

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

П. А. Шарп

ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ НА РЫНКЕ АКЦИЙ США: ОЦЕНКИ НА БЛИЖАЙШЕЕ ДЕСЯТИЛЕНИЕ

В статье для оценки ожидаемых доходов на инвестиции на рынке акций США используется модель непостоянного роста дисконтированных дивидендов. С помощью этой модели сделаны оптимистический, умеренный и пессимистический прогнозы роста дивидендов и прибылей на акцию, базируясь на периодах высокого, медианного и низкого исторического роста. Даже оптимистические предположения о будущем росте прибылей и дивидендов дают ожидаемую реальную доходность на акции для будущего десятилетия ниже исторического тренда. Ожидаемая доходность для этого периода достигнет долгосрочного среднего исторического уровня только при условии, что снижение будущей требуемой доходности к концу 2010-х гг. и обратный выкуп акций приведут к росту дивидендных доходов, превышающему исторические нормы. Данный результат предполагает четыре варианта исхода: во-первых, ожидаемый доход на акцию для следующего десятилетия будет намного ниже исторического; во-вторых, темпы роста прибылей и дивидендов будут выше, чем даже в периоды высоких исторических темпов роста; в-третьих, требуемая доходность будет снижаться, ведя к «капитальным доходам»¹, которые временно поддержат доходы на акцию; в-четвертых, модель дисконтированных дивидендов не сможет быть использована для оценки стоимости акций и дохода на них.

ВВЕДЕНИЕ

Практикующие финансисты нуждаются в оценках ожидаемого дохода на рынке акций для принятия многих финансовых решений. В базовых учебниках по финансам часто приводятся данные об исторических доходах на

¹ Термин «*capital gains*» (букв. — «капитальные доходы») иногда переводят как «рост стоимости капитала» или «ценовой доход». Переводчик предпочитает технические термины калькировать, чтобы не запутать читателя. — *Прим. пер.*

© П. А. Шарп, 2005

© С. В. Котелкин, перевод с англ., 2005

крупные портфели акций, облигаций, векселей, что косвенно подталкивает к использованию таких доходов в качестве приближенной базы для оценки ожидаемых будущих доходов на акции. Часто эти данные применяются для оценки премий на акции. Например, историческая доходность акций превышает доходность долгосрочных казначейских облигаций на 5,2%. Если текущая доходность долгосрочного «Т-бонда»² составляет 4,1%, то долгосрочная ожидаемая доходность акции оценивается в 9,5% ($1,052 \times 1,041 - 1$). Если долгосрочная ожидаемая инфляция — 2,3%, то эти 9,5% номинального дохода могут принести примерно 7% реальной доходности ($1,095/1,023 - 1$).

Однако есть несколько причин полагать, что ожидаемые доходы на портфель акций будут ниже, чем их уровень, предусматриваемый историческими оценками. Из-за роста ликвидности и снижения транзакционных издержек на рынке акций вероятно более низкая требуемая доходность. Теоретически более ликвидные активы требуют меньшей доходности. Более того, после объявления о включении акции в список *S&P 500*³, ее курс, как правило, растет. Такой рост курса, при прочих равных условиях, приводит к меньшей величине ожидаемых доходов в будущем для инвесторов, покупающих акции по более высокому курсу. Поскольку рост курсов акций при включении в *S&P 500* приводит в среднем к постоянному увеличению курсов акций, то снижается и ожидаемая доходность на акции в *S&P 500*. Другая причина полагать, что премии на акции могут снизиться, состоит в широко распространенном утверждении о том, что диверсификация портфеля акций позволяет управлять их рисками. Фактический риск, который несут нынешние инвесторы в акции, сделал инвестиции в них менее спекулятивными, чем в прошлом.

