Сергеева Елена Юрьевна (Sergeeva Elena Yurievna)

магистрант (undergraduate)

+79041290661, elena\_sergeeva2501@mail.ru

Головань Софья Андреевна (Golovan Sofya Andreevna)

Кандидат экономических наук (PhD in Economics)

+79526284769, free9sonjas@gmail.com

**ВЛИЯНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА СПРАВЕДЛИВУЮ СТОИМОСТЬ АКЦИЙ КОМПАНИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА**

**INFLUENCE OF DIVIDEND POLICY ON THE FAIR VALUE OF SHARES IN THE OIL AND GAS SECTOR**

Аннотация. В статье изучается теоретическая и практическая основа модели оценки акций путём дисконтирования дивидендов. Вычисляется справедливая цена акций двух крупнейших нефтегазовых компаний Российской Федерации: ПАО «Лукойл» и ПАО «Новатэк». По результатам проведенного анализа были сформулированы выводы относительно влияния дивидендной политики на формирование справедливой стоимости акций. В рамках рыночного ценообразования в цене заложена также и спекулятивная составляющая, формирующаяся за счет влияния на цену различных действий инвесторов, которые подкрепляются высоким уровнем ликвидности, на рынке ценных бумаг. Процесс образования цены на акции с участием спекулятивной составляющей в конечном итоге может привести к образованию спекулятивного «пузыря», то есть возникает ситуация, когда рыночная цена акций выше её справедливой стоимости.

Ключевые слова: акция, дивиденд, дивидендная политика, справедливая цена акции.

Abstract.The article examines the theoretical and practical basis of the stock pricing model by discounting dividends. The fair price of shares of the two largest oil and gas companies of the Russian Federation is calculated: PJSC Lukoil and PJSC Novatek. Based on the results of the analysis, conclusions were formulated regarding the influence of the dividend policy on the formation of the fair value of shares. Within the framework of market pricing, the price also includes a speculative component, which is formed due to the influence on the price of various actions of investors, which are supported by a high level of liquidity, in the securities market. The process of price formation for shares with the participation of a speculative component may ultimately lead to the formation of a speculative “bubble”, that is, a situation arises when the market price of shares is higher than its fair value.

Key words: stock, dividend, dividend policy, fair share price.

Введение

Процесс ценообразования на фондовом рынке похож на процесс ценообразования в общем, но при этом имеет ряд своих особенностей, заключающихся в специфическом объекте купли-продажи. Ценные бумаги являются только «титулами» собственности, большой ценности, как правило, они не представляют. Исходя из этого, рыночная стоимость ценных бумаг (в особенности акций) меняется не только под влиянием функционирования реальных активов, но и также зависит от различных факторов [1]. К этим факторам можно отнести:

* спрос и предложение на капитал;
* конъюнктура финансового рынка;
* рентабельность и конкурентоспособность эмитента;
* величина дохода по ценным бумагам;
* инвестиционный климат или инвестиционная ёмкость рынка и другие.

В книге «Новый подход к инвестированию на рынке акций» В. Карбовский и И. Нуждин утверждают, что для отечественного фондового рынка понятие «справедливая цена» акции определяется стоимостью компании эмитента, базирующейся на прогнозе её выручки с учетом того, что прогнозные параметры с той или иной долей вероятности могут варьироваться [2].

Исходя из этого, можно сказать, что разность между справедливой ценой и рыночной ценой представляет собой фиктивную составляющую. В те периоды времени, когда снижается либо вовсе прекращается «подпитка» фиктивной составляющей, рыночная стоимость акций падает, как правило, до справедливого уровня. Зачастую данный процесс приводит к резкому падению фондового рынка и потере денежных средств инвесторами.

Таким образом, в рамках инвестиционного процесса одним из ключевых моментов является определение справедливой стоимости акции.

Методология исследования

Оценка акций предприятия представляет собой, по сути, определение стоимости данной компании, а точнее, той доли стоимости бизнеса, приходящейся на оцениваемый пакет акций. Оценочную экспертизу можно провести для нахождения стоимости на рынке обыкновенных и привилегированных акций, которые эмитированы открытыми или же закрытыми акционерными обществами. Оценивать акции необходимо для определения их стоимости как финансового инструмента, приносящего прибыль владельцу. К способам извлечения прибыли можно отнести получение дивидендов и рост цены акций, связанный с улучшением финансовых показателей компании, расширением её деятельности и увеличением стоимости активов. Поэтому, оценка акций проводится по следующим показателям: рынок капитала, чистые активы и дивиденды [3;4;5;6].

