатель показывает какая часть собственного капитала приходится на одну акцию компании. Данный показатель следует рассматривать в динамике, если он с течением времени снижается, это свидетельствует о сокращении собственного капитала или проблемах в бизнесе.

Совокупную рыночную стоимость всех акций компании, можно определить по формуле:

$$MV(E) = P \times NS, \quad (7)$$

где  $MV(E)$  – рыночная стоимость компании;

$P$  – рыночная цена одной акции;

$NS$  – количество акций.

Данный показатель называется капитализацией фирмы. Рост капитализации является важнейшей задачей менеджмента.

Текущая рыночная стоимость – это сумма рыночной стоимости собственного и заемного капитала предприятия, определяют по формуле:

$$MV = EV = MV(E) + MV(D), \quad (8)$$

где  $MV(D)$  – рыночная стоимость долга.

Данные показатели дополняются следующими коэффициентами эффективности дивидендной политики.

Показатель дохода на акцию – это отношение чистой прибыли за вычетом дивидендов по привилегированным акциям к общему или среднему числу обыкновенных акций в обращении, определяют по формуле [25]:

$$EPS = \frac{NP}{NS} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Количество акций}}, \quad (9)$$

Данный показатель показывает, сколько на одну акцию чистой прибыли заработала фирма. Чем больше данный показатель, тем больше отдача на вложенный капитал. Коэффициент принято рассматривать в динамике, темп роста EPS оказывает положительное влияние на рыночную стоимость акций.

Показатель «дивиденд на акцию» - это отношение объявленных дивидендов к общему или среднему количеству акций в обращении, определяют по формуле:

$$DPS = \frac{DIV}{NS} = \frac{\text{Сумма дивидендных выплат}}{\text{Количество акций}}, \quad (10)$$

Данный показатель отражает реальные выплаты собственникам.

Коэффициент «Цена/доход» – это отношение рыночной стоимости акции к доходу на акцию, определяют по формуле:

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Доход на акцию}}, \quad (11)$$

Данный показатель является измерителем инвестиционной привлекательности фирмы. Коэффициент показывает, сколько готовы платить инвесторы за единицу прибыли предприятия. Невысокие значения данного коэффициента свидетельствует о недооценённой компании, слишком высокие значения о переоцененности акций компании. Однако показатель P/E нельзя использовать если компания понесла убытки.

Коэффициент полной доходности акции – это отношение прибыли на акцию к ее рыночной стоимости, определяют по формуле:



$$EY = \frac{EPS}{P} = \frac{\text{Доход на акцию}}{\text{Рыночная стоимость акции}}, \quad (12)$$

Показатель EY показывает уровень доходности, который необходимо обеспечить для привлечения инвесторов. При снижении курса стоимости акций, будет расти данный показатель, таким образом, менеджменту придется обеспечить более высокую доходность инвесторам.

Коэффициент дивидендной доходности акции – это отношение дивиденда на акцию к ее рыночной стоимости [25], определяют по формуле:

$$DY = \frac{DPS}{P} = \frac{\text{Дивиденд на акцию}}{\text{Рыночная стоимость акции}}, \quad (13)$$

Показатель характеризует процент возврата на вложенный капитал в акции компании.

Коэффициент «рыночная/балансовая стоимость акции» - это отношение рыночной стоимости акции к балансовой [26], определяют по формуле:

$$\frac{M}{B} = \frac{PP}{BV(E)/NSB} = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}}, \quad (14)$$

Данный коэффициент показывает, насколько стоимость акции компании отличается от ее балансовой стоимости, а также насколько акции компании недооценены или переоценены [27].

Коэффициент реинвестирования – это отношение реинвестированной или капитализированной прибыли к чистой прибыли за вычетом дивидендов по привилегированным акциям, определяют по формуле:

$$RR = \frac{RE}{NP - DIV_{PS}} = \frac{RE}{EAC}, \quad (15)$$

где  $RE$  – реинвестированная прибыль;

$EAC$  – прибыль доступная акционерам обыкновенных акций.

Данный показатель показывает, какую долю чистой прибыли направляют на развитие фирмы. Максимально возможное значение коэффициент 1, минимальное 0. В первом случае вся прибыль идет на развитие фирмы, а собственники ничего не получают и наоборот. Высокие значения показателя говорят о стремление расширить бизнес за счет собственных источников [27].

Коэффициент дивидендных выплат- это отношение суммы дивидендных выплат к чистой прибыли за минусом дивидендов по привилегированным акциям, определяют по формуле:

$$PR = \frac{DIV}{NP - DIV_{PS}} = \frac{DIV}{EAC} = \frac{\text{Дивидендные выплаты}}{\text{Чистая прибыль}}, \quad (16)$$

Данный показатель показывает долю чистой прибыли, которая направляется на выплату собственникам. Максимальное значение данного показателя равно 1, минимальное 0. Таким образом, высокое значение показателя означает что, вся чистая прибыль компании направляется на выплату дивидендов.

Коэффициент  $EV/S$  рассчитывает по формуле:

$$\frac{EV}{S} = \frac{EV}{S} = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Выручка}}, \quad (17)$$

Данный коэффициент показывает недооценённые компании (значение коэффициента небольшое) и переоцененные (значение коэффициента большое). Показатель  $EV/S$  можно использовать если компания в отчетном периоде получила убыток, а также коэффициент устойчив к манипулированию со стороны менеджмента компании. Недостатком данного коэффициента является, то что показатель не показывает эффективность бизнеса, так как разные

компании превращают в разный финансовый результат один и тот же объем выручки. Показатель различных компаний одной отрасли можно сравнивать между собой.

Коэффициент  $EV / EBITDA$  рассчитывается по формуле:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Операционная прибыль}}, \quad (18)$$

Показатель  $EV / EBITDA$  используется в сравнительном анализе при оценке стоимости компании (недооценка или переоценка компании). Чем меньше данный показатель, тем больше отдачи инвестор получит на вложенный капитал. По данному коэффициенту можно сравнивать различные компании, различных отраслей и стран. Недостатком данного показателя является его сложность расчета.

Показатель  $TSR$  - совокупное благосостояние акционеров (Total Shareholder Return) - показатель, который определяет в процентах доход от дивидендов, полученных собственниками, и от изменения цены акций компании в течение определенного периода времени. Показатель совокупная акционерная стоимость (TSV - Total Shareholder Value) показывает тоже самое что и показатель  $TSR$ , только она выражается в денежных единицах [28]. Формула расчета показателя  $TSR$  (совокупная акционерная доходность):

$$TSR = \frac{(Price_1 - Price_0) + Dividends}{Price_0}, \quad (19)$$

где  $Price_1$  – цена акции компании на конец периода;

$Price_0$  – цена акции компании на начало периода;

$Dividends$  – выплаченные дивиденды в течение всего периода.

Данный показатель  $TSR$  в основном сосредоточивается на изменении цен акций компании. Показатель можно сопоставлять с различными компаниями из

разных отраслей. *TSR* используют как отчетный показатель перед акционерами, он малопригоден для управления стоимостью компании. Недостатком данного показателя является, возможность его завышения, так как рыночная цена компании меняется ежеминутно, то менеджмент может искусственно взвинтить цену акций компании на отчетную дату.

Таким образом, основным показателем, который характеризует эффективность дивидендной политики является показатель *P/E*. Для оценки совокупного благосостояния акционеров лучше использовать показатель *TSR*, он оценивает не только дивидендные выплаты, но и прирост капитала. Помимо показателей существует методика оценки эффективности дивидендной политики.

Оценка эффективности дивидендной политики проводится в несколько этапов [29]. Первый этап предполагает анализ структуры распределения чистой прибыли компании, рассчитывается коэффициент дивидендных выплат и внутренние темпы роста, на основе полученных результатов делается вывод о типе дивидендной политики.

На втором этапе проводится расчет следующих коэффициентов: коэффициент соотношения цены и дохода по акции, коэффициент реинвестирования, которые показывают эффективность дивидендной политики проводимой компанией.

На третьем этапе с помощью формулы Гордона определяется оптимальный размер дивидендных выплат, в случае необходимости проводится корректировка дивидендной политики компании.

Чтобы получить оптимальный размер дивидендов нужно рассчитать наилучшее соотношение между нормой распределения прибыли и внутренними темпами роста, используя формулу:

$$ВТР = P_{ск} \times (1 - НР), \quad (20)$$

где ВТР – внутренний темп роста собственных средств компании;

РСК – рентабельность собственного капитала;

НР – норма распределения прибыли.

Для определения оптимального размера дивидендных выплат, следует оценить влияние дивидендов на цену компании и его финансовое состояние. Для этого применяем формулу Гордона:

$$V_t = \frac{D_1 \times (1 + g)}{r - g}, \quad (21)$$

где  $V_t$  – стоимость акции;

$D_1$  – дивиденд определенного периода;

$R$  – коэффициент дисконтирования;

$G$  – темп прироста дивидендов.

Таким образом, с помощью данной методики и представленных показателей можно оценить эффективность дивидендной политики компании, а также определить оптимальный размер дивидендных выплат.

## **2 Методические подходы к оценке рыночной стоимости компании**

### **2.1 Доходный подход к оценке стоимости компании**

Цель существования компании заключается в увеличении ее капитализации. Для того чтобы проанализировать влияние дивидендной политики на стоимость компании, следует оценить стоимость компании до изменения дивидендной политики и после ее изменения. Для этого рассмотрим оценку стоимости компании.

Любая компания имеет внутреннюю фундаментальную стоимость, которая объективно отражает результаты ее функционирования. Внутренняя стоимость компании более устойчива в отличие от рыночной.

Для расчета стоимости компании, при оценке влияния дивидендной политики, существует два метода на основе рыночных цен и на основе оценки всей стоимости компании. В теории разработаны три подхода к оценке всей стоимости компании: сравнительный, доходный и затратный [31]. В третьей главе расчет стоимости компании будет производиться на основе доходного подхода. Так как сравнительный подход основан на уже совершенных сделках на рынке, а рыночная цена компании не всегда соответствует внутренней стоимости, то данный подход может дать ошибочную стоимость компании. Затратный подход предназначен для расчета стоимости компании в случае ее ликвидации, или воспроизводства такого же предприятия, он не учитывает перспективы развития или уровень прибыли компании.

Рассмотрим оценку всей стоимости компании на основе доходного подхода, так как с помощью него можно оценить влияние дивидендной политики на стоимость компании, а также оценить действующее предприятие, которое может приносить доход в будущем.

Доходный подход – это совокупность методов оценки стоимости компании, основанных на определении ожидаемых будущих доходов от использования объекта оценки [32].

Основным фактором при оценке доходным подходом стоимости компании является ее доход и ставка дисконтирования. Чем выше доход компании, тем выше ее стоимость на рынке. Поэтому при оценке компании «Норильский никель» нужно учитывать срок получения данного дохода и риски, связанные с его получением. Таким образом при доходном подходе стоимость компании будет рассматриваться не как стоимость его имущества, а как деятельность, которая способна приносить доход.

В качестве базы при оценке стоимости компании доходным подходом будут использоваться плановые будущие доходы, поэтому расчет будет учитывать концепцию изменения стоимости денег во времени. Концепция стоимости денег во времени была сформулирована Мартином де Аспилькуэта и является одним из основных принципов в финансовой теории [33].

Рассмотрим основные преимущества и недостатки доходного подхода к оценке стоимости компании в таблице 2.

Таблица 2 – Преимущества и недостатки доходного подхода к оценке стоимости компании [34]

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> <li>- подход учитывает основную цель существования компании (получение прибыли) и интересы собственников и будущих инвесторов;</li> <li>- показывает возможности развития компании, ее будущие ожидания;</li> <li>- подход способен учитывать экономическое устаревание объектов;</li> <li>- учитывает уровень риска, инфляцию с помощью ставки дисконтирования;</li> <li>- полученный результат позволяет менеджменту компании выявить проблемы, которые тормозят развитие бизнеса;</li> <li>- доходный подход способствует принятию решений, направленных на увеличение дохода компании.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- расчет стоимости компании на основе доходного подхода является трудоемким процессом;</li> <li>- информация при прогнозировании будущих доходов может иметь субъективную точку зрения;</li> <li>- на данные прогноза сильно влияет внешняя экономическая среда;</li> <li>- в расчетах большую долю занимают вероятности и условности, так как возможно установление различных предположений и ограничений;</li> <li>- существуют различные факторы риска, которые могут повлиять на прогнозируемый доход компании;</li> <li>- при использовании для расчетов отчетность компании, может оказаться преднамеренно недостоверной;</li> <li>- доходный подход при оценке стоимости компании не учитывает стоимость имущества компании;</li> <li>- представляет сложность учета непрофильных и избыточных активов;</li> <li>- не учитывает конъюнктуру спроса и предложения.</li> </ul>

Главная причина применения доходного подхода для расчета стоимости компании в третьей главе заключается в том, что с помощью доходного подхода можно оценить влияние дивидендной политики, а также оцениваемую компанию не планируется ликвидировать, а наоборот планируется получать от ее деятельности доход.

Доходный подход рассматривает компанию как функционирующий бизнес, который состоит из элементов:

- сбыт и закупочная линия компании (реализация произведенной продукции, поставщики необходимых материалов и ресурсов и т.д.);
- технологии производства компании (патенты и лицензии);
- имущественный комплекс, который необходим для реализации своей деятельности;
- высококвалифицированный персонал.