Вдобавок экономика США сейчас стабильнее, чем в большинстве исторических периодов, что, вероятно, снижает ожидаемый риск от инвестиций в акции. Налоги на «капитальную доходность» в последние годы снизились, также недавно сократились и налоги на дивиденды. Это означает, что посленалоговая прибыль возросла для любой доналоговой доходности. Таким образом, требуемая доходность может снижаться. В период перехода от более высокой к более низкой требуемой доходности на акцию курсы акций

² «Т-бонд» (от англ. *Treasury bond, T-bond*) — казначейская облигация, т. е. простой долгосрочный вексель, эмитируемый Министерством финансов США. Это — аналог российских ОФЗ (облигаций федерального займа). — *Прим. пер.*

³ *S&P 500 (Standard-and-Poor's 500)* — индекс курсов акций на Нью-Йоркской бирже акций (*New-York Stock Exchange, NYSE*), исчисляемый глобальной компанией по составлению кредитных рейтингов «Стэндрт-энд-Пурс». В индекс включают 500 акций ведущих американских компаний промышленности, коммунального хозяйства, финансовой сферы, транспорта, котируемых на этой бирже. При этом курсы акций «взвешивают» по доле каждой в их суммарном обороте. — *Прим. пер.*

возрастут вследствие снижения ставки дисконтирования. Рост курсов повысит реализованные доходы, тогда как ожидаемые будущие доходы снизятся. Дж. Сигел рассматривает причины снижения премий на акцию [Siegel, 2002].

Ожидаемые доходы и/или ожидаемые премии на акции оцениваются в многочисленных исследованиях. Число работ на эту тему чрезвычайно велико, и в недавно опубликованной статье Р. Деррига и Э. Орра [Derrig, Orr, 2003] представлены результаты по 25 исследованиям оценок доходов на акцию. Особый интерес представляют в этой связи две недавние работы. Р. Ибботсон и П. Чен [Ibbotson, Chen, 2003] оценивают премию на акцию в 4% сверх ставки по долгосрочным казначейским бондам. Полученный ими результат немного ниже, чем историческая премия на акцию в 5,2% сверх ставки по долгосрочным казначейским бондам: она уменьшилась вследствие среднего роста коэффициента P/E («цена—прибыль»)⁴ за 1926–2000 гг. Они утверждают, что 1,2% исторической премии на акцию могут быть отнесены на счет роста данного показателя, который является неожиданным. Нельзя предполагать, что данный рост цен, который не может рассматриваться как результат повышения прибылей, будет продолжаться. Согласно Ибботсону и Чену, уровень рыночных цен «верен», т. е. адекватно отражает фундаментальные факторы (макрорыночная эффективность), а премия на акции (4%) постоянна как для прошлых, так и для последующих периодов. Поэтому, по их мнению, текущий высокий коэффициент P/E на рынке должен указывать на то, что в дальнейшем ожидаемые темпы роста дивидендов и прибыли превысят исторические средние. Эти факторы предсказывают увеличение исторического роста прибылей и дивидендов на 3,4%. В итоге только 1,1% увеличения прибылей могут быть объяснены ростом коэффициента «реинвестирования прибылей»⁵. Оставшиеся 2,3% необъяснимы, но можно предположить, что они являются следствием исторической премии на акцию, скорректированной на изменения коэффициента P/E и ситуацию на эффективном рынке акций.

Ю. Фама и К. Френч [Fama, French, 2002], напротив, находят мало аргументов в пользу того, что ожидаемые темпы роста прибылей намного превысят показатели прошлых лет. Они полагают, что наилучшая оценка будущих долгосрочных темпов роста дивидендов и прибылей равна данным прошлых лет, и оценивают премию на акцию менее чем в 1%. Их прогноз предполагает более низкую ожидаемую доходность на рынке.

Интересно, что оба исследования обосновывают использование исторических величин. Р. Ибботсон и П. Чен считают, что премии на акции совершенно непредсказуемы, поэтому оценивают ожидаемые премии с по-

⁴ P/E (*Price per earnings*) — отношение цены акции к прибыли на акцию. — Прим. пер.