На бирже могут применяться разнообразные методы оценки рыночной стоимости акций, целесообразность использования которых определяется [экспертом-оценщиком](https://www.uphill.ru/o-kompanii/komanda/) в зависимости от конкретной ситуации.

В нашей работе мы рассмотрим метод оценки акций путём дисконтирования будущих потоков, на примере ПАО «Лукойл» и ПАО «Новатэк». Этот метод является одним из методов, используемых при доходном подходе. Данную методику оценки стоимости пакетов акций целесообразно пускать в дело в том случае, если ожидаемые уровни денежных потоков существенно разнятся и подлежат обоснованному определению.

Дисконтирование дивидендов — один из самых простых способов грубо оценить стоимость акций. Данная модель оценки (discount dividend model, DDM) основывается на концепции стоимости денег во времени. В соответствии с ней стоимость акции равна стоимости будущих дивидендов, приведенной (дисконтированной) к текущему моменту времени. Иными словами, вы прогнозируете будущие дивиденды компании и дисконтируете их, получая при этом справедливую стоимость акции. [3].

Для оценки акций с помощью модели дисконтирования дивидендов нам понадобятся:

1. текущие дивиденды;
2. ожидаемые темпы роста текущих дивидендов;
3. ставка дисконтирования.

В общем виде формула DDM выглядит так (формула 1):

$P₀=\frac{div₁}{1+ƙ}+\frac{div₂}{(1+ƙ)²}+…+\frac{divₙ}{(1+ƙ)ⁿ}$ (1),

где *div — ожидаемые дивиденды на акцию,*
*k — ставка дисконтирования*, *P — справедливая цена акции, n – количество периодов.*

Если ожидается рост дивидендов, то формула преобразуется в следующий вид:

$P₀=\frac{DPS₀×(1+g)}{1+ƙ}+\frac{DPS₀×(1+g)²}{(1+ƙ)²}+…+\frac{DPS₀×(1+g)ⁿ}{(1+ƙ)ⁿ}$ (2),

где DPS₀ — текущий дивиденд, g — ожидаемые темпы роста.

Если срок жизни компании принять бесконечным, то формула преобразуется в так называемую формулу Гордона — модель постоянного роста (формула 3).

$P₀ = \frac{DPS₀×(1+g)}{ƙ-g}$(3).

Чтобы спрогнозировать будущие денежные потоки, необходимо умножить текущий дивиденд на ожидаемые темпы роста g.

Дивиденд будущего года рассчитывается по формуле (4):

$D₁=D₀×(1+g)$ (4),

где *D1 – дивиденд будущего года, D0 – дивиденд текущего года*.

У большинства компаний дивиденды со временем демонстрируют рост. Чтобы узнать их будущую величину, необходимо предположить, какими темпами они будут расти. Чтобы оценить будущие темпы роста можно:

* взять средние темпы роста в прошлом, если они были стабильными;
* вычислить с помощью формулы (5):

$g=ROE×b$ (5),

где *ROE (return on equity)* — рентабельность собственного капитала,*b* — коэффициент реинвестируемой прибыли, то есть доля прибыли, которую компания оставляет себе после выплаты дивидендов (формула 6).

$b=1-\frac{∑div}{ЧП}$ (6),

где $∑div$*– сумма выплаченных дивидендов, ЧП – чистая прибыль.*

Иногда доля прибыли, выплачиваемая акционерам, указана в дивидендной политике компании.

Ставку дисконтирования можно считать по-разному. По сути, это ставка требуемой доходности. То есть, если вы хотите получать от своей инвестиции доходность 15%, значит берете эту ставку. Другой способ — использовать модель CAPM (Capital Asset Pricing Model).

В нашей работе мы будем использовать ставку дисконтирования равную 15%.

