

**МОДЕЛИРОВАНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ:
НЕЙТРАЛЬНЫЙ ПОДХОД****Сергей Иванович КРЫЛОВ**

доктор экономических наук, профессор кафедры учета, анализа и аудита,
Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б.Н. Ельцина,
Екатеринбург, Российская Федерация
zali6770@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0001-6750-085X>
SPIN-код: 8488-0520

История статьи:

Рег. № 364/2019
Получена 21.05.2019
Получена в доработанном
виде 15.06.2019
Одобрена 09.07.2019
Доступна онлайн
13.12.2019

УДК 334.01
JEL: G32, G34, G35

Аннотация

Тема. В современных условиях дивидендная политика должна учитывать интересы всех заинтересованных в деятельности компании стейкхолдеров для обеспечения ее устойчивого развития в долгосрочной перспективе. Это делает нейтральный подход к дивидендной политике компании достаточно важным объектом исследования.

Цели. Оценка возможности использования формализованных моделей показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности (положения на рынке ценных бумаг) компании в условиях нейтрального подхода к осуществлению ее дивидендной политики как инструмента анализа и прогнозирования данных показателей.

Методология. Методологическую основу исследования составили теория иррелевантности дивидендов, теория существенности дивидендной политики и концепция устойчивого развития компании.

Результаты. Показано, что формализация представления о нейтральном подходе к осуществлению дивидендной политики предполагает построение соответствующих ему моделей таких важнейших показателей, характеризующих дивидендную политику и рыночную активность компании, как коэффициент дивидендного выхода, коэффициент дивидендного покрытия, ожидаемая цена обыкновенной акции, дивидендная доходность обыкновенной акции и коэффициент котируемости обыкновенной акции (соотношение цены и прибыли на обыкновенную акцию).

Область применения. Построенные формализованные модели перечисленных показателей могут быть использованы в прогнозно-аналитических оценках значений этих показателей, а также позволяют выявлять причины их отклонения посредством расчета влияния на него содержащихся в этих моделях определяющих факторов, выполняемого соответствующими методами факторного анализа, в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики компании.

Выводы. Разработанные формализованные модели важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании являются достаточно действенным инструментом их анализа и прогнозирования, обеспечивая принятие эффективных решений по управлению дивидендной политикой компании в условиях нейтрального подхода к ее осуществлению.

Ключевые слова:

дивидендная политика,
нейтральный подход,
анализ, моделирование
управления, компания

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Крылов С.И. Моделирование показателей дивидендной политики: нейтральный подход // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2019. – Т. 15, № 12. – С. 2242 – 2258.
<https://doi.org/10.24891/ni.15.12.2242>

Введение

В современных условиях выбор дивидендной политики, рассматриваемой в качестве комплекса решений, связанных с выплатами дивидендов акционерам, является достаточно

важным аспектом деятельности компании (предприятия) – публичного акционерного общества (ПАО). Решения же о выплате дивидендов обычно относят к финансовым решениям, поскольку выплачиваемые дивиденды уменьшают реинвестируемую

прибыль компании и таким образом оказывают влияние на ее финансирование [1].

Значимость дивидендной политики для деятельности компании обусловлена рядом причин¹ [1–8]:

- 1) дивидендная политика оказывает влияние на отношения с потенциальными и реальными инвесторами в акционерный капитал (прежде всего обыкновенный);
- 2) дивидендная политика влияет на финансовую стратегию компании и ее бюджет капиталовложений;
- 3) выплата дивидендов предполагает отток денежных средств, что не может не оказывать влияния на уровень ликвидности компании в сторону его понижения;
- 4) выплата дивидендов ведет к уменьшению нераспределенной прибыли, что приводит к сокращению собственного капитала и снижению уровня финансовой устойчивости компании.

При этом дивидендная политика, с одной стороны, должна способствовать достижению основной цели финансового менеджмента – максимизации материального благосостояния акционеров, а с другой стороны, учитывать интересы всех остальных заинтересованных в деятельности компании стейкхолдеров для обеспечения ее устойчивого развития в долгосрочной перспективе.

В связи с этим важное место в процессе разработки, обоснования и управления дивидендной политики отводится формализованному анализу и прогнозированию ее показателей применительно к выполнению сформулированного требования.

¹ Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник. М.: Проспект, 2014. 1104 с.; Илышева Н.Н., Крылов С.И., Синянская Е.Р. Учет и финансовый менеджмент: концептуальные основы: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Уральского гос. ун-та, 2018. 164 с.; Стоянова Е.С. и др. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник. М.: Перспектива, 2000. 656 с.