⁵ *Retention ratio of earnings* — *RRE*. — Прим. пер.

мощью исторических средних. Ю. Фама и К. Френч пользуются той же логикой по отношению к историческому долгосрочному росту прибыли и оперируют ими как наилучшей оценкой будущего. Оба утверждения не могут быть верны. Предположение о постоянной премии на акцию или о постоянном долгосрочном росте прибылей ведет к совершенно разным оценкам ожидаемых долгосрочных доходов.

Поведенческая финансовая теория (*behavioral finance theory*) утверждает, что цены активов могут отклоняться от своих базовых стоимостей по причинам, которые нельзя объяснить с помощью рациональных моделей. Инвесторы могут поддаться стадному чувству, будучи охваченными волнами оптимизма или пессимизма. Они могут зафиксировать свои текущие ожидания относительно стоимости и роста, опираясь на недавнее поведение рынка, и тем самым увековечить «недостовверное оценивание» (*mispricing*). Инвесторы могут придать излишнее значение какой-то определенной информации, особенно если она растиражирована средствами масс-медиа, и игнорировать другую важную информацию, относящуюся к активу. В работе Р. Шиллера «Торжество иррациональности» [Shiller, 2000] имеется хорошо читаемое введение по исследованию поведенческих финансов.

Согласно П. Самуэльсону [Samuelson, 1998], в целом рынок акций может быть неправильно оценен. Общий уровень рыночных цен не всегда адекватно отражает фундаментальные факторы, даже если он базируется на теории или на обзоре исторических данных. Рынки могут демонстрировать «макрорыночную» неэффективность. Поскольку продолжительность периода «недостовверной оценки» нельзя предугадать, то цены, которые отклоняются от своих фундаментальных значений (стоимостей), следует воспринимать как данность.

Инвесторы, полагающие, что рынок может быть переоценен или недооценен, не могут извлечь прибыль из этого, поскольку нельзя предугадать продолжительность периода «недостовверного оценивания». В то же время получение прибыли за счет «недостовверной оценки» отдельных ценных бумаг вполне осуществимо, поскольку инвесторы способны использовать возможности арбитража, которые она создает. Однако последние обеспечивают только «микроэффективность», корректируя относительные цены на однотипные активы. При этом рынок может быть «микроэффективным», будучи «макронеэффективным», поскольку не существует действенного механизма приведения всего рынка в состояние равновесия.

МЕТОДОЛОГИЯ

Данное исследование отличается от предыдущих тем, что для сравнения текущей рыночной стоимости и дисконтированной величины ожидаемых денежных потоков в нем используется модель непостоянного роста (дивидендов) вместо модели постоянного роста. Представленная модель

применяется также для оценки *ряда* ожидаемых рыночных доходностей с использованием *ряда* исторических данных о росте дивидендов и прибыли. В качестве периода непостоянного роста избран временной отрезок в 10 лет. Конечная стоимость активов на рынке в конце периода оценивается в предположении о постоянстве долгосрочных темпов роста на основе нескольких исторических периодов за 50 лет. Модель позволяет рассмотреть недавние и среднесрочные изменения в ожидаемом росте, чего не предусматривают простые модели постоянного роста. Ожидаемые доходы на акции, включенные в индекс *S&P 500*, оцениваются приравнением текущей рыночной цены, измеренной с помощью соответствующего индекса, к оцениваемой фундаментальной (равновесной) цене. Для каждого года ближайшего десятилетия и, соответственно, для последующего периода непостоянного роста используются сценарии низкого, медианного и высокого роста дивидендов и прибыли.

Фундаментальная модель оценки базируется на концепции текущей стоимости ожидаемых будущих денежных потоков (V):

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{C_i}{(1 + R_i)^i}, \quad (1)$$

где C_i — ожидаемый денежный поток за период i ; R_i — требуемая доходность за период i , включающая «безрисковый» компонент и премию за риск.