Сложность применения доходного подхода заключается в процессе преобразования величины дохода компании в ее стоимость. В рамках доходного подхода существует два метода [35]. Основные методы доходного подхода представлены на рисунке 1.

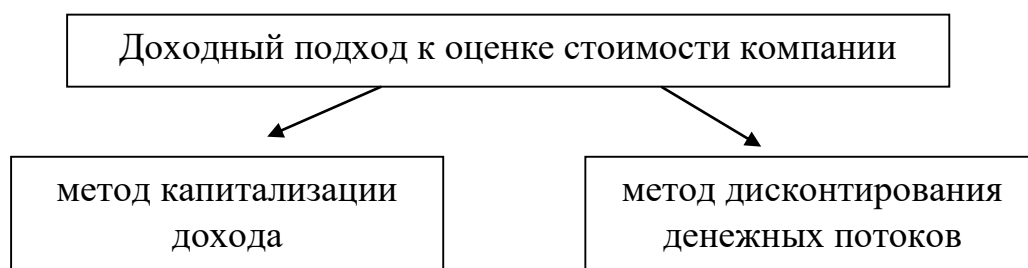


Рисунок 1 – Методы доходного подхода

Метод капитализации и дисконтирования денежных потоков объединяет использование в них прогнозного дохода компании будущих периодов и приведение их к текущей стоимости. Данные методы отличаются друг от друга по способу трансформации: дисконтирование или капитализация. Метод



капитализации и дисконтирования денежных потоков будет применяться для расчета стоимости компании в третьей главе.

Ключевыми факторами стоимости при оценке компании доходным подходом будут являться: перспективы развития компании; уровень доходов; структура капитала, на которую влияет дивидендная политика компании; степень риска; длительность прогнозного периода.

Длительность прогнозного периода рассматривается как:

- срок, на который инвесторы планируют «войти» в бизнес;
- срок, который позволит спрогнозировать более точно показатели деятельности компании;
- срок, в течении которого компания будет генерировать постоянные денежные потоки или денежные потоки с устойчивым темпом изменения.

В прогножном периоде денежные потоки могут быть спрогнозированы по годам, кварталам или ежемесячно. Горизонт прогнозирования показателей компании обычно составляет 5- 10 лет. В расчете стоимости компании в третьей главе денежные потоки будут спрогнозированы по годам на 3 года. Прежде чем начать расчет стоимости компании, следует выбрать какой денежный поток будет использоваться: для инвестированного капитала или для собственного капитала.

Рассмотрим подробно понятие денежного потока. Денежный поток – это реальное движение денежных средств компании, как наличных, так и размещённых на счетах. Свободный денежный поток – это сумма денежных средств, которая остается в распоряжении инвесторов и собственников компании после вычета капитальных вложений, и всех налогов [15].

Классификацию денежных потоков привел А. Дамодаран. Дамодаран выделил два типа свободных денежных потоков:

- FCFF (free cash flow to firm) денежный поток компании, который принадлежит всем собственникам инвестированного капитала (заемного и собственного);

- FCFE (free cash flow to equity) денежный поток собственного капитала компании, который принадлежит только акционерам.

Основное отличие денежного потока для собственного капитала и для инвестированного заключается в том, что денежный поток для всего инвестированного капитала рассматривается как собственные средства, которые инвестированы в компанию (собственный и заемный капитал). Поэтому выплату процентов за заемный капитал не рассматривают как отвлечение денежных средств и не учитывают в денежном потоке.

Денежный поток для собственного капитала – это средства, которые остаются у собственников компании, поэтому в денежном потоке учитывается выплата процентов.

Компания может функционировать как за счет собственных средств, так и за счет пропорции заемного и собственного капитала. Для оценки стоимости компании или только его собственного капитала следует использовать соответствующий денежный поток FCFE или FCFE. Выбор расчета FCFE или FCFE обусловлен особенностями компании и целью оценки.

Если проводить дисконтирование денежного потока для собственного капитала, то получим стоимость акционерного капитала компании. Дисконтирование денежного потока для инвестированного капитала покажет стоимость всего капитала компании, включая заемные средства. Для расчета стоимости компании в третьей главе будет использоваться свободный денежный поток для всего инвестированного капитала, для того чтобы оценить влияние дивидендной политики на стоимость всей компании, а также рассматриваемая компания «Норильский никель» функционирует за счет собственных и заемных средств.

Рассмотрим формулы расчета свободного денежного потока.

$$FCFF = EBIT * (1 - T^*) + DA, \quad (22)$$

где  $FCFF$  – свободный денежный поток для инвестированного капитала;

*EBIT* – прибыль до вычета процентов и налога на прибыль;

$T^*$  – эффективная ставка налога на прибыль;

*DA* – амортизация.

Эффективная ставка налога на прибыль ( $T^*$ ) – это отношение фактически выплаченных денежных средств в виде налога на прибыль к *EBIT*:

$$T^* = \frac{Tax}{EBIT}, \quad (23)$$

где *Tax* – сумма выплаченных средств в виде налога на прибыль;

*EBIT* – прибыль до выплаты процентов и налога на прибыль.

Для расчета стоимости собственного капитала, необходимо из стоимости инвестированного капитала вычесть заемные средства компании. Стоимость акционерного капитала можно получить по формуле 24.

$$Equity\ value = EV - (Debt - Cash), \quad (24)$$

где *Equity value* – стоимость акционерного капитала;

*EV* – стоимость компании;

*Debt* – долги компании;

*Cash* – денежные средства, их эквиваленты и краткосрочные инвестиции.

Расчет стоимости компании на основе дисконтирования инвестированного денежного потока производится по формуле:

$$Enterprise\ Value = \frac{FCFF_1}{(1 + R)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + R)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1 + R)^n}, \quad (25)$$

где *R* – ставка дисконтирования;

*n* – количество периодов.

Так как стоимость компании «Норильский никель» будет рассчитываться на основе инвестированного денежного потока, то для его дисконтирования будем применять средневзвешенную стоимость капитала компании. Одним из факторов влияния на значение средневзвешенной стоимости капитала является дивидендная политика, в случае изменения дивидендной политики изменится ставка дисконтирования, которая изменит стоимость всей компании. Теоретически если увеличить долю собственных средств компании, то ставка дисконтирования вырастет (как правило стоимость собственных средств выше) и уменьшит стоимость компании, и наоборот. Формула расчета средневзвешенной стоимости капитала:

$$WACC = w_s \times k_s + w_d \times k_D \times (1 - T), \quad (26)$$

где  $w_s$  – стоимость собственного капитала;

$w_d$  – стоимость заемных средств;

$k_s$  – доля собственного капитала;

$k_D$  – доля заемного капитала;

$T$  – ставка налога на прибыль.

Учет ставки налога на прибыль в средневзвешенной стоимости капитала нужен для того, чтобы учесть эффект налогового щита, так как проценты, которые уплачиваются за заемные средства уменьшают налогооблагаемую прибыль.

Таким образом, основная идея доходного подхода в оценке стоимости компании заключается в том, что при перепродаже компании, она будет продолжать функционировать и приносить доход новым владельцам. При выборе подхода к оценке стоимости компании главной целью было выбрать подход, с помощью которого можно оценить влияние дивидендной политики на стоимость компании. Поэтому в расчетах третьей главы будет использоваться доходный подход к оценке стоимости компании «Норильский никель».

## 2.2. Оценка стоимости компании методом капитализации

Рассмотрим один из методов доходного подхода к оценке стоимости компании. Метод капитализации – это способ оценки стоимости компании на основе приведения её будущих доходов к единой стоимости [36]. Основная идея метода капитализации заключается в определении значения дохода компании и соответствующей ставки капитализации, на основе данных рассчитывается стоимость компании. Идея метода капитализации используется в формуле дисконтирования денежных потоков в случае постоянного темпа роста денежных потоков в бесконечным временном периоде. Данный метод будет применяться для расчета стоимости компании в третьей главе.

Основные условия применения метода капитализации для оценки стоимости компании:

- компания находится в устойчивом развитии;
- компания имеет положительный доход;
- компания имеет равномерное изменение в будущем денежных потоков;
- темпы роста дохода компании небольшие и предсказуемы;
- для применения экспресс-оценки, так как не требует высокой достоверности расчетов;
- в случае отсутствия необходимой информации для составления прогноза денежного потока компании.

Достоинством метода капитализации при определении стоимости компании является простота проведения расчета, также он отражает доходность бизнеса и позволяет учесть риски компании. Данный метод не применяется для быстрорастущих компаний.

Рассмотрим этапы анализа влияния дивидендной политики на стоимость компании, которая будет рассчитана методом капитализации:

- выбор и расчет денежного потока;
- расчет коэффициента капитализации с учетом рисков;
- расчет стоимости компании;

- изменение дивидендной политики компании;
- расчет стоимости компании после изменения структуры капитала.

При расчете стоимости компании методом капитализации следует решить ряд проблем: как определить коэффициент капитализации, как рассчитать денежный поток компании.

В данном методе могут использоваться денежные потоки прошлых периодов или прогнозные денежные потоки будущих периодов. При расчете стоимости компании в третьей главе будем производить два расчета на основе прогнозного денежного потока (первый прогнозный год) и на основе ретроспективных данных денежного потока компании. При расчете ретроспективного денежного потока компании будем использовать среднее значение денежного потока за последние 3 года.

Выбор вида данных дохода зависит от целей оценки компании и того, какая финансовая отчетность имеется. Для расчета стоимости компании в третьей главе методом капитализации будем использовать денежный поток для инвестированного капитала. Однако в расчете стоимости компании можно брать различные данные.

В случае оценки стоимости акционерных обществ в качестве базы для капитализации могут использовать дивидендные выплаты. Однако не все акционерные общества платят дивиденды, а также не вся чистая прибыль общества идет на выплату дивидендов. Поэтому при использовании дивидендных выплат в качестве базы для капитализации, стоимость компании будет ниже, чем при использовании чистого дохода компании. Однако данный метод предпочитают акционеры, которые не обладают контрольным пакетом акций, и для них на первом месте стоит выплата дивидендов. И наоборот, акционеры, которые обладают контрольным пакетом акций предпочитают использовать для расчета стоимости компании капитализацию чистого дохода.

Сложность в методе представляет расчет ставки капитализации, которая зависит от темпа роста денежного потока компании.

В случае стабильного темпа роста денежного потока компании, которые легко прогнозируются, будет выбрана низкая ставка капитализации, которая увеличит стоимость компании. В случае если темп роста денежного потока компании имеет неустойчивый характер, и есть определенный риск в получении будущих доходов ставка капитализации будет установлена на высоком уровне, тем самым уменьшится стоимость компании.

Стоимость компании методом капитализации денежного потока будем рассчитывать по формуле:

$$PV = \frac{CF}{R_k}, \quad (27)$$

где  $PV$  – стоимость компании;

$CF$  – денежный поток компании для инвестированного капитала за отчетный период;

$R_k$  – коэффициент капитализации.

Коэффициент капитализации способствует преобразованию годовой прибыли компании в его стоимость. Коэффициент капитализации – это ставка, которую применяют для приведения денежного потока к единой стоимости.

Расчет коэффициента капитализации может отличаться, в зависимости от того какие данные будут использоваться для оценки стоимости компании: ретроспективные или прогнозные (таблица 3). Так как расчет стоимости компании «Норильский никель» будет производиться на основе двух видов данных, то рассмотрим подробно расчет ставки капитализации для каждого вида данных.

Таблицы 3 – Виды данных и направления их применения [37]

Вид данных	Направление применения
Ретроспективные данные	- данные применяются для оценки стоимости компаний, которые имеют финансовую отчетность за несколько последних лет; - для расчета стоимости используют исторические значения дохода компании за последние 3- 7 лет;

### Окончание таблицы 3

	- данные усредняются за определенный период и корректируются с учетом инфляции на текущий момент.
Прогнозные данные	- применяют для оценки будущей стоимости компании; - для прогноза будущего дохода компании используют ретроспективные данные; - период прогноза составляет 1- 3 года.
Комбинированные данные (ретроспективных и прогнозных данных)	- для оценки стоимости компании могут использоваться как ретроспективные данные, так и прогнозные.

Один из методов определения коэффициента капитализации – расчетный метод. Рассмотрим формулу расчета коэффициента капитализации для прогнозных данных:

$$R = r - g, \quad (28)$$

где  $R$  – ставка капитализации;

$r$  – ставка дисконтирования;

$g$  – средние темпы прироста денежного потока компании (на основе прогнозируемых данных).

Формула расчета коэффициента капитализации для ретроспективных данных:

$$R = \frac{r - g}{1 + g}, \quad (29)$$

где  $R$  – ставка капитализации;

$r$  – ставка дисконтирования;

$g$  – средние темпы прироста доходов компании (на основе ретроспективных данных).

Для того чтобы рассчитать ставку капитализации определим ставку дисконтирования. Основные отличия ставки капитализации от ставки дисконтирования заключаются в том, что ставка дисконтирования отражает



норму доходности от вложенных средств, коэффициент капитализации – это норма доходности с учетом темпов роста доходов компании.

При расчете стоимости компании используем в качестве ставки дисконтирования средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Так как расчет стоимости компании на основе метода капитализации будем проводить на основе двух видов данных то, рассчитаем для каждого года свою ставку дисконтирования (WACC), для ретроспективных данных возьмем её среднее значение за три года.