Предшествующие исследования (современное состояние проблемы)

Необходимо отметить, что к настоящему моменту вопросы анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики достаточно широко рассмотрены в многочисленных публикациях, как зарубежных² (например, [1–9]), так и отечественных³ [10] исследователей.

Обобщая и систематизируя их точки зрения, представим ключевые показатели, используемые для анализа и прогнозирования дивидендной политики компании и являющиеся достаточно важной подгруппой показателей рыночной активности (положения на рынке ценных бумаг), в виде таблицы⁴ [10] (табл. 1).

Представленные в табл. 1 ключевые показатели анализа дивидендной политики могут быть разбиты на две группы.

Показатели первой группы (коэффициент дивидендного выхода, коэффициент дивидендного покрытия, норма распределения чистой прибыли на дивиденды, коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям, коэффициент соотношения дивидендов по обыкновенным и

² Холт Р.Н. Основы финансового менеджмента: учеб. пособие. М.: Дело, 1993. 128 с.; Ли Ч.Ф., Финнерти Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика: учебник для вузов. М.: ИНФРА-М, 2000. 686 с.

³ Ефимова О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений: учебник для вузов. М.: Омега-Л, 2013. 349 с.; Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник. М.: Проспект, 2014. 1104 с.; Савицкая Г.В. Экономический анализ: учебник. М.: ИНФРА-М, 2013. 649 с.; Илышева Н.Н., Крылов С.И., Синянская Е.Р. Учет и финансовый менеджмент: концептуальные основы: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Уральского гос. ун-та, 2018. 164 с.; Шохин Е.И. и др. Финансовый менеджмент: учебник. М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2002. 408 с.; Стоянова Е.С. и др. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник. М.: Перспектива, 2000. 656 с.; Шеремет А.Д., Ионова А.Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ: учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2006. 479 с.; Бариленко В.И. и др. Экономический анализ: учебник. М.: КНОРУС, 2017. 382 с.

⁴ Илышева Н.Н., Крылов С.И., Синянская Е.Р. Учет и финансовый менеджмент: концептуальные основы: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Уральского гос. ун-та, 2018. 164 с.

привилегированным акциям) характеризуют исключительно дивидендную политику компании.

Показатели второй группы (дивидендная доходность обыкновенной акции, коэффициент соотношения рыночной цены обыкновенной акции и дивиденда на обыкновенную акцию) характеризуют не только дивидендную политику компании, но также и инвестиционную привлекательность ее обыкновенных акций для потенциальных инвесторов.

В силу того, что инвестиционная привлекательность обыкновенных акций компании во многом определяется ее дивидендной политикой, показатели первой группы следует рассматривать в качестве базовых при анализе дивидендной политики.

Расчетные значения приведенных в *табл. 1* коэффициентов анализируются в динамике, в сопоставлении с планом, с данными других компаний – эмитентов акций. По итогам анализа делается вывод о степени результативности дивидендной политики компании (наиболее результативная, в целом результативная, нерезультативная) и причинах ее изменения. К таким причинам, в частности, могут быть отнесены темп роста компании, ограничения на выплату дивидендов, содержащиеся в кредитных договорах, уровень эффективности деятельности компании, стабильность ее прибыли, необходимость сохранения контроля над деятельностью компании, степень ее финансирования за счет заемных средств, возможность финансирования деятельности компании из внешних источников, ее возраст и масштабы деятельности.

Прогнозирование значений коэффициентов из *табл. 1* может осуществляться, опираясь на предполагаемые значения их числителя и знаменателя, рассматриваемых в качестве основных определяющих значения этих коэффициентов, факторов.

Кроме того, в процессе анализа и прогнозирования посредством построения соответствующих детерминированных факторных моделей может определяться влияние показателей дивидендной политики на важнейшие показатели рыночной активности компании, к которым, прежде всего, следует отнести коэффициент котируемости обыкновенной акции (соотношение цены и прибыли на обыкновенную акцию).

Коэффициент котируемости обыкновенной акции служит своего рода индикатором спроса на обыкновенные акции и характеризует, соответственно, их инвестиционную привлекательность, который к тому же в отличие от прибыли на обыкновенную акцию можно достаточно эффективно использовать в межхозяйственных сравнениях. Известно, что увеличение прибыли на обыкновенную акцию, как правило, приводит к росту рыночной цены обыкновенной акции. При этом наиболее оптимальной является ситуация, когда увеличение рыночной цены обыкновенной акции опережает увеличение прибыли на обыкновенную акцию, то есть коэффициент котируемости обыкновенной акции возрастает. Таким образом, важность данного показателя связана с тем, что его увеличение направлено в конечном итоге на достижение основной цели финансового менеджмента компании (публичного акционерного общества) – максимизации рыночных цен ее обыкновенных акций.