Данная модель легко делится на две части: первая — дисконтированная текущая стоимость денежных потоков за N лет; вторая — текущая стоимость конечной (ликвидационной) стоимости (*Terminal Value, TV*). Это — стоимость оставшихся бесконечных денежных потоков, которая оценивается в предположении бесконечного постоянного роста:

$$V = \sum_{i=1}^N \frac{C_i}{(1+R)^i} + \frac{TV}{(1+R)^N}. \quad (2)$$

Конечная стоимость при этом вычисляется по следующей формуле:

$$TV = \frac{C_N \cdot (1 + g_N)}{R_N - g_N}, \quad (3)$$

где g_N — годовой темп роста в году N .

Параметр R оценивается из уравнения посредством итерации. Денежные потоки за первые N лет и нормальный долгосрочный темп роста определяются по историческим темпам. В качестве N выбран период в 10 лет, что позволяет для нескольких таких 10-летних временных периодов оце-

нить правдоподобный темп роста именно за 10 лет, отклоняющийся от нормы. Период является достаточно долгим, что дает возможность моделировать временной горизонт инвесторов в акции. Чтобы нейтрализовать искажающие эффекты инфляции, темпы прироста прибылей и дивидендов измеряются в реальном исчислении. Параметр R будет ожидаемой реальной доходностью за десятилетие. Если предположить, что рынки эффективны, то он выступает в качестве как ожидаемой, так и требуемой доходности.

Ожидаемая доходность за десятилетие оценивается двумя способами. В первом случае R определена как постоянная величина на бесконечном промежутке времени: $R = R_N$. Тогда предполагается, что в предстоящие 10 лет R_N будет меньше R . Во втором случае моделируется инвестор, который ожидает, что меньшая ожидаемая доходность на акции будет преобладать в конце десятилетия. При этом в обоих случаях $R_N > g_N$.

РЕЗУЛЬТАТЫ

Таблица 1 рассчитана на базе ежегодной информации об акциях с 1872 по 2003 г., размещенной на *Shiller Online Data*⁶. Набор данных доведен до 2003 г. путем обновления ежегодной информации с веб-сайта *Standard and Poor's*. Последние значения индекса потребительских цен *CPI (Consumer price index)* взяты из сборника *Bureau of Labor Statistics*. Исторические реальные геометрические темпы роста дивидендов на акцию для *S&P 500* рассчитаны для всех временных интервалов от 1 года до 10 лет в историческом периоде.

Для каждого временного интервала реальные темпы роста проранжированы от минимума до максимума. Таблица 1 показывает ежегодный геометрический темп роста дивидендов на временных интервалах от одного до десяти лет для выбранных «процентилей» (*percentiles*). Например, для 5-летнего интервала наихудшим выступает уменьшение дивидендов в среднем на -11,9%. 10%-й процентиль является средним ростом в -4,49%. 50%-й, или медианный процентиль показывает увеличение роста на 1,16%. 90%-й процентиль — это темп роста в +7,72%. Самое высокое 5-летнее изменение составляет 13,34% (что произошло между 1945 и 1950 гг.).

В табл. 2 представлены 10, 50 и 90 процентиля среднегеометрических исторических темпов роста дивидендов с 1872 по 2003 г. для периодов от 1 до 10 лет, используемые далее в статье. Читатель при желании может получить иные оценки, применяя другие процентиля, но в данных расчетах они были выбраны как обоснованное отображение пессимистичных, умеренных и оптимистичных ожиданий, базирующихся на исторической вариации темпов роста.