Для расчета WACC для начала определим требуемую доходность на акционерный капитал по модели CAPM:

$$r_i = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \quad (30)$$

где  $r_i$  – ожидаемая доходность акций компании;

$r_f$  – доходность по безрисковому активу;

$r_m$  – среднерыночная доходность;

$\beta$  – бета – коэффициент или коэффициент Шарпа, который отражает чувствительность изменения стоимости активов в зависимости от доходности рынка.

Рассмотрим методику расчета каждого элемента модели CAPM, которую будем использовать в расчетах третьей главы.

Для расчета безрисковой ставки будем использовать доходности по рынку ОФЗ (облигации федерального займа) сроком обращения до трех лет. Безрисковая ставка для каждого года рассчитывается как медианное значение ряда доходностей.

Коэффициент  $\beta$  – рассчитывается как отношение ковариации доходности актива и рынка к дисперсии доходности рынка. Однако чаще всего коэффициент  $\beta$  рассчитывается регрессионным методом на основании исторических данных при оценке следующей модели:

$$r_i - r_f = \alpha + \beta \times (r_m - r_f) + \varepsilon, \quad (31)$$

где  $r_i$  – вектор доходностей  $i$ -го актива;

$r_f$  – безрисковая ставка;

$r_m$  – рыночная доходность;

$\beta$  – коэффициент-бета;

$\alpha$  – вектор свободных членов регрессионной модели;

$\varepsilon$  – вектор ошибок регрессионной модели.

Так как расчет бета-коэффициента очень трудоемкий процесс, то в расчетах третьей главы будем использовать отраслевые значения коэффициента  $\beta$  опубликованные на сайте А. Дамодарана [38]. Так как внутри отрасли функционируют различные компании, то прежде чем использовать бета-коэффициент в расчетах следует его скорректировать на значение финансового рычага. Для определения рычагового  $\beta$  – коэффициента используем формулу Хамады [39]:

$$\beta_i = \beta_{ul} \left[ 1 + (1 - T^1) \times \frac{D}{E} \right], \quad (32)$$

где  $\beta_i$  – рыночный риск компании;

$\beta_{ul}$  – производственный риск компании;

$T$  – ставка налога на прибыль;

$D/E$  – финансовый рычаг, или отношение рыночной стоимости заемного капитала к рыночной стоимости собственного капитала.

Если  $\beta < 0$  – это говорит о том, что доходность акции имеет разнонаправленное движение с доходностью рыночного портфеля.

Если  $\beta = 0$  означает, что связь между доходностью акции и доходностью рыночного портфеля отсутствует.

Если  $0 < \beta < 1$  означает, что доходность акции менее чувствительна к систематическому риску.

Если  $\beta = 1$  – риски рыночного портфеля и акции равны.

Если  $\beta > 1$  означает что, доходность акции чувствительна к систематическому риску.

Рассмотрим рыночную премию за риск. MRP – это дополнительная премия за риск к безрисковой ставке, которую требуют инвесторы при вложении своих активов в акции компании. Дополнительная премия за риск в течение определенного периода меняется, так как MRP отражает ожидания акционеров относительно будущего развития компании. Поэтому премия за риск в большей степени является прогнозным показателем, а не расчетным. На показатель MRP влияют макрофакторы: долгосрочность инвестирования, тип ценных бумаг, информация о компании, стратегия развития компании и т.д.

Прогнозный показатель MRP обычно отражает не только финансовое состояние компании, перспективы ее развития и т.д., но и опыт аналитиков, которые занимаются непосредственно расчетом показателя MRP. Поэтому нет единственного верного значения показателя MRP. Значения показателя MRP приведены по годам в таблице 4. Данную информацию будем использовать для расчетов в третьей главе.

Таблица 4 – Значения рыночной премии за риск в РФ [40]

Показатель	2017	2018	2019	2020
MRP	6,8	8,7	9,1	10,2

Для оценки стоимости акционерного капитала используем модель Local CAPM, которая предполагает оценку премии за рыночный риск на основе исторических данных. После расчета требуемой доходности на акционерный капитал, определим средневзвешенную стоимость капитала компании по формуле (26).

Для окончательного расчета коэффициента капитализации определим средние темпы прироста денежного потока компании. Для ретроспективных данных посчитаем для каждого года темп прироста денежного потока компании. Для прогнозных данных возьмем среднее значение темпа прироста за три года.

После определения значений денежного потока и коэффициента капитализации рассчитаем стоимость компании. После получения базовой стоимости компании, изменим дивидендную политику и рассмотрим, как изменится стоимость компании по сравнению с ее базовой стоимостью.

Для этого увеличим дивидендные выплаты собственникам и рассмотрим, как изменится соотношение собственных и заемных средств, с условием, что общая сумма капитала не изменится, а поменяется только пропорция заемного и собственного капитала.

После изменения структуры капитала на основе ретроспективных данных посчитаем стоимость компании с условием, что денежный поток компании не изменится, изменение произойдет только в ставке дисконтирования. То же самое сделаем для расчета компании на основе прогнозных данных, с ограничением, что компания в будущем будет придерживаться своей установленной целевой структуры капитала согласно ретроспективным данным. Сравним полученную стоимость компании после изменения дивидендной политики с базовой стоимостью компании.

Таким образом, метод капитализации в оценке стоимости компании обычно используют для зрелых компаний, чьи темпы роста уже незначительны, также данный метод прост в применении. Так как дивидендная политика влияет на структуру капитала компании, то при ее изменении изменится средневзвешенная стоимость капитала, а это в свою очередь изменит стоимость компании.

### **2.3 Оценка стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков**

Для анализа влияния дивидендной политики на стоимость компании, рассмотрим расчет стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков. В основном на практике для оценки стоимости компании на основе доходного подхода используют метод дисконтирования денежных потоков,

который разделяет будущую деятельность компании на два периода: прогнозный и постпрогнозный [41].

Метод дисконтирования денежных потоков применяется в следующих случаях:

- доход компании будущих периодов можно достоверно предсказать;
- доходы компании в прогнозном периоде имеют положительное значение;
- компания существует длительное время;
- компания является объектом приобретения;
- цель оценки заключается в управлении компанией через стоимость.

Рассмотрим этапы анализа влияния дивидендной политики на стоимость компании, которая будет рассчитана методом дисконтирования денежных потоков:

- выбор длительности прогнозного периода;
- составление прогнозного денежного потока в течение прогнозного периода;
- расчет ставки дисконтирования;
- расчет терминальной стоимости компании;
- расчет стоимости всей компании (суммирование дисконтированных денежных потоков прогнозного периода и дисконтированной терминальной стоимости компании);
- изменение дивидендной политики компании;
- расчет стоимости компании после изменения дивидендной политики.

Для расчета стоимости компании доходным подходом обычно используют метод дисконтирования денежных потоков, двухпериодную модель DCF:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)^1} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + TCF = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + TCF, \quad (33)$$

где  $FCFF$  – свободный денежный поток компании;

$WACC$  – ставка дисконтирования;

$TCF$  – дисконтированная стоимость компании в постпрогнозном периоде.

Двухпериодная DCF-модель предполагает, что первый период является прогнозным значением свободного денежного потока, для прогноза в расчете стоимости компании будем использовать временной интервал равный 3 годам. Для дисконтирования прогнозного значения свободного денежного потока применим единую ставку дисконтирования.

Второй период является постпрогнозным, он предполагает, что компания выходит на устойчивые темпы роста, которые принято сопоставлять с темпами роста экономики.

Для расчета терминальной стоимости компании будем использовать модель Гордона, формула стоимости компании примет следующий вид:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{1}{(1 + WACC)^n} \times \frac{FCFF_n \times (1 + g)}{WACC - g}, \quad (34)$$

где  $V_0$  – стоимость компании;

$FCFF_i$  – свободный денежный поток компании в  $i$ -том периоде;

$FCFF_n$  – свободный денежный поток компании в крайнем периоде;

$WACC$  – ставка дисконтирования;

$g$  – темпы прироста денежного потока в постпрогнозном периоде;

$n$  – количество периодов.

В третьей главе для расчета стоимости компании будет использоваться денежный поток для всего инвестированного капитала (формула 22). Перейдем к прогнозированию денежных потоков компании. На практике существует два способа определения будущих денежных потоков компании.

Первый способ является стандартным, он основан на предположении, что компания в будущем имеет стабильное и устойчивое развитие. Рассматривается свободный денежный поток за предыдущий период времени, дальше

полученный денежный поток корректируется на прогнозный коэффициент роста компании.

Второй способ прогноза денежного потока компании является более трудоемким, он предполагает прогнозирование всех финансовых показателей, которые входят в состав расчета свободного денежного потока.

Для расчета необходимых прогнозных финансовых показателей анализируется деятельность организации, ее стратегия развития, отрасль, окружающая среда компании, экономика и т.д. Помимо трудоемких расчетов требуется доступ к необходимой информации, также качество прогноза будет зависеть от команды аналитиков. Формула расчета прогнозного свободного денежного потока компании аналогична формуле для вычисления фактических значений FCFF.

В третьей главе прогнозный денежный поток компании будет получен через Excel по тренду, с условием что компания будет развиваться прежними темпами и в будущем не предвидится никаких аномальных событий. Выбор данного способа прогноза обусловлен ограниченностью доступной информации.

Для того чтобы учесть риски компании используем для расчетов ставку дисконтирования WACC – средневзвешенную стоимость капитала, которая определяется по формуле (26).

Рассмотрим расчет каждого элемента WACC подробно. Для оценки стоимости собственного капитала принято использовать модель Capital Asset Pricing Model – CAPM. Подробный расчет приведен в пункте 2.2.

Рассмотрим подробно расчет стоимости заемного капитала. В теории существуют различные методики оценки стоимости заемного капитала. Один из методов оценки стоимости заемного капитала базируется на доходности к погашению облигаций, только если облигации торгуются на открытом фондовом рынке. Так как в течение года доходность к погашению облигаций изменяется, то следует применять её медианное значение, которое будет рассчитано по каждому календарному году. На практике данный способ не всегда актуален, так

как не все компании и не на постоянной основе выпускают облигации, однако все равно имеют заемные средства.

Второй и основной формой привлечения долгосрочных заемных средств является кредитование компании. Для оценки стоимости заемного капитала используют финансовую отчетность компании, которая не всегда отражает истинную картину структуры финансирования. Поэтому также принято использовать кредитную историю или кредитные рейтинги компаний для оценки стоимости заемных средств.

С каждым значением рейтинга соотносится соответствующая премия к бенчмарку, в качестве которого может выступать ставка доходности по безрисковым инструментам или ставка LIBOR. Ставка LIBOR – это средневзвешенная процентная ставка по кредитам на Лондонском межбанковском валютном рынке [42]. Таким образом, это средняя процентная ставка, по которой крупные банки лондонской биржи кредитуют друг друга.

Кредитные рейтинги компаниям присваиваются различными независимыми агентствами: Standard & Poor's, Moody's, Fitch. Не все компании имеют свой рейтинг, помимо этого данные рейтингов разных агентств могут различаться. Если для оцениваемой компании нет кредитного рейтинга, который присвоили агентства, тогда рейтинг для этой компании присваивается самостоятельно оценщиком. Различные данные о рейтингах опубликованы на сайте Cbonds [43].

В расчетах третьей главы стоимость заемных средств будет рассчитана как средневзвешенная стоимость всех используемых заемных средств.

Если заемный капитал представлен в иностранной валюте, то возникает необходимость пересчета долларовых ставок процента и доходности в национальную валюту. Взаимосвязь долларовых и рублевых ставок процента показывает формула Фишера.

Рассмотрим формулу для пересчета процентных ставок из иностранной валюты в национальную:



$$r_{rur} = (1 + r_{us}) \times \frac{1 + i_{rur}}{1 + i_{us}} - 1, \quad (35)$$

где  $r_{rur}$  – ставка процента, для перевода в национальную валюту;

$r_{us}$  – ставка процента, в иностранной валюте;

$i_{rur}$  – инфляция в национальной экономике;

$i_{us}$  – инфляция в иностранной экономике.

В оценке стоимости заемного капитала заложены следующие принципы:

- сперва определяются периоды в которых были использованы заемные денежные средства на основании финансовой отчетности;
- следует определить какие средства привлечены (кредит или облигационный заем);
- в случае привлечения облигационного займа, рассчитать стоимость заемных средств;
- при выкупе облигационного займа или низкой ликвидности обращения облигаций следует использовать метод расчета на основе рейтингов;
- в случае использования заемных средств в виде кредита, для начала проводится анализ структуры займа, а затем рассчитывается средневзвешенная ставка процента по используемому займу;
- если нет данных о кредитных займах, то используют данные на основе рейтингов.

Рассмотрим подробно как рассчитывать веса элементов капитала. В настоящий момент известны два подхода расчета весов собственного и заемного капитала. Один из подходов основан на рыночной оценке капитала компании, в его случае для начала оценивают собственный капитал через рыночную капитализацию компании, а заемный капитал оценивается как стоимость всех использующихся платных источников финансирования. Второй подход основан на значениях долей капитала согласно балансовых статей.

Подход основанный на рыночной оценке капитала более точен, однако трудоемок процесс оценки. Также при оценки рыночной капитализации

возникает риск получения неточных данных, так как рынок может переоценить компанию или недооценить ее.