Результаты исследования

Перейдем к оценке справедливой стоимости акций методом дисконтирования будущих потоков на примере акций ПАО «Лукойл» и ПАО «Новатэк». Текущие дивиденды 350 и 32,33 рублей соответственно. Средние темпы роста дивидендов за 5 лет 9% и 12%.

Размеры дивидендов двух компаний представлены в таблице 1.

Таблица 1 Размеры дивидендов на одну обыкновенную акцию ПАО «Лукойл» и ПАО «Новатэк» в период 2015-2019 гг., руб.

|  |  |
| --- | --- |
| Компания | Год |
| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| ПАО «Лукойл» | 112 | 120 | 130 | 155 | 350 |
| ПАО «Новатэк» | 13,5 | 13,9 | 14,95 | 26,06 | 32,33 |

\*Составлено на основе [7] и [8].

Динамика размеров дивидендов на одну обыкновенную акцию представлена на рисунке 1.

Обе компании не отличаются стабильной рентабельностью собственного капитала, среднее ROE за 5 лет у «Лукойла»составляет около 23%, у «Новатэка» около 31%.

 «Лукойл» выделял на дивиденды в среднем за последние 5 лет 42% чистой прибыли, поэтому доля реинвестированной прибыли 58%. Рассчитываем предполагаемые темпы роста: 0,23×0,58 = 0,1356 или 14%. Ставку дисконтирования возьмем 15%.

В свою очередь «Новатэк» выделял на дивиденды в среднем за последние 5 лет 41% чистой прибыли, при этом доля реинвестированной прибыли 59%. Рассчитаем так же предполагаемые темпы роста: 0,31×0,59= =0,1810 или 18%. Ставка дисконтирования также будет 15%.

Рисунок 1 Динамика размеров дивидендов на одну обыкновенную акцию

Применение модели дисконтирования зависит от трех ситуаций:

1. нулевой темп роста дивидендов;
2. постоянный темп роста дивидендов;
3. темп роста дивидендов меняется со временем.

Теперь рассмотрим отдельно каждую из ситуаций.

В случае, когда темпы роста равны нулю, справедливая цена акции, с применением ставки дисконтирования равной 15%, составляет$P = \frac{Div}{0,15}$. Рассчитаем справедливую цену акций за период 2015-2019 гг. (табл. 2)

Таблица 2 Справедливая цена акции при нулевом темпе роста, руб

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| ПАО "Лукойл" | 746,67 | 800,00 | 866,67 | 1 033,33 | 2 333,33 |
| ПАО "Новатэк" | 90,00 | 92,67 | 99,67 | 173,73 | 215,53 |

Некоторые акции имеют очень стабильные темпы роста в прошлом и ожидается, что они сохранятся и в будущем. В этой модели применятся формула Гордона, предполагающая вечное поступление дивидендов. Ни одна компания не может вечно поддерживать высокие темпы роста, именно поэтому в итоге они стремятся к средним по экономике. Предположим, что долгосрочные темпы роста ПАО «Лукойл» и ПАО «Новатэк»будут держаться на уровне 5% в год.

Сначала рассчитаем дивиденд следующего года, для этого применим формулу (4).

Для расчета справедливой цены акции используем формулу Гордона (формула 3).

Расчеты представлены в таблице 3.

Таблица 3 Прогноз дивидендов и справедливой стоимости акций в 2020 году

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | ПАО "Лукойл" | ПАО "Новатэк" |
| D1 - дивиденд 2020 года, руб | 383,9847826 | 36,4246781 |
| Р - справедливая цена акции, руб | 3839,847826 | 364,246781 |

У данной модели имеется ряд минусов. Если взять слишком высокие темпы роста, которые будут выше ставки дисконтирования, то результат будет отрицательным. Исходя из этого, она подойдет только для тех случаев, когда g меньше k, и применяется для оценки зрелых организаций [3].

У большинства акций темпы роста дивидендов со временем изменяются. Ни одна компания не может повышать свои выплаты акционерам на 30-40% в год вечно. Обычно со временем высокие темпы роста падают до каких-то более низких и стабильных.