⁶ www.econ.vale.edu/~shiller/data.htm

Таблица 1

Оценочные темпы роста дивидендов, %

Процентиль	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0	-35,34	-25,36	-18,53	-14,40	-11,19	-8,89	-7,97	-7,55	-6,98	-6,20
10	-10,6	-7,78	-6,54	-5,34	-4,49	-4,68	-4,13	-3,15	-2,67	-2,37
20	-4,32	-3,37	-2,99	-2,55	-2,53	-1,75	-1,65	-1,44	-0,94	-1,01
30	-1,89	-1,47	-1,50	-1,27	-1,28	-0,63	-0,42	-0,36	-0,05	0,09
40	-0,51	-0,37	-0,07	0,15	0,22	0,00	0,27	0,54	0,52	0,57
50	1,55	1,31	1,55	1,04	1,16	1,34	1,10	1,31	1,07	1,04
60	3,00	2,75	2,71	2,34	2,03	2,14	2,04	2,07	2,09	2,09
70	5,49	4,36	3,74	3,78	3,36	3,33	3,06	2,66	2,76	2,50
80	8,37	6,81	5,71	5,25	5,42	4,84	4,16	3,58	3,30	3,19
90	13,78	12,01	11,37	8,58	7,72	6,78	5,70	5,11	4,67	4,33
100	49,93	28,61	19,41	15,60	13,34	11,67	10,50	9,61	9,51	8,67

Таблица 2

Пессимистичные, медианные и оптимистичные ожидаемые темпы роста, %

Процентиль	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10	-10,06	-7,78	-6,54	-5,34	-4,49	-4,68	-4,13	-3,15	-2,67	-2,37
50	1,55	1,31	1,55	1,04	1,16	1,34	1,10	1,31	1,07	1,04
90	13,78	12,01	11,37	8,58	7,72	6,78	5,70	5,11	4,67	4,33

Темпы роста дивидендов взяты как нелинейные. Для пятилетних интервалов в 10-м процентиле в среднем они были равны -4,5% годовых, что свидетельствует о кумулятивном снижении в -20,5% для 5-летнего интервала. Для 10-летнего интервала среднее значение -2,4% годовых отражает кумулятивное снижение в размере -21,3%, что не намного выше, чем кумулятивное снижение за 5 лет. Подобным образом среднегодовой рост на 7,7% за 5-летний период в 90-м процентиле представляет кумулятивный рост в 45%. Для 10-летнего интервала (при том же процентиле) общий рост лишь немного выше: он составил -52,8%.

Низкие, медианные и высокие значения потоков дивидендов показаны в табл. 3, которая начинается с объявленных дивидендов на одну акцию для S&P 500 (февраль 2004 г.). Для прогноза потока дивидендов используются темпы роста из табл. 2.

$$D_t = D_0 \cdot (1 + g_t)^t, \quad (3)$$

где D_t — дивиденд в году t ; g_t — годовой темп роста за t лет.

Таблица 3

Низкие, медианные и высокие значения потоков дивидендов

Уровень	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Низкий	17,74	15,96	15,09	14,48	14,24	14,10	13,31	13,20	13,74	13,91	13,96
Медианный	17,74	18,01	18,21	18,58	18,49	18,80	19,22	19,16	19,68	19,53	19,68
Высокий	17,74	20,18	22,26	24,50	24,66	25,72	26,30	26,16	26,43	26,75	27,10

В данной работе прогнозируются дивиденды на следующие 10 лет путем увеличения текущих значений дивиденда на процент прироста для достижения низких, медианных и высоких значений в рядах будущих ожидаемых дивидендов. Здесь представлены 10, 50 и 90-й процентиля для этих оценочных темпов роста. Как отмечалось, заинтересованный читатель может получить иные оценки, используя другие процентиля.

Конечная (ликвидационная) стоимость. «Конечная стоимость» в уравнении (2) требует оценки реальных долгосрочных темпов роста. Я выбрал период роста в 50 лет как достаточно продолжительный, чтобы считать рост бесконечным. Для всех 50-летних интервалов медиана исторического роста дивидендов с 1871 по 2003 г. составлял средний исторический реальный темп роста дивидендов 0,95% (за последние 50 лет средний реальный темп роста дивидендов равнялся 0,98%). Однако долгосрочный исторический рост дивидендов может быть «слабым предсказателем» ожидаемого долгосрочного роста. Долгосрочные значения фиксируют значительный сдвиг в выплатах дивидендов в периоды до и после Второй мировой войны. Если не прогнозируется дальнейшего снижения коэффициента «выплат дивидендов» (*Dividend pay-out ratio, DPR*)⁷, то ожидаемые темпы роста дивидендов лучше оцениваются историческими долгосрочными значениями роста прибылей. Поскольку данные о прибылях до 1926 г. некачественны в силу того, что не все компании представляли отчетные данные о величинах