Факторная модель коэффициента котируемости обыкновенной акции строится следующим образом [10]:

$$\begin{aligned} \frac{P}{E} &= \frac{P}{D} \cdot \frac{D}{E} = \frac{DP}{DY} = \frac{\frac{CD}{NP-PD}}{DY} = \\ &= \frac{(\frac{CD}{PD}) / (\frac{NP}{PD} - 1)}{DY} = \frac{DCD}{(CPD-1) \cdot DY}, \quad (1) \end{aligned}$$

где P/E – коэффициент котируемости обыкновенной акции (*Price/Earnings Ratio*);

DCD – коэффициент соотношения дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям;

CPD – коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям;

DP – коэффициент дивидендного выхода (*Dividend Payout*);

DY – дивидендная доходность обыкновенной акции (*Dividend Yield*);

P – рыночная цена обыкновенной акции;

E – прибыль на обыкновенную акцию (*Earnings per Share*);

D – дивиденд на обыкновенную акцию;

CD – общая сумма дивидендов по обыкновенным акциям;

PD – общая сумма дивидендов по привилегированным акциям;

NP – чистая прибыль.

Сформулируем экономический смысл полученной факторной модели. Формула (1) отражает достаточно сложную зависимость инвестиционной привлекательности обыкновенных акций компании от основных показателей оценки ее дивидендной политики: коэффициента соотношения дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям, коэффициента покрытия дивидендов по привилегированным акциям и дивидендной доходности обыкновенной акции. Очевидно, что рост первого из этих коэффициентов ведет к повышению инвестиционной привлекательности обыкновенных акций компании и, соответственно, к росту коэффициента котируемости акции. Что же касается второго коэффициента, то его следует рассматривать в качестве своего рода сдерживающего фактора увеличения коэффициента котируемости акции, однако, необходимого, поскольку коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям характеризует способность компании

выплачивать дивиденды по ним, и его снижение может привести к падению рыночных цен привилегированных акций, которое, в свою очередь, может негативно отразиться на рыночных ценах обыкновенных акций. Снижение же третьего коэффициента, как это ни парадоксально, ведет к повышению инвестиционной привлекательности обыкновенных акций и, соответственно, к увеличению коэффициента котируемости акции, однако, в том случае, когда уменьшение дивидендной доходности обыкновенной акции вызвано опережающим ростом ее рыночной цены по сравнению с выплачиваемым дивидендом, что также подтверждает рост инвестиционной привлекательности обыкновенных акций компании. Расчет влияния на отклонение коэффициента котируемости обыкновенной акции изменений определяющих ее факторов может быть проведен соответствующими приемами факторного анализа.

Факторная модель коэффициента котируемости обыкновенной акции может выступать и в качестве инструмента прогнозирования его значения, опираясь на предполагаемые значения определяющих данный коэффициент факторов.

На основе результатов анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики вырабатываются решения по управлению ею.

При этом следует обратить особое внимание на то обстоятельство, что дивидендная политика обычно разрабатывается лишь по отношению к обыкновенным акциям, поскольку дивидендная доходность привилегированных акций в большинстве случаев (но не всегда) фиксирована.

К основным видам (методикам) дивидендной политики обычно относят политику стабильного дивиденда на акцию, политику постоянного значения коэффициента дивидендного выхода, политику компромисса

(между первыми двумя), политику остаточного дивиденда⁵ [1–8].

Завершение краткого рассмотрения предшествующих наработок, позволяющего раскрыть современное состояние обсуждаемой в данной статье проблемы, позволяет перейти к характеристике методологической основы настоящего исследования.

Методологическая основа исследования

Методологическую основу исследования, результаты которого представлены в данной статье, составили теория иррелевантности дивидендов, теория существенности дивидендной политики и концепция устойчивого развития компании.

Обратимся к достаточно краткому их рассмотрению.

Краеугольным камнем дивидендной политики, определяющим ее виды (методики), в конечном итоге является соотношение между дивидендом и прибылью на обыкновенную акцию (дивидендов по обыкновенным акциям и чистой прибыли за минусом дивидендов по привилегированным акциям), что делает коэффициент дивидендного выхода (или наоборот пропорциональный ему показатель – коэффициент дивидендного покрытия) важнейшим показателем при выполнении анализа дивидендной политики.

Результаты оценки его значения во многом зависят от выбранного подхода к осуществлению дивидендной политики: пассивного или активного [3].