Для примера возьмем дивиденды ПАО «Лукойл», которые первые 10 лет будут расти на 14% в год, потом на 5% в год вечно и возьмем дивиденды ПАО «Новатэк», которые первые 10 лет будут расти на 18% в год, потом на 5% в год вечно. Для этого их необходимо дисконтировать за каждый период, а затем суммировать. Ставку дисконтирования также возьмем 15%. Текущие дивиденды ПАО «Лукойл» 350 рублей, ПАО «Новатэк» 32,33 рубля.

Для начала дисконтируем денежные потоки за первые 10 лет. Результаты занесем в таблицу 4.

Таблица 4 Дисконтированные денежные потоки за период 2020-2029 гг.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Год | ПАО "Лукойл" | ПАО "Новатэк" |
| Расчет | Дивиденд, руб | Расчет | Дивиденд, руб |
| 2019 | 350 | 350 | 32,33 | 33,32 |
| 2020 | 350\*(1+0,14)1 | 399,00 | 32,33\*(1+0,18)1 | 39,32 |
| 2021 | 350\*(1+0,14)2 | 454,86 | 32,33\*(1+0,18)2 | 46,39 |
| 2022 | 350\*(1+0,14)3 | 518,54 | 32,33\*(1+0,18)3 | 54,75 |
| 2023 | 350\*(1+0,14)4 | 591,14 | 32,33\*(1+0,18)4 | 64,60 |
| 2024 | 350\*(1+0,14)5 | 673,90 | 32,33\*(1+0,18)5 | 76,23 |
| 2025 | 350\*(1+0,14)6 | 768,24 | 32,33\*(1+0,18)6 | 89,95 |
| 2026 | 350\*(1+0,14)7 | 875,79 | 32,33\*(1+0,18)7 | 106,14 |
| 2027 | 350\*(1+0,14)8 | 998,41 | 32,33\*(1+0,18)8 | 125,25 |
| 2028 | 350\*(1+0,14)9 | 1138,18 | 32,33\*(1+0,18)9 | 147,79 |
| 2029 | 350\*(1+0,14)10 | 1297,53 | 32,33\*(1+0,18)10 | 174,39 |

Теперь дисконтируем их по ставке 15%.

Таблица 5 Дисконтированные дивиденды за период 2020-2029 гг.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Год | ПАО «Лукойл» | ПАО «Новатэк» |
| Расчет | Дивиденд, руб | Расчет | Дивиденд, руб |
| 2020 | 409,50\*(1+0,15)1 | 346,96 | 38,98\*(1+0,15)1 | 34,19 |
| 2021 | 479,12\*(1+0,15)2 | 343,94 | 45,61\*(1+0,15)2 | 35,08 |
| 2022 | 560,56\*(1+0,15)3 | 340,95 | 53,37\*(1+0,15)3 | 36,00 |
| 2023 | 655,86\*(1+0,15)4 | 337,98 | 62,44\*(1+0,15)4 | 36,94 |
| 2024 | 767,36\*(1+0,15)5 | 335,04 | 73,05\*(1+0,15)5 | 37,90 |
| 2025 | 897,81\*(1+0,15)6 | 332,13 | 85,47\*(1+0,15)6 | 38,89 |
| 2026 | 1050,43\*(1+0,15)7 | 329,24 | 100,00\*(1+0,15)7 | 39,90 |
| 2027 | 1229,01\*(1+0,15)8 | 326,38 | 117,00\*(1+0,15)8 | 40,94 |
| 2028 | 1437,94\*(1+0,15)9 | 323,54 | 136,89\*(1+0,15)9 | 42,01 |
| 2029 | 1682,39\*(1+0,15)10 | 320,73 | 160,16\*(1+0,15)10 | 43,11 |
| Сумма |  | 3336,90 |  | 384,95 |

Далее рассчитаем стоимость акции после первых 10 лет, то есть терминальную стоимость. Возьмем денежный поток на 10 год и используем формулу Гордона. Терминальная стоимость акции ПАО «Лукойл» после первых 10 лет составит:

$\frac{1297,53\*1,05}{(0,15-0,05)}=13624,065$ рублей.

Дисконтируем ее к текущему моменту:

$\frac{13624,065}{(1+0,15)²}=3367,$66 рублей.

Итоговая справедливая стоимость акции составит:

$3336,9+3367,66=6704,56$ рублей.