⁷ DPR рассчитывается как доля выплаченных дивидендов (*Div*) в нетто-прибыли (*NP, Net profit*) компании: $DPR = \frac{Div}{NP}$. — Прим. пер.

прибылей, я оценил долгосрочный ожидаемый рост дивидендов, используя реальные темпы роста коэффициента «прибыль на акцию» (*Earnings per share, EPS*) за все 50-летние периоды с 1926 по 2003 г.

Таблица 4

Низкие, медианные и высокие «проектируемые» долгосрочные темпы роста

Процентиль	g_N
10	1,13
50	2,02
90	2,92

Ожидаемые реальные нормы дохода для S&P 500. Какую долгосрочную доходность акций можно ожидать, исходя из их текущих цен? Предполагая, что будущая требуемая доходность не меняется при $R_N = R$, и решая уравнение (2) относительно R методом итераций, получаем следующие оценки ожидаемого реального дохода на акцию.

В табл. 5 представлена ожидаемая реальная норма дохода в 3,29%, исходя из медианы дивидендного потока за 10 лет и медианы долгосрочного исторического темпа роста дивидендов по истечении этого периода. Эта реальная норма дохода определенно ниже общепринятых оценок. Действительно, в феврале 2004 г. реальная доходность на одну из 10-летних казначейских облигаций США составила 2,28%, т. е. премия на акцию равнялась всего 1%! Если в предстоящую десятилетку прогнозируется слабый рост, то ожидаемая реальная доходность составит лишь 2,5% — чуть больше доходности на казначейские «бонды». Оптимистичное представление о высоких темпах роста дивидендов в следующие 10 лет, совпадающее, однако, с медианными значениями для долгосрочного исторического роста, обуславливает ожидаемую реальную доходность в размере 4,1%. Таким образом, даже оптимистичный взгляд на данный временной отрезок предопределяет премию на акцию, менее 2%!

Таблица 5

Низкие, медианные и высокие ожидаемые реальные нормы дохода

$R = R_N$	Долгосрочный реальный рост, %		
10-летний рост	1,13	2,02	2,92
Низкий	2,11	2,50	3,00
Медианный	2,92	3,29	3,75
Высокий	3,76	4,10	4,53

Наихудшим случаем является комбинация слабого 10-летнего роста и низких долгосрочных темпов роста, которые могут обусловить доходность ниже реальной доходности казначейских «бондов» — всего лишь 2,11%. Гораздо более оптимистичный прогноз сильного «десятилетия», а также долгосрочного роста, равного за весь исторический 50-летний интервал темпам роста в 90-м процентиле, предопределяет ожидаемую реальную доходность в 4,53%. Эти оптимистичные прогнозы темпов роста приводят к более низким оценкам ожидаемых доходов, чем историческая экстраполяция в 6–7% реальной доходности, упомянутая ранее.

Ожидаемое снижение будущих дисконтных ставок. Одним из методов достижения более высокого ожидаемого дохода на акции в наступающем десятилетии выступает предположение о будущем снижении ожидаемых доходов на акцию. Падение может возникнуть из-за снижения либо реальных долгосрочных процентных ставок, либо премий на акции.

Следующий пример иллюстрирует эффект использования конечного требуемого дохода (*Terminal required return, R_N*), который на 1% ниже ожидаемой доходности R предстоящего десятилетия. Падение R_N увеличивает конечную стоимость к концу десятилетия. Как результат, капитальная доходность приводит к росту ожидаемого дохода в предстоящем десятилетии. В табл. 6 показаны полученные результаты в предположении, что дисконтная ставка на акции стала на 1% ниже. Значения R в модели исчислены методом итерации при $R_N = (R - 1\%)$.