Второй подход является простым и быстрым для расчета, однако данные полученные на его основе не всегда точные, но несмотря на это данный подход пользуется популярностью среди аналитиков. На практике данные подходы комбинируют, то есть стоимость акционерного капитала можно оценивать, как рыночную капитализацию компании, а стоимость заемных средств по балансу и наоборот. Для оценки стоимости компании в третьей главе будем рассчитывать веса на основе баланса.

После расчета всех составляющих элементов средневзвешенной стоимости капитала переходим к самому расчету WACC. После чего находим стоимость компании в прогнозном периоде.

Когда прогнозный период компании рассчитан, рассчитывают реверсию, стоимость компании в постпрогнозном периоде. На практике обычно для расчета реверсии применяют доходный подход, исходя из того, что компания в постпрогнозном периоде будет иметь стабильный денежный поток с постоянным темпом роста. Для данного расчета применим метод капитализации.

Капитализации подлежит первый денежный поток постпрогнозного периода. Денежный поток первого года постпрогнозного периода равен денежному потоку последнего года прогнозного периода увеличенного на темпы прироста. Для расчета темпа прироста денежного потока компании в постпрогнозном периоде следует основываться на допущении, что в постпрогнозном периоде не предвидится увеличение производственных мощностей компании. Таким образом, темпы прироста в основном учитывают инфляцию, также могут учитывать рост выручки в случае максимальной загрузки производственных мощностей компании.

В качестве ставки капитализации используем модель Гордона:

$$V_{Term} = \frac{CF_{Term}}{r - g} = \frac{CF_n \times (1 + g)}{r - g}, \quad (36)$$

где  $V_{Term}$  – стоимость компании в постпрогнозном периоде;

$CF_n$  – денежный поток последнего прогнозного периода;

$r$  – ставка дисконтирования;

$g$  – темпы роста денежного потока.

Окончательная стоимость компании определяется как сложение дисконтированных денежных потоков прогнозного и постпрогнозного периода.

Когда получена оценка стоимости компании, можно её сравнить с «консенсус-прогнозом». Консенсус-прогноз - это усредненный прогноз различных аналитических агентств, усреднение происходит на основе весовых коэффициентов, которые зависят от точности прогноза. Консенсус-прогноз как правило меняется в зависимости от информационного фона и экономической ситуации. Одно из известных агентств «Росбизнесконсалтинг» на своем сайте публикует консенсус-прогнозы [44].

После расчета базовой стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков, проведем изменения в дивидендной политике компании. В случае изменения дивидендной политики, структура капитала изменится. Поэтому пересчитаем ставку дисконтирования и стоимость компании, затем полученную стоимость сравним с ее базовой стоимостью.

Таким образом, была представлена методика анализа влияния дивидендной политики на стоимость компании. Рассчитаем стоимость компании «Норильский никель» в 3 главе магистерской диссертации до изменения дивидендной политики и после изменения дивидендной политики.

### **3 Оценка эффективности дивидендной политики ПАО «ГМК «Норильский никель»**

#### **3.1 Краткая характеристика ПАО «ГМК «Норильский никель» и анализ его дивидендной политики**

Публичное акционерное общество "Горно-металлургическая компания "Норильский никель" - является лидером горно-металлургической промышленности в России, а также занимает первое место в мире по производству высокосортного (рафинированного) никеля и палладия [45]. Норильский никель занимает 4 место в мире по производству родия и платины, и 11 место по производству меди. Помимо этого, компания производит золото, серебро, селен, иридий, теллур и рутений.

В 1935 году началось строительство завода, который получил название «Норильский горно-металлургический комбинат имени А.П. Завенягина» (НГМК). В 1989 году был создан государственный концерн по производству цветных металлов в него вошли: Норильский комбинат, комбинаты «Печенганикель» и «Североникель», Оленегорский механический завод, Красноярский завод цветных металлов. После последующих приватизаций и слияний Норильский комбинат стал основной частью ПАО «ГМК «Норильский никель».

В состав компании ПАО «ГМК «Норильский никель» входит совокупность предприятий (более 80 компаний), которые занимаются добычей, обработкой руд цветных металлов. Производственные предприятия расположены в Российской Федерации, Финляндии, Южноафриканской республике. Основные подразделения компании находятся в РФ, они представляют собой вертикально-интегрированный бизнес. Основные производственные площадки расположены: на Таймырском полуострове (Заполярный филиал), на Кольском полуострове (Кольская ГМК), в Забайкальском крае (Быстринский ГОК). В Финляндии завод Норникеля «Norilsk Nickel Harjavalta» занимается переработкой сырья. В ЮАР Норильскому никелю принадлежит 50% акций никелевого месторождения

Nkomati. Группа компаний Норильский никель обеспечивают свою деятельность самостоятельно, вид бизнес-деятельности компании является: геолоразведка, добыча, обогащение и переработка полезных ископаемых, производство, маркетинг и реализация цветных и драгоценных металлов, транспорт, энергетика, научные комплексы. Каждая компания группы вносит свой вклад в бизнес цепочку.

На долю компании приходится следующий процент производства цветных металлов в таблице 5, данные представлены за 2019 год [45].

Таблица 5 – Доля производства на мировом и российском рынке компании «Норильский никель»

Показатель	Никель	Медь	Палладий	Платина	Родий	Кобальт
Доля производства на мировом рынке	24%	2%	41%	11%	9%	3%
Доля производства на российском рынке	96%	55%	95%	100%	96%	95%

Продукция компании поставляется в 37 стран мира. Доля компании Норильский никель в российской экономике согласно 2019 году составляет: 0,8% в ВВП России, 2,9% в объеме промышленного производства России, 2,9% в объеме российского экспорта, 13,4% в объеме металлургического производства России [46].

Уставный капитал компании «Норильский никель» составляет 158 245 476 руб. и состоит из 158 245 476 обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 руб. Акции компании торгуются на Московской фондовой бирже. Выпущенные в 2001 году АДР торгуются на внебиржевом рынке США, Лондонской, Берлинской и Франкфуртской бирже. Основными собственниками компании Норильский никель являются: 34,6% В.О. Потанин, 27,82% компания Русал, 37,58% прочие акционеры.

Рассмотрим финансовое состояние компании «Норильский никель», данные показателей приведены в таблице 6, рассчитанные на основе бухгалтерского баланса приложение А.1.

Таблица 6 – Основные финансовые показатели компании «Норильский никель»

Показатели	2019	2018	2017	2016	2015
Показатели ликвидности					
Коэффициент текущей ликвидности (CR)	1,47	1,45	1,67	1,44	2,07
Коэффициент срочной ликвидности (OR)	1,30	0,90	0,87	1,15	1,84
Коэффициент абсолютной ликвидности (AR)	0,66	0,51	0,48	0,89	1,45
Показатели финансовой устойчивости					
Коэффициент автономии	0,27	0,19	0,28	0,23	0,21
Коэффициент отношения обязательств к совокупным активам D/A	0,73	0,81	0,72	0,77	0,79
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств D/E	2,68	4,19	2,58	3,26	3,72
Коэффициент финансовой устойчивости (зависимости)	0,72	0,77	0,67	0,71	0,77
Коэффициент покрытия процентных выплат (TIE)	14,29	9,84	6,74	5,38	8,32
Показатели рентабельности					
Коэффициент валовой прибыли (GPM),%	67	61	59	60	68
Коэффициент рентабельности (ROS),%	59	27	29	29	36
Коэффициент рентабельности активов (ROA),%	45	17	14	13	-
Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE),%	189	74	55	57	-
Показатели оборачиваемости					
Оборачиваемость товарно-материальных запасов (ITR)	9,31	5,47	4,86	5,90	-
Коэффициент среднего периода оборачиваемости запасов, в днях (DSI)	39,19	66,77	75,03	61,86	-
Оборачиваемость дебиторской задолженности (RTR)	6,42	12,02	10,61	7,87	-
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, в днях (DSO)	56,83	30,37	34,40	46,35	-
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (PTR)	7,91	11,99	5,18	4,07	-
Оборачиваемость кредиторской задолженности, в днях (DPO)	46,13	30,45	70,51	89,75	-
Коэффициент оборачиваемости долгосрочных активов (FAT)	1,18	0,86	0,70	0,72	-
Коэффициент оборачиваемости долгосрочных активов, в днях	309,78	422,81	523,79	506,81	-
Коэффициент оборачиваемости совокупных активов (TAT)	0,77	0,64	0,49	0,43	-
Коэффициент оборачиваемости совокупных активов, в днях	476,59	569,77	740,84	839,20	-

Показатели ликвидности. Коэффициент текущей ликвидности с 2015 года снизился и имеет стабильное значение в диапазоне от 1,44-1,67. Данный коэффициент показывает, что текущие активы покрывают все текущие обязательства компании. Коэффициент срочной ликвидности (OR) с 2017 года вырос и составляет 1,3, компания может более ликвидными средствами покрывать все текущие обязательства компании. Коэффициент абсолютной ликвидности (AR) с 2017 года начал расти и в 2019 году составляет 0,66, компания около 70% краткосрочных обязательств может покрыть полностью ликвидными средствами. Компания «Норильский никель» является высоколиквидным предприятием.

Показатели финансовой устойчивости. Коэффициент автономии на протяжении 5 - летнего периода имеет низкое значение, в 2019 году 27% занимают в структуре капитала собственные средства компании. Соответственно коэффициент отношения обязательств к совокупным активам D/A имеет высокое значение, в структуре капитала около 70-80% заемных средств, компания функционирует за счёт заемных средств. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств D/E колеблется в диапазоне от 2,6-4,1, на 1 рубль собственных средств приходится 2-4 рубля заемных средств. Коэффициент финансовой устойчивости (зависимости) находится в диапазоне от 0,67-0,77, Норильский никель зависит от заемных средств, в случае неблагоприятных обстоятельств компания может столкнуться с некоторыми трудностями. Коэффициент покрытия процентных выплат (TIE) с каждым годом растет, у компании в 14 раз может сократиться EBIT, прежде чем компания начнет испытывать затруднения в обслуживании займов. Таким образом, компания Норильский никель функционирует за счет заемных средств, в случае неблагоприятных условий компания может испытывать затруднения, если операционная прибыль сократиться в 14 раз.

Показатели рентабельности. Коэффициент валовой прибыли (GPM) в рассматриваемом временном периоде показывает, что доля валовой прибыли в выручке компании составляет 0,6-0,67. Коэффициент рентабельности (ROS) с

2015-2018 году имеет стабильное значение 30%, в 2019 году доля чистой прибыли в выручке составляет 60%, это обусловлено стремительным ростом цен на основные металлы, которые производит компания. Коэффициент рентабельности активов (ROA) в 2019 году вырос, 0,45 рублей приходится на 1 рубль активов. Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE) с каждым годом растет, компания в 2019 году получила 1,89 дохода на рубль собственных средств, это связано с высокой долей заемных средств в структуре капитала. Компания Норильский никель имеет высокие показатели рентабельности.

Показатели оборачиваемости. Коэффициент среднего периода оборачиваемости запасов, в днях к 2019 году снизился, компания обеспечена запасами до 40 дней при данном уровне продаж. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности упал в 2 раза, увеличился промежуток времени с момента отгрузки продукции и его оплаты. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (PTR) с 2015 года вырос, компания стала расплачивается с кредиторами быстрее. Коэффициент оборачиваемости совокупных активов (TAT) в днях уменьшился к 2019 году, компания эффективнее стала использовать свои активы, не смотря на высокий уровень фондоемкости продукции.

Таким образом, компания Норильский никель, не смотря на некоторые периоды, развивается стабильно за счет заемных средств и имеет высокие показатели рентабельности.

Рассмотрим проводимую дивидендную политику обществом. Дивидендная политика «Норильский никель» основана на следующих принципах:

- открытость, доступная информация о дивидендных выплатах;
- законности, соблюдение законодательства РФ и устава общества;
- сбалансированности целей, соблюдение баланса интересов акционеров;
- периодичность выплат, дивидендные выплаты производятся каждый год, по возможности квартальные дивиденды;



- дивидендные выплаты зависят от операционной прибыли общества и долговой нагрузки.

Рассмотрим этапы принятия решения о выплате дивидендов, компанией «Норильский никель» [47]:

- акционерное общества в праве производить дивидендные выплаты, по окончании, квартала, полугодия, девяти месяцев или года, решение о выплате может быть принято в течение трех месяцев после окончания соответствующего периода;

- размер дивидендов и порядок их выплаты рассматривается комитетом по бюджету Совета директоров акционерного общества;

- на основании результатов комитета по бюджету, совет директоров разрабатывает рекомендации по выплатам собранию акционеров;

- решение о выплате дивидендов принимается на собрании акционеров, на собрании акционеров принимается решение о размере выплаты, форме выплаты, порядке выплаты, дате закрытия реестра. Размер дивидендов не может превышать рекомендованного размера советом директоров;

- выплата дивидендов производится из чистой прибыли общества;

- совет директоров при выработке рекомендаций совету акционеров о размере дивидендных выплат ориентируется на то, что размер дивидендных выплат должен составлять не менее 30% от EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации);

- акционеру принадлежит сумма дивидендов, как произведение количество акций и дивиденда на 1 акцию, дивидендные выплаты включают сумму налога;

- лица, которые имеют право на получение дивидендов должны быть зарегистрированы в системе ведения реестра.

В случае недостаточности у общества прибыли, денежных средств, или невыполнение инвестиционной программы и превышение обществом целевого уровня долга не рекомендуется принимать решение о выплате дивидендов.