На 29.03.2021 года средняя рыночная цена акции «Лукойла» равна 6235,5 рублей[6]. То есть, либо акция недооценена рынком, либо мы ошиблись в расчетах, взяв, например, слишком высокие темпы роста.

Терминальная стоимость акции ПАО «Новатэк» после первых 10 лет составит:

$\frac{174,39\*1,05}{(0,15-0,05)}=1831,095$ рубль.

Дисконтируем ее к текущему моменту:

$\frac{1831,095}{(1+0,15)²}=452,62$ рубля.

Итоговая справедливая стоимость акции составит:

$384,95+452,62=837,57$ рублей.

Средняя рыночная цена акции «Новатэка» на 29.03.2021 составляет 1500,4 рублей[6]. Тут вывод другой, либо акция переоценена рынка, либо мы ошиблись и заложили слишком низкие темпы роста.

Обсуждение результатов

По результатам анализа можно назвать следующие минусы модели:

1. подходит только для акций, по которым выплачивают дивиденды;
2. нельзя учесть возможный рост или падение курсовой стоимости акций;
3. слишком зависима от используемой ставки дисконтирования и прогнозируемых денежных потоков. Малейшее колебание вводных данных вызывает значительное изменению результата;
4. хорошо подходит для компаний со стабильными финансовыми показателями (рентабельность, рост чистой прибыли), и плохо подходит для компаний с нестабильными результатами;
5. не учитывает такие факторы как: будущие обратные выкупы акций и дополнительную эмиссию, колебание доли выплачиваемой прибыли, рост и снижение цен на сырьё и продукцию, изменение долговой нагрузки и инвестиционной программы и тому подобное. Кое-что из этого перечня возможно учесть только вручную, путем прогнозирования прибыли и дивидендов за каждый период.

Заключение

Из всего вышесказанного можно сделать вывод о том, что акции «Лукойла» недооценены рынком, так как справедливая стоимость акции выше, чем рыночная. Следовательно, акции обладают потенциальной привлекательностью для инвесторов, к этому привела дивидендная политика и другие факторы.

А вот акции «Новатэка» наоборот, переоценены рынком и их справедливая цена ниже, чем рыночная. Именно поэтому, нужно быть готовыми к снижению интереса инвесторов, либо же компания будет вынуждена поддерживать высокие дивидендные выплаты.

Вообще, выявление справедливой стоимости акций компании сложно назвать простым процессом, но найденный результат может дать очень многое инвестору.

Начиная от того, что детальное изучение компании позволяет проникнуться её бизнесом, лучше понять приоритеты и ориентиры по компании. И, несомненно, это дает максимально четкое понимание положения компании на рынке. Позволяет понять потенциал расширения бизнеса, а также найти наиболее интересные, с фундаментальной точки зрения, точки входа в акции компании [10].

Список использованных источников:

|  |
| --- |
|  1. Гвоздь П. А., Глисин А. Ф. Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании-реалии российского инвестора //Вестник науки. – 2018. – №. 3. – С. 20-21. |
|  2. Карбовский В., Нуждин И. Новый подход к инвестированию на рынке акций./М.: Вершина, 2006. – 224 с. |
|  3. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент. Учебник – 2-ое изд., перераб. и доп. – М. :Эксмо, 2017 – 768 с. |
| 1. Бочарова И. Ю. Дивидендная политика в системе корпоративного управления компаний //Финансы и кредит. – 2011. – №. 47 (479).
 |
| 1. Абалакина Т. В., Абалакин А. А. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании //Вестник евразийской науки. – 2013. – №. 5 (18).
 |
| 1. Егоров В. А., Газизова Г. А. Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании //Вестник современных исследований. – 2018. – №. 5.4. – С. 62-63.
 |
| 7. Официальный сайт ПАО «Лукойл» //[Электронный ресурс]// <https://lukoil.ru/> (01.02.2021). |
| 8. Официальный сайт ПАО «Новатэк» //[Электронный ресурс]// <http://www.novatek.ru/> (01.02.2021). |
| 9. Финансовый портал «Финам» //[Электронный ресурс]//https://www.finam.ru/ (29.03.2021) |
| 10. Галанова В. А. и Басов А. И. Рынок ценных бумаг. Учебник. / М.:финансы и статистика. 2012. — 448 с. |