Таблица 6

Низкие, медианные и высокие ожидаемые реальные нормы дохода в предположении о снижении на 1% будущей требуемой доходности, %

Рост за десятилетие	1,13	2,02	2,92
Низкий	3,02	3,38	3,84
Медианный	3,84	4,17	4,61
Высокий	4,68	4,99	5,40

Примечание. Ожидаемые доходы (в предположении об ожидаемом уменьшении дисконтных ставок на 1%) приблизительно на 0,9% превышают свои значения из табл. 5, где предполагались постоянные дисконтные ставки. Будущие долгосрочные доходы (R_N) строго на 1% меньше, чем доходы, показанные в табл. 6. Таким образом, медианная будущая ставка достигла 3,17%, что всего на 0,12% ниже ставки в 3,29% из табл. 5. Ожидаемые доходы на предстоящее десятилетие могут быть выше, при предположении о том, что будущие ожидаемые доходы станут ниже.

Обратный выкуп акций. Коэффициент дивидендных выплат (DPR) в последние 20 лет составил в среднем 45%, что несколько ниже, чем в 1960-е

и 1970-е гг. Текущие изменения в налоговом законодательстве могут его незначительно увеличить. Обратный выкуп акций (*Stock repurchase*), выступающий альтернативой выплаты дивидендов, стал существенным методом распределения корпоративных денег. Ю. Фама и К. Френч [Fama, French, 2001] отмечают, что в 1983–1998 гг. для фирм COMPUSTAT® выкуп охватывал 31,4% прибылей. Однако не все выкупленные акции являются заменой дивидендам. Некоторые из них эмитировались по программам «Собственность для работников» (*employee stock ownership plans*), а иные — для «целевых» фирм, приобретаемым в процессе слияний. Они оценили степень «замены дивидендов» (*dividend substitution*) и пришли к выводу, что в 1983–1998 гг. ежегодное изменение «казначейских акций» (*treasury stock*), т. е. акций в собственности самой компании, составило 15%. Добавляя изменения в казначейских акциях к дивидендным выплатам, получаем средние эффективные выплаты в размере 60,2% прибылей. Использованный 15-летний период может быть репрезентативным, хотя чистые выкупы акций широко варьируются из года в год. Когда фирмы выкупают акции, акционеры, не предлагающие свои акции к выкупу, получают выгоды от увеличения темпов роста прибылей и дивидендов *на акцию*, которые выше, чем темпы роста *валовых* прибылей и дивидендов. Таким образом, исторические темпы роста дивидендов на акцию могут привести к недооценке будущих темпов роста дивидендов на акцию. Один из возможных методов — простое увеличение дивидендов путем выкупа акций и использования исторических темпов роста. Предполагая, что вышеупомянутые 15% станут адекватной оценкой, текущий дивиденд в 17,74 долл. можно было бы повысить на треть (до 23,65 долл.) с тем, чтобы включить ожидаемые выкупы акций. В табл. 7 показаны оценочные денежные потоки акционерам, темпы роста которых, как ожидается, будут равны историческому темпу роста дивидендов.

Таблица 7

**Низкие, медианные и высокие «проектируемые» дивиденды
в предположении о возможности выкупа акций, %**

Дивиденды	Годы										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Низкие	23,65	21,27	20,12	19,31	18,99	18,80	17,74	17,60	18,32	18,54	18,61
Медианные	23,65	24,02	24,28	24,77	24,65	25,06	25,62	25,54	26,24	26,04	26,24
Высокие	23,65	26,91	29,67	32,67	32,87	34,30	35,07	34,87	35,24	35,67	36,13

Вышеприведенные денежные потоки ведут к оценочным ожидаемым доходам, суммированным в следующих двух таблицах: расчеты в табл. 8

сделаны на основе постоянного ожидаемого дохода, а в табл. 9 — снижающегося ожидаемого дохода.