Пассивный подход к осуществлению дивидендной политики, или теория иррелевантности дивидендов, в разработку которого решающий вклад внесли Ф. Модильяни и М. Миллер [11], утверждавшие, что при заданном выборе инвестиционных решений коэффициент дивидендного выхода – не более чем деталь общей картины. Он не оказывает влияния на благосостояние акционеров. Миллер и Модильяни утверждают, что стоимость компании определяется исключительно доходностью ее активов или ее инвестиционной политикой и что способ распределения чистой прибыли между дивидендами и реинвестируемой прибылью не оказывает влияния на данную оценку.

Иными словами, выплата дивидендов выступает в роли «пассивного остатка» после осуществления финансирования инвестиционных проектов компании. Значение коэффициента дивидендного выхода будет изменяться от периода к периоду в соответствии с колебаниями числа приемлемых, с точки зрения руководства компании, инвестиционных проектов. Если у компании имеется много благоприятных инвестиционных возможностей, то коэффициент дивидендного выхода, по-видимому, будет равен нулю. Напротив, если компания не имеет выгодных инвестиционных возможностей, то коэффициент дивидендного выхода, скорее всего, составит 1. Для любой промежуточной ситуации значение коэффициента дивидендного выхода будет принимать значения от 0 до 1 [11]. При этом акционерам якобы безразлично, за счет какого фактора возрастет их материальное благосостояние: дивидендов или прироста рыночной стоимости обыкновенных акций в результате реализации компанией инвестиционных проектов.

Формализованной иллюстрацией пассивного подхода к дивидендной политике является модель Дж.Е. Уолтера [12], считающаяся одной из первых и обладающая

⁵ Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник. М.: Проспект, 2014. 1104 с.; Илышева Н.Н., Крылов С.И., Синянская Е.Р. Учет и финансовый менеджмент: концептуальные основы: учеб. пособие. Екатеринбург: Изд-во Уральского гос. ун-та, 2018. 164 с.; Шохин Е.И. и др. Финансовый менеджмент: учебник. М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2002. 408 с.; Стоянова Е.С. и др. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник. М.: Перспектива, 2000. 656 с.; Холт Р.Н. Основы финансового менеджмента: учеб. пособие. М.: Дело, 1993. 128 с.; Ли Ч.Ф., Финнерти Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика: учебник для вузов. М.: ИНФРА-М, 2000. 686 с.

достоинствами относительной простоты и наглядности:

$$P = \frac{D + \frac{r}{\rho} \cdot (E - D)}{\rho}, \quad (2)$$

где P – прогнозируемая рыночная цена обыкновенной акции;

D – дивиденд на обыкновенную акцию;

E – прибыль на обыкновенную акцию;

r – рентабельность инвестиций компании;

ρ – рыночный уровень капитализации (среднерыночная ставка дисконтирования, используемая для определения ожидаемых денежных потоков).

Согласно активному подходу к осуществлению дивидендной политики, или теории существенности дивидендной политики, основными идеологами которого выступили М. Гордон [13] и Дж. Линтнер [14], решения о выплате дивидендов играют существенную, активную роль. Дело в том, что в условиях неопределенности, которая в той или иной степени характерна для деятельности практически любой компании в рыночных условиях, акционерам не все равно, получают они свой доход в форме дивидендов или в форме повышения рыночной стоимости обыкновенных акций. Выплата дивидендов придает акционерам ощущение определенности, поскольку дивиденды относятся к разновидности текущего дохода, а перспектива получения дохода на капитал может быть отодвинута далеко в будущее. Поэтому акционерам совершенно безразлично, за счет какого фактора возрастет их материальное благосостояние: дивидендов или прироста рыночной стоимости обыкновенных акций в результате реализации компанией инвестиционных проектов. Кроме того, если потенциальные инвесторы предпочитают раннее разрешение неопределенности, они будут готовы при прочих равных условиях заплатить более высокую цену за акции, дающие право на

получение большего текущего дивиденда [13, 14].

Формализованным аргументом в пользу активного подхода к осуществлению дивидендной политики является модель экономического роста М. Гордона [13]:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{k - g}, \quad (3)$$

где P_0 – прогнозируемая текущая (теоретическая) стоимость обыкновенной акции в нулевой момент;

D_1 – ожидаемый дивиденд на обыкновенную акцию будущего периода;

D_0 – дивиденд на обыкновенную акцию настоящего периода;

k – приемлемая ставка дисконтирования (норма прибыли, требуемая инвесторами на обыкновенную акцию компании);

g – темп прироста дивиденда на обыкновенную акцию (принимается постоянным во времени).