Размер дивидендных выплат компании определяется на основе соотношения чистого долга к EBITDA [48]. В случае если соотношение чистого

долго к EBITDA будет составлять на конец года менее 1,8, то на выплату дивидендов следует направлять 60% от EBITDA, 30% от EBITDA направлять в случае если соотношение будет составлять более 2,2. Если чистый долг к EBITDA будет находиться в диапазоне от 1,8 до 2,2, то процент выплат дивидендов будет рассчитываться обратно пропорционально коэффициенту. Определим тип дивидендной политики, для этого рассмотрим какую долю чистой прибыли направляет компания на выплату дивидендов в таблице 7.

Таблица 7 – Данные выплаченных дивидендов акционерам [48]

Период	Сумма объявленных дивидендов, млн. рублей	Размер дивидендов на 1 акцию, рублей	Чистая прибыль, млн. рублей	% выплаченных дивидендов от чистой прибыли
2019	360 884	2280,54	514 676	70
2018	219 011	1384	164 955	133
2017	106 071	670,3	130 038	82
2016	106 718	674,39	122 770	87
2015	205 253	1297,06	146 212	140
2014	159 957	1010,82	34 056	469

Компания с каждым годом стремится увеличивать дивиденд на 1 акцию, в 2014, 2015 и 2018 году для выплат дивидендов использовалась нераспределенная прибыль прошлых периодов. Норильский никель имеет агрессивный тип дивидендной политики. В отдельные периоды вся чистая прибыль компании идет на выплату дивидендов. Так как нормативный коэффициент дивидендных выплат привязан к чистому долгу компании, то в отдельные периоды компания направляет 70-90% прибыли на дивиденды.

Рассмотрим соотношение чистого долга компании к EBITDA за период 2015-2019 год, которое представлено в таблице 8.

Таблица 8 – Коэффициента чистый долг/ EBITDA за период 2015-2019 год [49]

Показатели	2019	2018	2017	2016	2015
Чистый долг, млн. долл. США	4 952	5 160	7 495	4 530	4 212
EBITDA, млн. долл. США	7 923	6 231	3 995	3 899	4 296

## Окончание таблицы 8

Коэффициент чистый долг/ EBITDA	0,62	0,82	1,87	1,16	0,98
---------------------------------	------	------	------	------	------

Таким образом чистый долг компании в 2016 и 2017 году был высоким по сравнению с показателем EBITDA, это отразилось на дивидендных выплатах акционерам. Несмотря на рост заемных средств в структуре капитала, коэффициент чистый долг/ EBITDA низкий в 2018 и 2019 году, это связано с высокой чистой прибылью, которая составляет 60% от выручки. Прибыль компании сильно зависит от цен на металлы. Рассмотрим показатели эффективности дивидендной политики в таблице 9.

Таблица 9 – Показатели эффективности дивидендной политики

Показатели	2019	2018	2017	2016	2015
Показатель дохода на акцию (EPS), тыс. руб.	3,25	1,04	0,82	0,78	0,92
Показатель «дивиденд на акцию» (DPS), тыс. руб.	2,28	1,38	0,67	0,67	1,30
Коэффициент дивидендных выплат	0,70	1,33	0,82	0,87	1,40
Коэффициент «Цена/доход» (P/E)	5,87	12,51	13,20	13,05	10,61
Коэффициент полной доходности акции (EY)	0,17	0,08	0,08	0,08	0,09
Коэффициент дивидендной доходности акции (DY)	0,12	0,11	0,06	0,07	0,13
Показатель балансовой стоимости акции, тыс. руб.	2,20	1,23	1,57	1,42	1,32
Коэффициент «рыночная/балансовая стоимость акции" (M/B)	8,67	10,59	6,90	7,12	7,43
Коэффициент EV/S	3,44	3,39	3,77	3,79	3,85
Совокупная акционерная стоимость TSR, %	64	33	14	10	

Показатель дохода на акцию (EPS) с 2016-2019 год растет, это связано с ростом прибыли компании, в 2019 году на 1 акцию приходится 3 250 рублей прибыли. Показатель «дивиденд на акцию» (DPS), показывает реальные выплаты акционерам, данный показатель нестабилен, в 2016-2017 году он упал, но к 2019 году вырос. Если соотнести данный показатель с коэффициентом EPS, то в 2015 и 2018 году он его превышает, то есть на дивиденды ушла не только вся заработанная прибыль отчетного периода, но и дополнительные резервы

компании. Данный вывод подтверждает коэффициент дивидендных выплат, в 2015 и 2018 году дивидендные выплаты превышают чистую прибыль компании.

Коэффициент «Цена/доход» (P/E) к 2019 году упала в 2 раза по сравнению с предыдущим годом, это связано с ростом прибыли компании. Низкое значение показателя в 2019 году означает, что за 6 лет приобретенная акция окупится при данном уровне дохода на акцию.

Коэффициент полной доходности акции (EY) с 2015- 2018 год имеет стабильное значение, но к 2019 году он вырос в 2 раза, это связано с ростом прибыли компании. Таким образом, при вложении денежных средств в компанию, она может обеспечивать доходность по ним 17% годовых, при условии, если вся чистая прибыль будет идти на выплату дивидендов. Рассмотрим доходность, которую уже получили акционеры. Коэффициент дивидендной доходности акции (DY) в 2019 году равен 12%, если сравнивать доходность по ОФЗ с доходностью акций, то акции обеспечивают доход на вложенный капитал выше (доходность по ОФЗ составляет на 2019 год 7,15% [50]). Однако данный показатель нестабилен, он зависит от значения прибыли и чистого долга общества, в 2016-2017 г. он равен 6-7%.

Показатель балансовой стоимости акции показывает, что 2,20 тыс. руб. собственного капитала приходится на одну акцию компании. Данный показатель имеет относительно стабильное значение, собственный капитал компании вырос к 2019 году. Коэффициент «рыночная/балансовая стоимость акции" (M/B) находится в диапазоне от 7-10, то есть рыночная цена акций отличается от балансовой стоимости в 7-10 раз.

Коэффициент EV/S относительно стабилен в рассматриваемом периоде и равен от 3,4-3,8, компания не переоценена рынком. Если рассмотреть совокупную акционерную стоимость (TSR), то с 2016 года она растёт и к 2019 году равна 60%, это означает что, если акции компании были куплены по цене 2018 года и проданы в конце 2019 года, то акционер получит прирост капитала в 60%, за счет изменения курсовой стоимости акций и выплат дивидендов.

Дивидендная политика компании связана с ее прибылью, если коэффициенты падают или растут, то в основном из-за чистой прибыли компании. Показатели эффективности дивидендной политики показали, что интересы акционеров удовлетворяют за счет дивидендных выплат (большая часть 70% идет на выплату дивидендов. А в отдельные периоды больше 100% чистой прибыли), а также за счет роста курсовой стоимости акций.

Результаты анализа показали, что Норильский никель развивается за счет заемных средств. При данной структуре капитала, где большую долю занимают дешевые источники капитала, стоимость компании должна быть наибольшей. Посчитаем стоимость компании при данной структуре капитала в пункте 3.2.

### **3.2 Оценка рыночной стоимости компании и удовлетворенности интересов акционеров**

Собственники компании заинтересованы в росте рыночной капитализации компании и дивидендных выплат. Для того чтобы проанализировать влияние дивидендной политики на стоимость компании, рассчитаем стоимость компании доходным подходом: методом капитализации и методом дисконтирования денежных потоков.

Расчет стоимости компании методом капитализации дохода. Расчет стоимости компании будет проводиться на основе ретроспективных и прогнозных данных денежного потока FCFF. Рассчитаем свободный денежный поток для инвестированного капитала в таблице 10, данные представлены из отчета о прибылях (и убытках) приложение Б.

Таблица 10 – Расчет денежного потока FCFF на основе ретроспективных данных

Показатель	2019	2018	2017	2016
ЕВИТ, тыс. руб.	662 948 286	245 245 120	207 587 053	207 104 751
Эффективная ставка налога на прибыль	0,19	0,17	0,25	0,26
Амортизация*, тыс. руб.	30 586 513	28 878 615	24 857 722	22 101 127

## Окончание таблицы 10

FCFF, тыс. руб.	567 574 625	232 432 065	180 548 012	175 358 643
* данные взяты из отчета МСФО [51]				

Таким образом, был рассчитан свободный денежный поток компании на основе ретроспективных данных. Для расчета прогнозного денежного потока на 2020 год, построим экспоненциальную линию тренда денежного потока, через программу Excel. Данный тип тренда был выбран исходя из того, что значения FCFF меняются с непрерывно возрастающей скоростью. Для прогноза использовались значения FCFF на 2016-2018 год, 2019 год был исключен, так как он показал аномально большой рост денежного потока. Значение денежного потока FCFF на 2020 год равен 286 932 192,6 тыс. руб., коэффициент достоверности аппроксимации  $R^2$  равен 0,8, чем ближе данный показатель к 1, тем точнее построен прогноз.

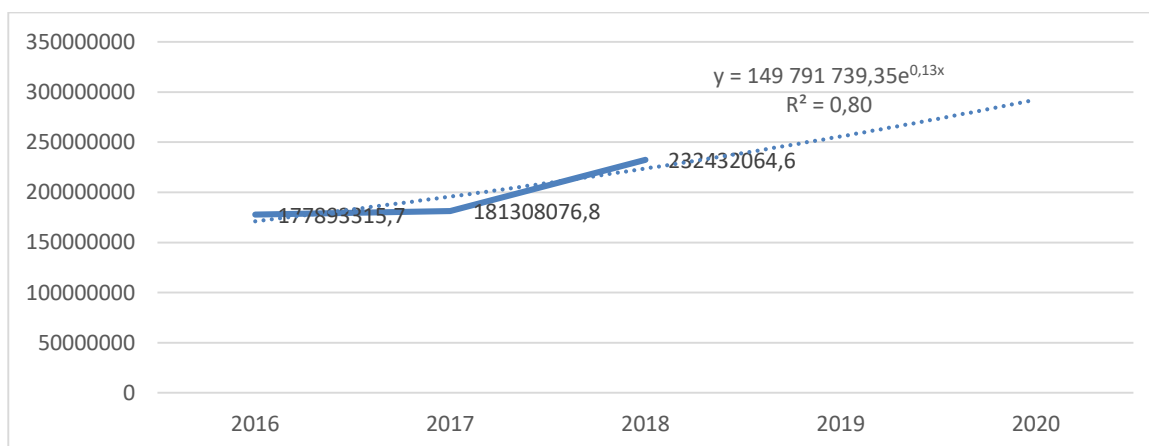


Рисунок 2 – Денежный поток компании на 2020 год

Рассмотрим прогнозный денежный поток компании Норильский никель представленный на сайте «сopomy.ru» [52]. Данный денежный поток был спрогнозирован через прогноз всех составляющих его элементов (таблица 11).

Таблица 11 – Прогнозный денежный поток компании Норильский никель

Показатель	2020	2021	2022
FCFF, тыс. руб.	361 416 084	272 194 169	222 228 509

Прогнозный денежный поток компании построенный на основе тренда и спрогнозированный на основе прогноза всех финансовых показателей, которые входят в состав расчета свободного денежного потока отличаются. Для расчета стоимости компании будет использоваться денежный поток компании, посчитанный через Excel.

На основе денежного потока компании, рассчитанного в таблице 10, рассчитаем его темп прироста (g) в таблице 12.

Таблица 12 – Расчет темпа прироста денежного потока

Показатель	2019	2018	2017	2016
FCFF, тыс. руб.	567 574 625	232 432 065	180 548 012	175 358 643
Темп прироста, %	144	28,7	3	-6,3
Средний темп прироста, %			8,47	

Темп прироста денежного потока компании существенно отличается по годам, это обусловлено не быстрым развитием компании, а ростом цен на основные металлы, которые производит компания (палладий по сравнению с 2018 годом вырос в 2,5 раза, это повлияло на выручку компании). В среднем темпе прироста FCFF не будем учитывать 2019 год (в расчет были взяты 2016-2018 года). Так как выручка компании зависит от цен на металлы, следует рассмотреть темп прироста выработки металлов, которые составляют основную долю в выручке компании, без учета роста цен основных металлов в таблице 13.

Таблица 13 – Темп прироста выработки основных металлов компании Норильский никель [53, с. 5]

Показатели	2019	2018	2017
Темп прироста по выработке металлов, %			
Никель	5	1	-8
Медь	5	18	11
Палладий	7	-2	6
Платина	8	-3	4

### Окончание таблицы 13

Доля в общем объеме производства основных металлов, %			
Никель	31	32	34
Медь	67	66	64
Палладий	1	1	1
Платина	1	1	1
Средневзвешенный темп прироста выработки металлов, %	5,05	12,15	4,34

Согласно расчету, темп прироста объема производства составляет в 2019 году – 5,05 %, 2018- 12,15 %, 2017- 4,34 %. Средний темп прироста производственных показателей по выработке металлов за три года составляет 7,18 % в год. Таким образом темп прироста FCFF составляет 7,18 %, без учета роста цен на металлы.

Рассчитаем ставку дисконтирования - средневзвешенную стоимость капитала, но для начала рассчитаем стоимость заемных и собственных средств компании. Расчет стоимости собственных средств будет производиться по модели САМР (таблица 14).