Таблица 8

Низкие, медианные и высокие ожидаемые реальные нормы дохода в предположении о возможности выкупа акций, %

Выкуп акций	Долгосрочный реальный рост		
	Рост за десятилетие		
Низкий	1,13	2,02	2,92
Медианный	2,43	2,95	3,62
Высокий	3,23	3,71	4,33
	4,04	4,49	5,08

Добавление (оценки) выкупа акций повышает ожидаемый доход на 0,2–0,55% для сравнимых сценариев.

Таблица 9

Низкие, медианные и высокие ожидаемые реальные нормы дохода в предположении о снижении будущей требуемой доходности на 1 % и о возможности выкупа акций, %

Выкуп акций и ($R - 1\% = R_N$)	Долгосрочный реальный рост		
	Рост за десятилетие		
Низкий	1,13	2,02	2,92
Медианный	3,32	3,80	4,41
Высокий	4,12	4,57	5,14
	4,94	5,36	5,90

ВЫВОДЫ

В настоящее время реальная норма дохода в целом ниже долгосрочной исторической доходности на акцию в 6–7%. Даже при оптимистических предположениях о будущем росте прибылей и дивидендов в предстоящее и последующие десятилетия прогноз ожидаемой реальной доходности составляет 4,5%. Если к дивидендам добавить эффект выкупа акций, то она возрастет до 5,1%. Однако реальная ожидаемая норма дохода достигнет 6% только при одновременном учете выкупа акций и прогнозируемого требуемой доходности на акцию через 10 лет. В этом случае, при оптимистическом прогнозе роста на рынке акций, ожидаемая доходность будет временно равна исторической средней, но затем, как ожидается, она упадет до 5%.

Результаты данного исследования предполагают несколько исходов. Во-первых, ожидаемые доходы на акцию будут намного ниже исторических. По вышеизложенным причинам более низкая ожидаемая доходность на акции по сравнению с историческим трендом вполне правдоподобна. Во-вторых, темпы на следующее десятилетие все еще могут быть близки к историческим средним. Но поскольку дополнительные поступления будут генерированы «капитальными доходами» в результате снижения требуемой доходности, постольку высокие ожидаемые темпы будут скорее временными. В-третьих, «модель дисконта дивиденда» (*dividend discount model*) не является единственно верной для оценки стоимости акций. При этом добавление эффекта выкупа акций повысит ожидаемые доходы, однако результаты будут все еще ниже тех, которые базируются на исторических данных. В-четвертых, вероятно, будущие темпы роста прибылей и дивидендов превысят даже наиболее динамичные периоды в прошлом. Наконец, если рынки не являются макроэффективными, то рынок акций, измеренный индексом *S&P 500*, может оказаться переоцененным, а цены могут вернуться к уровню, соответствующему историческим нормам дохода (с некоторой корректировкой).

Литература

- Derrig R. A., Orr E. D.* Equity Risk Premium: Expectations Great and Small // Presented at the Bowles Symposium. April 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.casact.org/coneduc/specsem/sp2003/papers/Derrig-Orr.pdf
- Fama E., French K.* Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? // *Journal of Financial Economics*. 2001. Vol. 60. N 1. P. 3–43.
- Fama E., French K.* The Equity Risk Premium // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. April. N 2. P. 637–659.
- Ibbotson R., Chen P.* Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy // *Financial Analysts Journal*. 2003. Vol. 59. January–February. N 1. P. 88–98.
- Samuelson P. A.* Summing up on Business Cycles: Opening Address // *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles* / Eds. Fuhrer J. C., Schuh S. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1998.
- Shiller R. J.* *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2000.
- Siegel J. J.* *Stocks for the Long Run*. 3rd ed. N. Y.: McGraw Hill, 2002.

Статья поступила в редакцию 2 мая 2005 г.