Приведенные модели (2) и (3) могут рассматриваться в качестве формализованных инструментов прогнозирования и, соответственно, управления дивидендной политикой в рамках пассивного и активного подходов к ее осуществлению, определяя соответствующие критерии [3].

При этом необходимо иметь в виду, что дивидендная политика компании, как уже было отмечено ранее, не только должна способствовать максимизации материального благосостояния ее акционеров, но также учитывать интересы всех остальных заинтересованных в деятельности компании стейкхолдеров (поставщиков, покупателей, работников, государства и т.д.) для обеспечения ее устойчивого развития в долгосрочной перспективе, способствуя формированию долгосрочной стоимости данной компании.

Устойчивое развитие компании предполагает возможность долгосрочного продолжения ее эффективной деятельности, которое определяется наличием и уровнем эффективности использования соответствующих ресурсов и заключается, по нашему мнению, прежде всего:

- в устойчивости роста объемов производства и продажи продукции (работ, услуг);
- в устойчивости инвестиционной активности компании;
- в устойчивости инновационной активности компании;
- в устойчивости благосостояния работающих и собственников (акционеров) компании.

Следует также отметить, что проблема устойчивого развития компаний не может быть решена без формирования соответствующего информационного обеспечения. В этих целях на международном уровне проводятся исследования, направленные на разработку рекомендаций по составлению интегрированного отчета об устойчивом развитии компании, среди которых наибольшей завершенностью отличаются стандарты GRI (*Global Reporting Initiative*), ориентированные на принцип «триединого итога» (*Triple Bottom Line*): экономика компании, экология производства компании и социальная политика компании⁶. При этом в состав ключевых показателей экономической результативности публичных акционерных обществ могут быть включены важнейшие показатели, характеризующие их дивидендную политику.

Охарактеризовав в достаточно сжатой форме методологическую основу исследования, основные результаты которого представлены в настоящей статье, перейдем к их раскрытию.

Результаты

Постулированное ранее утверждение о том, что дивидендная политика, с одной стороны,

⁶ Бариленко В.И. и др. Основы бизнес-анализа: учеб. пособие. М.: КноРус, 2014. 272 с.

должна способствовать достижению основной цели финансового менеджмента – максимизации материального благосостояния акционеров, а с другой стороны, учитывать интересы всех остальных заинтересованных в деятельности компании стейкхолдеров, обеспечивая ее устойчивое развитие в долгосрочной перспективе, ведет к необходимости достижения своего рода «баланса» между пассивным и активным подходами в рамках так называемого нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики, учитывающего как необходимость реализации финансирования выгодных инвестиционных проектов, так и выплаты дивидендов акционерам компании (не по остаточному принципу), приводя тем самым к максимизации рыночной стоимости ее обыкновенных акций.

Формализации представления о нейтральном подходе к осуществлению дивидендной политики, по нашему мнению, предполагает построение соответствующих ему моделей коэффициента дивидендного выхода и коэффициента дивидендного покрытия, а также ожидаемой цены обыкновенной акции.

Для построения моделей коэффициента дивидендного выхода и коэффициента дивидендного покрытия приравняем прогнозируемую рыночную цену обыкновенной акции, рассчитываемую по модели Д.Е. Уолтера (2), к определяемой согласно модели экономического роста М. Гордона (3) прогнозируемой текущей (теоретической) стоимости обыкновенной акции в нулевой момент, исходя из предположения о соответствии текущей стоимости потока ожидаемых будущих дивидендов по обыкновенной акции ее рыночной цене [3], что наиболее актуально в условиях высокой эффективности рынка ценных бумаг:

$$P = P_0, \quad (4)$$

введя при этом единое обозначение дивиденда на обыкновенную акцию как D ($D = D_0$).

В результате получим следующее равенство:

$$\frac{D + \frac{r}{\rho} \cdot (E - D)}{\rho} = \frac{D \cdot (1 + g)}{k - g}. \quad (5)$$

Посредством ряда преобразований из формулы (5) получим модели коэффициента дивидендного выхода DP и коэффициента дивидендного покрытия DC :

$$DP = \frac{D}{E} = \frac{\frac{r}{\rho}}{\frac{\rho \cdot (1 + g)}{(k - g)} + \frac{r}{\rho} - 1}, \quad (6)$$

$$DC = \frac{E}{D} = \left(\frac{\rho \cdot (1 + g)}{(k - g)} - 1 \right) \cdot \frac{\rho}{r} + 1. \quad (7)$$