Таблица 14 – Расчет стоимости собственных средств компании

Показатель	2020	2019	2018	2017
$R_f$ , %	5,15	7,15	6,25	8,5
Рычаговый-бета коэффициент**	3,32	3,69	5,47	2,61
MRP, % (премия за рыночный риск)	10,2	9,1	8,7	6,8
$R_e$ , %	38,99	40,79	53,86	26,26
* доходность по ОФЗ (срок обращения 3 года) [50]				
** расчет производился по формуле Хамады (32) в таблице 15				

Таблица 15 – Расчет рычагового- бета коэффициента

Показатель	2020	2019	2018	2017
D/E	2,7	2,7	4,20	2,58
T	0,2	0,19	0,17	0,25
Безрычаговый бета-коэффициент*	1,05	1,16	1,22	0,89
Рычаговый-бета коэффициент	3,32	3,69	5,47	2,61
* значение показателя для горно-металлургической отрасли, данные приведены с сайта А. Дамодарана, по развивающимся рынкам капитала [38]				



Стоимость заемного капитала рассчитаем, как средневзвешенную стоимость, и сравним со ставкой рассчитанную как отношение уплаченных процентов к основному долгу компании (таблица 17), данные представлены из отчетности МСФО [51, с. 57]. Так как компания Норильский никель имеет заемный капитал в иностранной валюте, то следует произвести перерасчет долларовых ставок процентов по займам в национальную валюту с помощью формулы Фишера (35), результат расчета представлен в таблице 16.

Таблица 16 – Перерасчет долларовых ставок процентов по займам в национальную валюту

Показатель	2019	2018	2017
$r_{us}$ (ставка в иностранной валюте), %			
- необеспеченные кредиты, США/ евро	3,75	3,45	3,38
- обеспеченные кредиты	-	-	6,72
- облигации	4,88	5,24	5,05
$i_{rur}$ (инфляция в национальной экономике), %*	3,05	4,27	2,52
$i_{us}$ (инфляция в иностранной экономике), %**	2,28	1,91	2,11
$r_{rur}$ (ставка в национальной валюте), %			
- необеспеченные кредиты, США	4,9	7,1	4
- обеспеченные кредиты	-	-	7,7
- облигации	6,3	10,3	5,8
* данные взяты с сайта Росстат [54]			
** данные взяты с сайта Статбюро [55]			

Таблица 17 – Расчёт стоимости заемных средств компании Норильский никель

Вид займа	2019 год		2018 год		2017 год	
	Сумма займа, млн. руб.	Стоимость займа, %	Сумма займа, млн. руб.	Стоимость займа, %	Сумма займа, млн. руб.	Стоимость займа, %
Облигации	301 147	6,6	256 221	10,4	257 277	6,1
Обеспеченные кредиты	625	9,75	625	9,75	35 503	7,7
Необеспеченные кредиты	293 769	5,58	327 917	7,3	227 003	6,1
Итого кредиты и займы	595 541	6,1	584 763	8,7	519 783	6,2
Заемные средства (из бухгалтерского баланса)	527 599	7	569 614	5,9	439 619	7,9

Таким образом, стоимость заемных средств в 2017, 2018 и 2019 году была получена как средневзвешенная стоимость и соответственно равна 6,2%, 8,7%, 6,1%. Средняя ставка по заемным средствам за три года составляет 7%. Данные для расчета ставки дисконтирования получены, перейдем к расчету средневзвешенной стоимости капитала (таблица 18).

Таблица 18 – Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Показатель	2020	2019	2018	2017
$R_e, \%$	38,99	40,79	53,86	26,26
$R_d, \%$	6,1	6,1	8,7	6,2
$E/V$	0,27	0,27	0,19	0,28
$D/V$	0,73	0,73	0,81	0,72
$T$	0,2	0,19	0,17	0,25
$WACC, \%$	14,09	14,62	16,08	10,70

Для расчета WACC для 2020 года была взята процентная ставка по заемным средствам 2019 года, соотношение заемных и собственных средств взяты за 2019 год, с учетом того что компания будет придерживаться в дальнейшем такой структуры капитала. Рассчитаем ставку капитализации для ретроспективных и прогнозных данных, таблица 19.

Таблица 19 – Расчет ставки капитализации

Ставка капитализации	2020	2019	2018	2017
$r$ -ставка дисконтирования	14,09	14,62	16,08	10,70
$g$ -темпы прироста FCF	7,18	5,05	12,15	4,34
$R$ (для прогнозных данных)	6,91	-	-	-
$R$ (для ретроспективных данных)	-	9,11	3,50	6,10

После того как рассчитали денежный поток компании и ставку капитализации, перейдем к расчету стоимости компании. Для расчета стоимости компании на основе ретроспективных данных возьмем среднее значение денежного потока и ставки капитализации за три года.

Таблица 20 – Расчет стоимости компании методом капитализации

Показатель	На основе ретроспективных данных	На основе прогнозных данных
Денежный поток FCFF, тыс. руб.	327 177 665	286 932 193
Ставка капитализации, %	6,24	6,91
Стоимость компании, тыс. руб.	5 243 231 810	4 152 419 580

Стоимость компании на основе ретроспективных и прогнозных данных отличается на 1 090 812 млн. руб., это обусловлено разницей денежных потоков, так как в ретроспективный денежный поток включен 2019 год.

Расчет стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков (FCFF). Так как расчет предполагает использовать прогнозный денежный поток, то спрогнозируем FCFF через экспоненциальную линию тренда. Для этого будем использовать уже рассчитанный денежный поток в таблице 10.

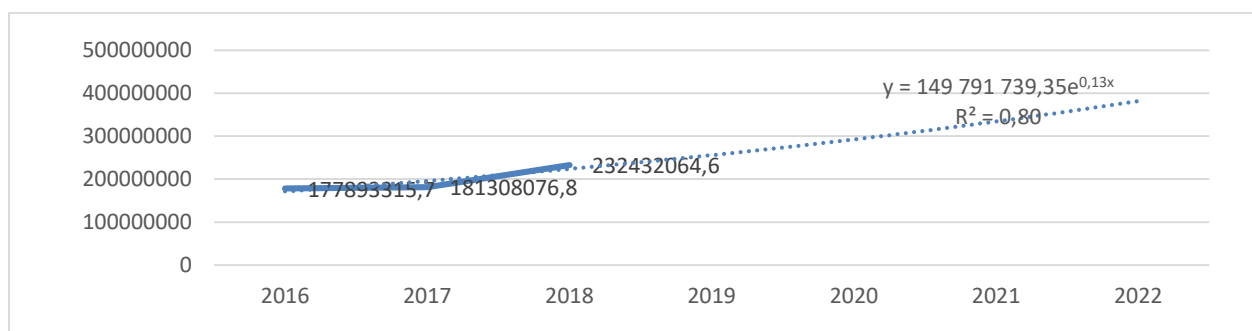


Рисунок 3 – Прогноз денежного потока компании

Таким образом значения денежного потока для всего инвестированного капитала на 2020, 2021 и 2022 год составляют соответственно: 286 932 192,6; 326 766 525; 372 130 993,4 тыс. руб., с условием что денежный поток компании будет расти прежними темпами.

После того как спрогнозировали денежный поток компании, рассчитаем стоимость компании в прогнозном периоде, ставка дисконтирования, приведена в таблице 18.

$$V_0 = \frac{286932192,6}{(1 + 0,1409)^1} + \frac{326766525}{(1 + 0,1409)^2} + \frac{372130993,4}{(1 + 0,1409)^3} = 753 119 \text{ млн. руб.}$$

Перейдем к расчету стоимости компании в постпрогнозном периоде, расчет стоимости будет производиться методом капитализации. Денежный поток постпрогнозного периода будет равен последнему потоку прогнозного периода с учетом темпа прироста, темп прироста FCFE будет равен темпу инфляции 4 % [54]:

$$FCFE_n = 372\,130\,993,4 * 1,04 = 387\,016 \text{ млн. руб.}$$

Рассчитаем стоимость компании в постпрогнозном периоде:

$$V_1 = \frac{1}{(1 + 0,1409)^4} \times \frac{387\,016}{0,1009} = 2\,263\,850 \text{ млн. руб.}$$

Итоговая стоимость компании будет равна сумме дисконтированных денежных потоков прогнозного и постпрогнозного периода:

$$V = 753\,119 + 2\,263\,850 = 3\,016\,970 \text{ млн. руб.}$$

Таким образом, была рассчитана стоимость компании методом капитализации и дисконтирования денежных потоков. Стоимость компании, рассчитанная методом дисконтирования денежного потока и методом капитализации, отличается на сумму 1 135 449 млн. руб. После того как получили стоимость компании, рассмотрим в пункте 3.3 как она изменится в случае изменения дивидендной политики.

### **3.3 Оценка влияния дивидендной политики ПАО «ГМК «Норильский никель» на рыночную стоимость компании**

Рассмотрим влияние дивидендной политики на стоимость компании. Изменим дивидендную политику и рассчитаем стоимость компании, после чего

сравним полученную стоимость с базовой стоимостью компании, которая рассчитана в пункте 3.2 и сделаем выводы.

На основе проведенного анализа дивидендной политики компании и финансового состояния, можно сделать следующие выводы: компания в некоторые периоды выплачивает всю чистую прибыль общества на дивиденды, прибыль компании как правило не используется для развития компании.

Компания развивается за счет заемных средств, в случае увеличения доли заемных средств в структуре капитала, увеличивается стоимость собственных средств компании (таблица 13). Данная закономерность обусловлена тем, что в случае неблагоприятной хозяйственной деятельности у компании могут возникнуть трудности, поэтому акционеры за более высокий риск требуют высокий доход. Чтобы проанализировать влияние дивидендной политики на стоимость компании рассмотрим два варианта изменения дивидендной политики.

Первый вариант предполагает сократить дивидендные выплаты, так как компания финансово зависимая и не использует для развития собственные средства. В этом случае рассмотрим, как дивидендная политика может повлиять на стоимость компании, если менеджмент компании с помощью дивидендной политики будет решать вопросы финансовой устойчивости.

Второй вариант предполагает, что дивидендная политика будет оптимизировать структуру капитала, так чтобы средневзвешенная стоимость всегда оставалась минимальной. В этом случае рассмотрим можно ли с помощью дивидендной политики управлять стоимостью компании, а именно максимизировать ее.

Рассмотрим влияние дивидендной политики на стоимость компании по первому варианту. Размер дивидендных выплат зависит от показателя EBITDA и чистого долга компании, в случае если коэффициент соотношения чистого долга к EBITDA будет составлять менее 1,8, то следует направлять 45% от EBITDA (вместо 60%) и 20% (вместо 30%) в случае если соотношение будет 2,2 и более. Рассмотрим какой процент от EBITDA был выплачен в виде дивидендов,

и рассчитаем какой размер дивидендов мог быть выплачен в случае изменения дивидендной политики, таблица 21.

Таблица 21 – Расчет суммы дивидендных выплат после изменения дивидендной политики

Показатели	2019	2018	2017
ЕБИТДА, млн. руб.	601 473	365 018	236 403
Дивидендные выплаты, млн. руб. (60% и 30% от ЕБИТДА)	360 884	219 011	106 071
Дивидендные выплаты, млн. руб. (45% и 20% от ЕБИТДА)	270 662	164 258	82 741

После изменения дивидендных выплат в меньшую сторону, изменится соотношение заемных и собственных средств компании. Рассмотрим, как изменилась структура капитала в таблице 22, с учетом следующего ограничения: общая сумма инвестированного капитала= Cons't.

Таблица 22 – Расчет соотношения заемных и собственных средств компании

Показатели	2019	%	2018	%	2017	%
Сумма дивидендных выплат, млн. руб.	360 884		219 011		106 071	
Измененная сумма дивидендных выплат, млн. руб.	270 662		164 258		82 741	
Сумма собственных средств, млн. руб.	348 675	27	194 884	19	248 940	28
Сумма собственных средств, увеличенная за счет сокращения дивидендных выплат, млн. руб.	438 897	34	249 637	25	272 270	31
Сумма заемных средств, млн. руб.	934 027	73	815 649	81	642 820	72
Сумма заемных средств, уменьшенная в связи с увеличением собственных средств, млн. руб.	843 805	66	760 896	75	619 490	69
Сумма капитала, млн. руб.	1 282 702	100	1 010 533	100	891 761	100

При изменении дивидендной политики компании изменилась структура капитала, следовательно, и стоимость собственных средств. Рассчитаем средневзвешенную стоимость капитала для 2020, 2019, 2018 и 2017 года (таблица 25), но для начала рассчитаем стоимость собственных средств компании таблица 23.

Таблица 23 – Расчет стоимости собственных средств компании

Показатель	2020	2019	2018	2017
$R_f, \%$	5,15	7,15	6,25	8,5
Рычаговый-бета коэффициент	2,98	2,95	4,30	2,41
MRP, % (премия за рыночный риск)	10,2	9,1	8,7	6,8
$R_e, \%$	35,57	33,95	43,65	24,9

Таблица 24 – Расчет рычаговый- бета коэффициента

Показатель	2020	2019	2018	2017
D/E	2,3	1,9	3,04	2,28
T	0,2	0,19	0,17	0,25
Безрычаговый бета-коэффициент	1,05	1,16	1,22	0,89
Рычаговый-бета коэффициент	2,98	2,95	4,3	2,41

Если сравнить полученную стоимость собственных средств со стоимостью из таблицы 14, то она уменьшилась, за счет увеличения суммы собственных средств в структуре капитала.