Формулы (6) и (7) показывают, что в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики на коэффициенты дивидендного выхода и дивидендного покрытия оказывают влияние следующие факторы: рентабельность инвестиций компании, рыночный уровень капитализации, требуемая инвесторами норма прибыли на обыкновенную акцию компании и принимаемый постоянным во времени темп прироста дивиденда на обыкновенную акцию. При этом росту коэффициента дивидендного выхода и, соответственно, уменьшению коэффициента дивидендного покрытия будут способствовать увеличение рентабельности инвестиций компании, требуемой инвесторами нормы прибыли на его обыкновенную акцию, темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию, а также снижение рыночного уровня капитализации. И, наоборот, к уменьшению коэффициента дивидендного выхода и, соответственно, росту коэффициента дивидендного покрытия приведут снижение рентабельности инвестиций компании, требуемой инвесторами нормы прибыли на ее обыкновенную акцию, темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию, а также увеличение рыночного уровня капитализации. Расчет влияния определяющих факторов на отклонение результативных показателей в моделях (6) и (7) может осуществляться

соответствующими методами факторного анализа.

Построенные нами модели коэффициента дивидендного выхода (6) и коэффициента дивидендного покрытия (7) могут быть использованы в прогнозно-аналитических оценках значений этих коэффициентов в рамках нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики непосредственно, а также некоторых других показателей анализа дивидендной политики (например, рентабельности (дивидендной доходности) обыкновенной акции) и рыночной активности компании (например, ценности обыкновенной акции), рассчитываемых на их основе.

Для построения модели рыночной цены обыкновенной акции сначала выразим суммы дивиденда на обыкновенную акцию из модели Д.Е. Уолтера (2) и дивиденда на обыкновенную акцию настоящего периода из модели экономического роста М. Гордона (3) следующим образом:

$$D = \frac{\rho \cdot (P - \frac{r}{\rho}) \cdot E}{1 - \frac{r}{\rho}}, \quad (8)$$

$$D_0 = \frac{P_0 \cdot (k - g)}{1 + g}. \quad (9)$$

Затем приравняем сумму дивиденда на обыкновенную акцию из модели Д.Е. Уолтера (8) к дивиденду на обыкновенную акцию настоящего периода из модели экономического роста М. Гордона (9):

$$D = D_0, \quad (10)$$

введя при этом единое обозначение ожидаемой, то есть равновесной применительно к позиции конкретного инвестора и ситуации на фондовом рынке, цены обыкновенной акции как P ($P = P_0$).

В результате имеем равенство:

$$\frac{\rho \cdot (P - \frac{r}{\rho}) \cdot E}{1 - \frac{r}{\rho}} = \frac{P \cdot (k - g)}{1 + g}, \quad (11)$$

из которого получим модель ожидаемой цены обыкновенной акции:

$$P = \frac{\frac{r}{\rho} \cdot E}{\rho - (k - g) \cdot \frac{(1 - \frac{r}{\rho})}{(1 + g)}}. \quad (12)$$

Согласно формуле (12) в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики на ожидаемую цену обыкновенной акции оказывают влияние следующие факторы: рентабельность инвестиций компании, рыночный уровень капитализации, прибыль на обыкновенную акцию, требуемая инвесторами норма прибыли на обыкновенную акцию компании и принимаемый постоянным во времени темп прироста дивиденда на обыкновенную акцию. При этом росту ожидаемой цены обыкновенной акции компании будут способствовать увеличение рентабельности инвестиций компании, требуемой инвесторами нормы прибыли на ее обыкновенную акцию, прибыли на обыкновенную акцию, а также снижение темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию и рыночного уровня капитализации. И, наоборот, к уменьшению ожидаемой цены обыкновенной акции компании приведут снижение рентабельности инвестиций компании, требуемой инвесторами нормы прибыли на ее обыкновенную акцию, прибыли на обыкновенную акцию, а также увеличение темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию и рыночного уровня капитализации. Расчет влияния определяющих факторов на отклонение результативного показателя в модели (12) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Полученная нами модель ожидаемой цены обыкновенной акции (12) может быть использована в прогнозно-аналитических оценках значений этого достаточно важного показателя рыночной активности и инвестиционной привлекательности компании в рамках нейтрального подхода к

осуществлению дивидендной политики непосредственно, а также некоторых других показателей анализа дивидендной политики (например, дивидендной доходности обыкновенной акции) и рыночной активности компании (например, коэффициента котируемости обыкновенной акции), рассчитываемых на его основе.

Итак, в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики, опираясь на введенные ранее условные обозначения, могут быть сформированы следующие модели дивидендной доходности обыкновенной акции DY и коэффициента котируемости обыкновенной акции P/E :

$$DY = \frac{\rho - (k - g) \cdot \frac{(1 - \frac{r}{\rho})}{(1 + g)}}{\frac{r}{\rho} \cdot E} = \frac{DP \cdot \rho - (k - g) \cdot \frac{(1 - \frac{r}{\rho})}{(1 + g)}}{\frac{r}{\rho}}, \quad (13)$$

$$\begin{aligned} \frac{P}{E} &= \frac{DCD \cdot (\frac{r}{\rho}) \cdot E}{(CPD - 1) \cdot D \cdot \rho - (k - g) \cdot \frac{(1 - \frac{r}{\rho})}{(1 + g)}} = \\ &= \frac{DC \cdot DCD \cdot (\frac{r}{\rho})}{(CPD - 1) \cdot \rho - (k - g) \cdot \frac{(1 - \frac{r}{\rho})}{(1 + g)}}. \end{aligned} \quad (14)$$

В соответствии с формулой (13) в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики дивидендная доходность обыкновенной акции определяется влиянием следующих факторов: коэффициента дивидендного выхода (то есть соотношения дивиденда на обыкновенную акцию и прибыли на обыкновенную акцию), рыночным уровнем капитализации, требуемой инвесторами нормой прибыли на обыкновенную акцию компании, и

принимаемым постоянным во времени темпом прироста дивиденда на обыкновенную акцию. При этом рост дивидендной доходности обыкновенной акции будут способствовать увеличению коэффициента дивидендного выхода (то есть соотношения дивиденда на обыкновенную акцию и прибыли на обыкновенную акцию), рыночного уровня капитализации, темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию, а также снижение рентабельности инвестиций компании и требуемой инвесторами нормы прибыли на ее обыкновенную акцию. И, наоборот, к уменьшению дивидендной доходности обыкновенной акции приведут снижение коэффициента дивидендного выхода (то есть соотношения дивиденда и прибыли на обыкновенную акцию), рыночного уровня капитализации, темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию, а также увеличение рентабельности инвестиций компании и требуемой инвесторами нормы прибыли на ее обыкновенную акцию. Расчет влияния определяющих факторов на отклонение резульативного показателя в модели (13) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Сформированная нами модель дивидендной доходности обыкновенной акции (13) может быть использована в прогнозно-аналитических оценках значений этого коэффициента в рамках нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики непосредственно, а также некоторых других показателей анализа рыночной активности компании (например, ценности обыкновенной акции), рассчитываемых на его основе.

Исходя из формулы (14), в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики коэффициент котируемости обыкновенной акции зависит от влияния таких факторов, как коэффициент дивидендного покрытия (то есть соотношение прибыли на обыкновенную акцию и дивиденда на обыкновенную акцию), коэффициент соотношения дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям,

рентабельность инвестиций компании, рыночный уровень капитализации, коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям, требуемая инвесторами норма прибыли на обыкновенную акцию компании и принимаемый постоянным во времени темп прироста дивиденда на обыкновенную акцию.

При этом рост коэффициента котируемости обыкновенной акции будут способствовать увеличению коэффициента дивидендного покрытия (то есть соотношения прибыли на обыкновенную акцию и дивиденда на обыкновенную акцию), коэффициента соотношения дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям, рентабельности инвестиций компании, требуемой инвесторами нормы прибыли на обыкновенную акцию компании, а также снижение рыночного уровня капитализации, коэффициента покрытия дивидендов по привилегированным акциям и темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию. И, наоборот, к уменьшению коэффициента котируемости обыкновенной акции приведут снижение коэффициента дивидендного покрытия (то есть соотношения прибыли на обыкновенную акцию и дивиденда на обыкновенную акцию), коэффициента соотношения дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям, рентабельности инвестиций компании, требуемой инвесторами нормы прибыли на обыкновенную акцию компании, а также увеличение рыночного уровня капитализации, коэффициента покрытия дивидендов по привилегированным акциям и темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию. Расчет влияния определяющих факторов на отклонение резульативного показателя в модели (14) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Построенная нами модель коэффициента котируемости обыкновенной акции (14) может быть использована в прогнозно-аналитических оценках значений этого

достаточно важного коэффициента, характеризующего рыночную активность компании в рамках нейтрального подхода к осуществлению ее дивидендной политики в зависимости от ключевых ее показателей.

Прогнозные значения рассмотренных показателей дивидендной политики и рыночной активности компании, полученные с использованием моделей (6), (7), (12), (13) и (14), могут быть подвергнуты анализу с позиции того или иного стейкхолдера, заинтересованного в устойчивом развитии данной компании, по результатам которой может быть дана им прогнозная оценка уровня эффективности управления ее дивидендной политикой (высокий, средний, низкий, крайне низкий).