Таблица 25 – Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Показатель	Годы			
	2020	2019	2018	2017
$R_e, \%$	35,57	33,95	43,65	24,9
$R_d, \%$	6,1	6,1	8,7	6,2
E/V	0,34	0,34	0,25	0,31
D/V	0,66	0,66	0,75	0,69
T	0,2	0,19	0,17	0,25
WACC, %	15,31	14,8	16,33	10,93

В расчете средневзвешенной стоимости капитала заложено ограничение: стоимость заемных средств не изменится с увеличением доли собственных

средств, так как изменение в структуре капитала произойдет незначительное. Ставка дисконтирования после изменения дивидендной политики изменилась, а, следовательно, поменяется и стоимость компании. Рассчитаем ставку капитализации для ретроспективных и прогнозных данных (таблица 26).

Таблица 26 – Расчет ставки капитализации

Ставка капитализации	2020	2019	2018	2017
r-ставка дисконтирования	15,31	14,8	16,33	10,93
g-темпы прироста FCFE	7,18	5,05	12,15	4,34
R (для прогнозных данных)	8,13	-	-	-
R (для ретроспективных данных)	-	9,28	3,73	6,32

Рассчитаем стоимость компании методом капитализации и сравним полученную стоимость компании с базовой стоимостью.

Таблица 27 – Расчет стоимости компании методом капитализации

Показатель	Базовая стоимость компании		Стоимость после изменения дивидендной политики	
	На основе ретроспективных данных	На основе прогнозных данных	На основе ретроспективных данных	На основе прогнозных данных
Денежный поток FCFE, тыс. руб.	327 177 665	286 932 193	327 177 665	286 932 193
Ставка капитализации, %	6,24	6,91	6,44	8,13
Стоимость компании, тыс. руб.	5 243 231 810	4 152 419 580	5 080 398 520	3 529 301 270

Стоимость компании при изменении дивидендной политики изменилась. В случае увеличения доли собственных средств, ставка дисконтирования увеличилась, а стоимость компании стала ниже по сравнению с базовой стоимостью. Можно сделать вывод, что дивидендная политика влияет на стоимость компании.



Рассмотрим, как изменится стоимость компании, рассчитанная методом дисконтирования денежных потоков (FCFF). Рассчитаем стоимость компании в прогнозном периоде:

$$V_0 = \frac{286932192,6}{(1 + 0,1531)^1} + \frac{326766525}{(1 + 0,1531)^2} + \frac{372130993,4}{(1 + 0,1531)^3} = 737\,305 \text{ млн. руб.}$$

Перейдем к расчету стоимости компании в постпрогнозном периоде. Денежный поток постпрогнозного периода рассчитан в пункте 3.2 и равен 387 016 млн. руб. Стоимость компании в постпрогнозном периоде:

$$V_1 = \frac{1}{(1 + 0,1531)^4} \times \frac{387\,016}{0,1131} = 1\,935\,525 \text{ млн. руб.}$$

Итоговая стоимость компании будет равна:

$$V = 737\,305 + 1\,935\,525 = 2\,672\,830 \text{ млн. руб.}$$

Таким образом, стоимость компании после изменения дивидендной политики упала на 344 140 млн. руб. или на 11,4 % по сравнению с базовой стоимостью. Дивидендная политика компании повлияла на стоимость компании.

Рассмотрим второй вариант изменения дивидендной политики. Рассчитаем оптимальную структуру капитала компании, при которой средневзвешенная стоимость капитала будет минимальной. Расчет WACC будет проводиться для 2020 года с ограничением: стоимость заемных средств будет изменяться в зависимости от структуры капитала.

Рассмотрим два варианта изменения стоимости заемных средств:

- на 0,5% в случае увеличения или сокращения доли собственных средств в структуре капитала на 10% (таблица 28);

- на 1% в случае увеличения или сокращения доли собственных средств в структуре капитала на 10% (таблица 29).

Таблица 28 – Расчет оптимальной структуры капитала компании Норильский никель на 2020 год

Показатели	Варианты соотношения заемных и собственных средств				
	1	2	3	4	5
E/V	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
D/V	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
R <sub>d</sub> ,%	7	6,5	6	5,5	5
R <sub>e</sub> ,%	92,97	50,13	35,85	28,71	24,43
T	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
WACC,%	14,34	14,19	14,12	14,13	14,29

Таким образом, при изменении стоимости заемных средств на 0,5% оптимальная структура капитала компании равна 30 % собственных средств и 70% заемных средств, так как WACC при данном соотношении имеет наименьшее значение. Ставка дисконтирования незначительно отличается от фактической ставки дисконтирования, которая была рассчитана в таблице 17, поэтому стоимость компании уже была рассчитана при оптимальной структуре капитала (методом капитализации стоимость равна 4 152 419 млн. руб., методом дисконтирования денежных потоков стоимость равна 3 016 970 млн. руб.).

Таблица 29 – Расчет оптимальной структуры капитала компании Норильский никель на 2020 год

Показатели	Варианты соотношения заемных и собственных средств				
	1	2	3	4	5
E/V	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
D/V	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
R <sub>d</sub> ,%	8	7	6	5	4
R <sub>e</sub> ,%	92,97	50,13	35,85	28,71	24,43
T	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
WACC,%	15,06	14,51	14,12	13,88	13,81

Таким образом, при изменении стоимости заемных средств на 1% оптимальная структура капитала компании равна 50 % собственных средств и 50% заемных средств.

Предположим, что дивидендная политика будет направлена на сохранение оптимального соотношения заемных и собственных средств. Рассчитаем ставку капитализации на 2020 год:

$$R = r - g = 13,81 - 7,18 = 6,63$$

Перейдем к расчету стоимости компании методом капитализации на основе прогнозных данных и сравним полученную стоимость компании с базовой стоимостью.

Таблица 30 – Расчет стоимости компании методом капитализации

Показатель	Базовая стоимость компании На основе прогнозных данных	Стоимость компании после изменения дивидендной политики На основе прогнозных данных
Денежный поток FCFF, тыс. руб.	286 932 193	286 932 193
Ставка капитализации, %	6,91	6,63
Стоимость компании, тыс. руб.	4 152 419 580	4 327 785 720

Таким образом, при изменении дивидендной политики стоимость компании изменилась по сравнению с её базовой стоимостью на 175 366 млн. руб., если дивидендная политика будет направлена на поддержание оптимальной структуры капитала, то стоимость компании будет максимальной.

Рассчитаем стоимость компании методом дисконтирования денежных потоков (FCFF). Стоимость компании в прогнозном периоде будет равна:

$$V_0 = \frac{286\,932\,193}{(1 + 0,1381)^1} + \frac{326\,766\,525}{(1 + 0,1381)^2} + \frac{372\,130\,993}{(1 + 0,1381)^3} = 756\,829 \text{ млн. руб.}$$

Стоимость компании в постпрогнозном периоде будет равна:

$$V_1 = \frac{1}{(1 + 0,1381)^4} \times \frac{387\,016}{0,0981} = 2\,351\,465 \text{ млн. руб.}$$

Итоговая стоимость компании равна:

$$V = 756\,829 + 2\,351\,465 = 3\,108\,294 \text{ млн. руб.}$$

Стоимость компании после изменения дивидендной политики изменилась на 91 324 млн. руб. или на 3 % по сравнению с базовой стоимостью. Таким образом, было рассмотрено два варианта изменения дивидендной политики компании, и в двух вариантах стоимость компании разнонаправленно изменилась. В первом варианте в случае сокращения дивидендных выплат на 15% и увеличения доли собственных средств в структуре капитала, стоимость компании рассчитанная: методом капитализации на основе ретроспективных данных, упала на 3%; методом капитализации на основе прогнозных данных упала на 15%; методом дисконтирования денежных потоков упала на 11%.

Во втором варианте, когда дивидендная политика была направлена на поддержание оптимального соотношения структуры капитала компании, стоимость компании стала максимальной. В расчетах при изменении дивидендной политики стоимость компании увеличилась на 3-4%.

В результате проделанной работы, можно сделать вывод, что дивидендная политика влияет на стоимость компании, также с помощью нее можно управлять стоимостью компании и максимизировать ее.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

При написании магистерской диссертации были выполнены все поставленные задачи. На основе проделанной работы по первой главе можно сделать следующий вывод. Дивидендная политика – это важный элемент в финансовой стратегии компании, который может влиять на инвестиционную привлекательность компании, на ее стоимость и благосостояние акционеров. Дивидендная политика, неотъемлемая составляющая менеджмента компании, влияние дивидендной политики на стоимость компании изучалось различными учеными. В настоящее время не существует единой точки зрения на важность дивидендной политики. В магистерской диссертации дивидендная политика рассматривается с точки зрения ее влияния на стоимость компании через денежные потоки и структуру капитала компании.

В методологической части работы была рассмотрена методика оценки стоимости компании, с помощью которой можно проанализировать влияние дивидендной политики на стоимость компании.

В практической части работы проводился расчет стоимости компании и анализ дивидендной политики на конкретном примере. Объектом исследования является ПАО «ГМК «Норильский никель». Анализ финансового состояния компании показал, что компания развивается стабильно за счет заемных средств, демонстрируя высокий уровень рентабельности. Показатели эффективности дивидендной политики показали, что интересы акционеров удовлетворяют за счет высоких дивидендных выплат.

В ходе анализа влияния дивидендной политики на стоимость компании было выявлено, что дивидендная политика влияет на стоимость компании, также с помощью нее можно управлять стоимостью компании и максимизировать ее.

В заключение хотелось бы обратить внимание на высокий уровень значимости управления структурой капитала компании и выбора дивидендной политики для развития компании.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Ковалев, В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник / В. В. Ковалев. – Москва : Проспект, 2017. – 1103 с.
2. Ферова, И. С. Корпоративные финансы : учебное пособие / И. С. Ферова, И. Г. Кузьмина. – Красноярск : Сиб. федер. ун-т, 2016. – 148 с.
3. Никитина, Н. В. Корпоративные финансы : учебное пособие / Н. В. Никитина, В.В.Янов. – Москва : Кнорус, 2016. – 512 с.
4. Лукасевич, И. Я. Финансовый менеджмент. В 2 ч. Часть 1. Основные понятия, методы и концепции : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / И. Я. Лукасевич. — Москва : Юрайт, 2017. — 377 с
5. Черненко, А. Ф. Корпоративные финансы : учебное пособие / А. Ф. Черненко, А. В. Башарина. – Москва : Феникс, 2015. – 374 с.
6. Об акционерных обществах : федер. закон Российской Федерации от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ
7. Ибрагимов, Р. Г. Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы : учебное пособие / Р. Г. Ибрагимов. – Москва : Юрайт, 2017. – 184 с.
8. Налоговый кодекс Российской Федерации : в 2 ч. : по состоянию на 5 авгус. 2000 г. – Москва : Кнорус, 2020. – 540 с.)
9. Балабанов, Т.И. Основы финансового менеджмента : учебное пособие / Т. И. Балабанов. – Москва: Финансы и статистика, 2018. – 526 с.
10. Кузнецов, Б. Т. Инвестиционный анализ : учебник и практикум для академического бакалавриата / Б. Т. Кузнецов. – Москва : Юрайт, 2019. – 363 с.
11. Колчина, Н. В. Финансы организаций (предприятий) : учебник для вузов / Н. В. Колчина. – Москва : Юнити-Дана, 2015. – 365 с.
12. Блау, С.Л. Инвестиционный анализ : учебник для бакалавров / С. Л. Блау. – Москва : Дашков и К, 2018. – 256 с.

13. Анесянц, С. А. Основы функционирования рынка ценных бумаг : учебное пособие / С. А. Анесянц. – Москва : Финансы и статистика, 2017. – 144 с.
14. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. – Москва : Инфра-М, 2017. – 384 с.
15. Боровкова, В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Боровкова. – Москва : Питер, 2017. – 352 с.
16. Рынок ценных бумаг : учебник / Е. Ф. Жуков [и др.]. – Москва, 2015. – 567 с.
17. Теплова, Т.В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса / Т. В. Теплова // Финансовый менеджмент. 2011. – № 1. – С. 13–25.
18. Березинец, И. В Реакция российского фондового рынка на объявления о выплате дивидендов: эмпирическое исследование / И. В. Березинец, Л. А. Булатова, Ю. Б. Ильина, М. В. Смирнов // Вестник С.-Петербур. ун-та. Сер. Менеджмент. 2015. – № 1. – С 20-38.
19. Тренев, Н. Н. Управление финансами : учебное пособие / Н. Н. Тренев. – Москва : Финансы и статистика, 2019. – 495 с.
20. Теплова, Т. В. Финансовый менеджмент : управление капиталом и инвестициями : учебник для вузов / Т. В. Теплова. – Москва : ГУ ВШЗ, 2018. – 504 с.
21. Федотова, М. А. Оценка стоимости бизнеса : учебник / М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Н. А. Атабиева. – Москва : КноРус, 2018. – 320 с.
22. Богатыня, Ю. В. Инвестиционный анализ : учебное пособие / Ю. В. Богатыня, В. А. Швандар. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 287 с.
23. Ковалев, В.В. Управление финансовой структурой фирмы : учебно-практическое пособие / В. В. Ковалев. – Москва : Проспект, 2015. – 255 с.
24. Модильяни, Ф. Сколько стоит фирма : книга / Ф. Модильяни, М. Миллер. – Москва : Дело, 2001. – 270 с.

25. Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия : учебник / Г. В. Савицкая. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 336 с.
26. Крылов, С.И. Финансовый анализ : учебное пособие / С. И. Крылов. – Екатеринбург : Урал. ун-та, 2016. – 160 с.
27. Жилкина, А. Н. Финансовый анализ : учебник и практикум для вузов / А. Н. Жилкина. — Москва : Юрайт, 2020. – 285 с.
28. Бочаров, В. В. Комплексный финансовый анализ : учебник / В. В. Бочаров. – Москва : Питер, 2016. – 432 с.
29. Любушин, Н. П. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности : учебник / Н. П. Любушин. – Москва : Юнити, 2019. – 440 с.
30. Ковалькова, Ю.Ю. Влияние дивидендной политики на рыночную стоимость корпорации // научное сообщество студентов: междисциплинарные исследования: сб. ст. по мат. LXX междунар. студ. науч.-практ. конф. № 11(70).
31. Васильева, Л. С. Оценка бизнеса : учебное пособие / Л. С. Васильева. – Москва : КноРус, 2019. – 320 с.
32. Косорукова, И. В. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса : учебник / И. В. Косорукова. – Москва : МФПУ Синергия, 2016. – 904 с.
33. Чайников, В. В. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие / В. В. Чайников, И. В. Куликов. – Москва : Юнити, 2016. – 162 с.
34. Спиридонова, М. Э. Оценка стоимости предприятия доходным подходом: проблемы и решения // Современное научное знание, идеи и концепции : сборник научных трудов по материалам I Международного научно-практического форума молодых ученых. Екатеринбург : «Профессиональная наука», – 2017. 417 с.
35. Григорьев, В. В. Оценка стоимости бизнеса: основные подходы и методы : учебник / В. В. Григорьев. – Москва : Русайнс, 2015. – 190 с.
36. Касьяненко, Т. Г. Оценка стоимости бизнеса : учебник для академического бакалавриата / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова ; Санкт-Петербург. гос. эконом. ун-т. - 2-е изд., перераб. и доп. - Москва : Юрайт, 2018. - 373 с.



37. Эскиндарова, М. А. Оценка стоимости бизнеса : учебник / коллектив авторов ; под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. — 2-е изд., стер. — Москва : Кнорус, 2018. — 320 с.

38. Официальный сайт «Adamodar» [Электронный ресурс] : база данных содержит сведения о значениях бета-коэффициентов по отраслям. — Режим доступа: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

39. Hamada, R. S. The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks» / R. S. Hamada // The Journal of Finance. — Vol. 27. — № 2. — pp. 435–452.

40. Аналитическая статья [Электронный ресурс] : база данных содержит сведения о премии за рыночной риск. — Режим доступа: <https://swissapp.ru/upload/iblock/a0f/Swiss Appraisal Analitics ERP Russia 4Q20 18.pdf>

41. Корниенко, Б. И. Оценка стоимости предприятия с использованием метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода // Концепт . 2015. — №7. — С 86-90.

42. Официальный сайт «global». [Электронный ресурс] : база данных. — Режим доступа: <https://www.global-rates.com/interest-rates/libor/libor.aspx>

43. Официальный сайт «Cbonds» [Электронный ресурс] : база данных содержит сведения о кредитных рейтингах. — Режим доступа: <http://cbonds.ru/emissions/issue/63185>

44. Официальный сайт компании «Росбизнесконсалтинг» [Электронный ресурс] : база данных содержит сведения консенсус-прогнозов. — Режим доступа: <https://quote.rbc.ru/ticker/59260>

45. Официальный сайт ПАО «ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс] : содержит: информацию о компании. — Режим доступа: <https://www.nornickel.ru/>

46. Годовой отчет «ПАО «ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс] : база данных. — Режим доступа: [https://www.nornickel.ru/upload/iblock/31a/NN2019\\_Digital.pdf](https://www.nornickel.ru/upload/iblock/31a/NN2019_Digital.pdf)

47. Официальный сайт ПАО «ГМК Норильский никель» [Электронный ресурс] : содержит: информацию о дивидендной политике компании. – Режим доступа: <https://www.nornickel.ru/investors/dividends/>

48. Официальный сайт «Доход» [Электронный ресурс] : содержит: информацию о дивидендных выплатах. – Режим доступа: <https://www.dohod.ru/>

49. Консолидированная финансовая отчетность Норильский никель [Электронный ресурс] : база данных. – Режим доступа: <https://www.nornickel.ru/files/ru/results/ras/2019/12m-2019-konsolidirovannaya-finansovaya-otchetnost-za-god-zakonchivshijsya-31-dekabrya-2019-g-v-dollarah-ssha.pdf>

50. Официальный сайт «Банк России». [Электронный ресурс] : база данных содержит: информацию о: бескупонной доходности государственных облигаций. – Режим доступа: [https://cbr.ru/hd\\_base/zcyc\\_params/](https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/)

51. Консолидированная финансовая отчетность Норильский никель [Электронный ресурс] : база данных. – Режим доступа: <https://www.nornickel.ru/files/ru/results/ras/2019/12m-2019-konsolidirovannaya-finansovaya-otchetnost-za-god-zakonchivshijsya-31-dekabrya-2018-g-v-rublyah.pdf>

52. Официальный сайт «Conomy». [Электронный ресурс] : база данных. – Режим доступа: <https://www.conomy.ru/emitent/norilsk-nikel/templates/5876>

53. Производственные результаты ПАО «ГМК «Норильский никель». [Электронный ресурс] : база данных. – Режим доступа: [https://www.nornickel.ru/upload/iblock/374/Press\\_release\\_FY2019\\_RUS\\_Final\\_FULL.pdf](https://www.nornickel.ru/upload/iblock/374/Press_release_FY2019_RUS_Final_FULL.pdf)

54. Официальный сайт «Росстат». [Электронный ресурс] : база данных содержит: информацию об уровне инфляции в РФ. – Режим доступа: <https://www.gks.ru/>

55. Официальный сайт «Статбюро». [Электронный ресурс] : база данных содержит: информацию об уровне инфляции в США. – Режим доступа: <https://www.statbureau.org/ru/united-states/inflation-tables>

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

Таблица А.1 – Бухгалтерский баланс ПАО «ГМК «Норильский никель», тыс. руб.

Наименование показателя	Код	На 31 декабря 2019 года	На 31 декабря 2018 года	На 31 декабря 2017 года	На 31 декабря 2016 года	На 31 декабря 2015 года
1	2	3	4	5	6	7
Актив						
1. Внеоборотные активы						
Нематериальные активы	1110	13 847 477	11 852 900	9 923 315	7 260 015	5 408 938
Результаты исследований и разработок	1120	421 997	240 613	368 260	311 963	487 392
Нематериальные поисковые активы	1130	957 648	3 122 793	2 547 403	1 844 009	2 038 928
Материальные поисковые активы	1140	-	-	-	-	-
Основные средства	1150	357 309 804	374 017 558	362 255 895	343 544 212	308 073 453
Доходные вложения в материальные ценности	1160	2 919 432	3 033 480	3 170 448	3 318 760	3 483 098
Финансовые вложения	1170	352 119 970	323 294 469	237 927 573	204 398 043	200 263 182
Отложенные налоговые активы	1180	-	-	-	-	-
Прочие внеоборотные активы	1190	20 047 372	27 380 424	52 493 737	79 158 726	14 622 141
Итого по разделу 1	1100	747 623 700	742 942 237	668 686 631	639 835 728	534 377 132
2. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ						
Запасы	1210	77 695 011	110 881 277	112 036 959	75 400 770	67 913 878
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	835 328	2 906 870	2 154 250	777 558	1 213 036
Дебиторская задолженность (сумма строк 1231+1235)	1230	213 905 925	59 531 344	41 875 603	44 067 552	63 327 355
Финансовые вложения ( за исключением денежных эквивалентов)	1240	109 383 854	38 532 948	55 361 465	94 100 264	130 896 846
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	132 872 858	55 185 316	8 373 956	103 539 044	185 021 960

## Окончание таблицы А.1

Прочие оборотные активы	1260	385 643	552 878	3 272 040	1 276 878	2 560 586
Итого по разделу 2	1200	535 078 619	267 590 633	223 074 273	319 162 066	450 933 661
БАЛАНС ( сумма строк 1100+1200)	1600	1 282 702 319	1 010 532 870	891 760 904	958 997 794	985 310 793
Пассив						
<b>3. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>						
Уставный капитал ( складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	158 245	158 245	158 245	158 245	158 245
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-	-	-
Переоценка внеоборотных активов	1340	-	-	-	-	-
Добавочный капитал ( без переоценки)	1350	48 187 669	48 187 669	48 187 669	48 187 669	48 187 669
Резервный капитал	1360	23 737	23 737	23 737	23 737	23 737
Нераспределенная прибыль ( непокрытый убыток)	1370	300 305 540	146 514 569	200 570 764	176 499 424	160 448 299
ИТОГО по разделу 3	1300	348 675 191	194 884 220	248 940 415	224 869 075	208 817 950
<b>4. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>						
Заемные средства	1410	527 599 039	569 614 657	439 619 912	429 444 725	519 069 661
Отложенные налоговые обязательства	1420	15 994 755	21 012 613	19 251 572	12 779 656	12 341 617
Оценочные обязательства	1430	23 990 509	20 538 566	20 783 273	25 898 619	24 710 714
Прочие обязательства	1450	1 327 137	20 164 148	29 188 919	43 834 483	2 074 344
ИТОГО по разделу 4	1400	568 911 440	631 329 984	508 843 676	511 957 483	558 196 336
<b>5. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>						
Заемные средства	1510	179 733 272	118 752 212	71 347 767	84 987 917	124 437 483
Кредиторская задолженность	1520	170 512 603	51 467 532	50 201 903	125 957 949	81 981 804
Доходы будущих периодов	1530	41 871	22 133	29 441	24 038	23 741
Оценочные обязательства	1540	14 827 718	14 019 871	12 388 161	11 201 332	11 853 479
Прочие обязательства	1550	224	56 918	9 541	-	-
ИТОГО по разделу 5	1500	365 115 688	184 318 666	133 976 813	222 171 236	218 296 507
БАЛАНС	1700	1 282 702 319	1 010 532 870	891 760 904	958 997 794	985 310 793

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Таблица Б.2 – Отчет о финансовых результатах ПАО «ГМК «Норильский никель», тыс. руб.

Наименование показателя	Код	за 2019 год	за 2018 год	за 2017 год	за 2016 год	за 2015 год
1	2	3	4	5	6	7
Выручка	2110	878 144 293	609 311 741	455921197	422828829	402789507
Себестоимость продаж	2120	-291 900 959	-236 543 849	-187162254	-170717799	-127780111
Валовая прибыль (убыток)	2100	586 243 334	372 767 892	268758943	252111030	275009396
Коммерческие расходы	2210	-7 845 338	-6 672 049	-5133662	-9035450	-8846970
Управленческие расходы	2220	-41 324 516	-37 920 948	-30713643	-25783436	-20974402
Прибыль (убыток) от продаж	2200	537 073 480	328 174 895	232911638	217292144	245188024
Доходы от участия в других организациях	2310	87 248 943	2 566 980	4566666	9099643	23643307
Проценты к получению	2320	8 032 993	5 741 938	3649550	6525806	9325345
Проценты к уплате	2330	-37 592 439	-33 364 697	-34556505	-40405511	-29473140
Прочие доходы	2340	69 429 016	9 098 687	22231266	42775335	8748019
Прочие расходы	2350	-38 836 146	-100 337 380	-55772067	-68588177	-85772772
Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	625 355 847	211 880 423	173030548	166699240	171568783
Текущий налог на прибыль	2410	-117 597 604	-46 007 729	-37555487	-43496376	-24944288
в т.ч. постоянные налоговые активы (обязательства)	2421	-14 341 128	5 362 005	-8512423	-10635688	1350058
Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	-7 608 639	-2 016 498	-4743128	-1909317	-4660578

Окончание таблицы Б.2

Изменение отложенных налоговых активов	2450	14 476 202	286 137	-819918	1430157	-3358832
Прочее	2460	50 303	813 211	-1025932	-523328	6876661
Чистая прибыль (убыток)	2400	514 676 109	164 955 544	130038748	122770291	146212750
Совокупный финансовый результат периода	2500	514 676 109	164 955 544	130038748	122770291	146212750
Базовая прибыль (убыток) на акцию	2900	3,2524	1,0424	0,8218	0,7758	0,924

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
Институт экономики управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ

Заведующий кафедрой

И.С. Ферова  
подпись                      инициалы, фамилия

« 17 »                      06                      2020 г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**  
АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА РЫНОЧНУЮ  
СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «ГМК «НОРИЛЬСКИЙ  
НИКЕЛЬ»)

38.04.02 «Менеджмент»  
(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»  
код и наименование магистерской программы

Научный руководитель И.А. Шнюкова                      доцент, канд. экон. наук Е.А. Шнюкова  
подпись, дата                      должность, ученая степень                      инициалы, фамилия

Выпускник Ю.Ю. Ковалькова                      18.06.2020  
подпись, дата                      инициалы, фамилия

Рецензент О.С. Нагаева                      ст. науч. сотр., канд. экон. наук О.С. Нагаева  
подпись, дата                      должность, ученая степень                      инициалы, фамилия

Красноярск 2020