В качестве примера практического применения полученных моделей (6), (7), (12), (13) и (14) рассмотрим их использование для прогнозирования в рамках нейтрального подхода к дивидендной политике соответствующих годовых показателей одного из публичных акционерных обществ, опираясь на данные ряда сайтов в Интернете⁷.

Модель (6). Пусть $r = 0,239$, то есть 23,9%; $\rho = 0,153$, то есть 15,3%; $k = 0,12$, то есть 12%; $g = 0,05$, то есть 5%, тогда в этих условиях $DP = 0,547$, то есть 54,7%. Отсюда следует, что в условиях нейтрального подхода к дивидендной политике компании целесообразно установление коэффициента дивидендного выхода на уровне 54,7%. В настоящее время применительно к данному публичному акционерному обществу он составляет согласно его дивидендной политике 25%.

Модель (7). Пусть $r = 0,239$, то есть 23,9%; $\rho = 0,153$, то есть 15,3%; $k = 0,12$, то есть 12%; $g = 0,05$, то есть 5%, тогда в этих условиях $DC = 1,829$. Расчеты показывают, что в условиях нейтрального подхода к дивидендной политике компании необходимо

установление коэффициента дивидендного покрытия на уровне 1,829. В настоящее время применительно к данному публичному акционерному обществу он имеет согласно его дивидендной политике значение 4.

Модель (12). Пусть $r = 0,239$, то есть 23,9%; $\rho = 0,153$, то есть 15,3%; $k = 0,12$, то есть 12%; $g = 0,05$, то есть 5%; $E = 157,48$ руб., тогда в этих условиях $P = 1\,294,73$ руб. Согласно вычислениям, в условиях нейтрального подхода к дивидендной политике компании требуется добиться повышения рыночной цены обыкновенной акции компании до 1 294,73 руб. В настоящее время рыночная цена обыкновенной акции данного публичного акционерного общества составляет порядка 1 019–1 039 руб.

Модель (13). Пусть $r = 0,239$, то есть 23,9%; $\rho = 0,153$, то есть 15,3%; $k = 0,12$, то есть 12%; $g = 0,05$, то есть 5%; $DP = 0,547$, тогда в этих условиях $DY = 0,077$, то есть 7,7%. В соответствии с расчетами ясно, что в условиях нейтрального подхода к дивидендной политике компании следует добиться дивидендной доходности обыкновенной рассматриваемой компании на уровне 7,7%. В настоящее время для данного публичного акционерного общества она составила по итогам прошлого года 6,5%.

Модель (14). Пусть $r = 0,239$, то есть 23,9%; $\rho = 0,153$, то есть 15,3%; $k = 0,12$, то есть 12%; $g = 0,05$, то есть 5%; $DC = 1,829$, $DCD = 23$, $CPD = 60$, тогда в этих условиях $P/E = 7,25$. Из вычислений видно, что в условиях нейтрального подхода к дивидендной политике компании требуется достигнуть коэффициента котируемости обыкновенной акции на уровне 7,25. В настоящее время для данного публичного акционерного общества он равен по итогам прошлого года 6,3.

Итак, нейтральный подход к дивидендной политике рассмотренного в качестве примера публичного акционерного общества предполагает некоторое изменение значений ее показателей и производных от них показателей рыночной активности (положения

⁷ Лучшие дивиденды июня 2019 г.: что стоит купить из российских акций.
URL: <https://alfainvestor.ru/dividendy-ijunja-2019-goda/>

на рынке ценных бумаг). Это позволит, по нашему мнению, сделать данное ПАО более привлекательным для всех заинтересованных в его деятельности стейкхолдеров в целях обеспечения его устойчивого развития в долгосрочной перспективе.

Раскрыв основные результаты своего исследования, сопоставим их с имеющимися наработками по рассматриваемой в статье проблеме.

Обсуждение результатов

Представленные в данной статье научные результаты, связанные с разработкой формализованных моделей показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании, используемых для их анализа и прогнозирования в целях обеспечения эффективного управления дивидендной политикой в условиях нейтрального подхода к ее осуществлению, не имеют аналогов и поэтому могут рассматриваться как принципиально новые знания по данной проблеме.

Сопоставим полученные нами научные результаты с имеющимися наработками по рассматриваемой в статье проблеме, охарактеризованными ранее в разделах: «Предшествующие исследования (современное состояние проблемы)» и «Методологическая основа исследования» – и касающимися использования формализованных моделей применительно к анализу и прогнозированию дивидендной политики в целом, а также в рамках пассивного и активного подходов к ее осуществлению.

Проведенное сопоставление показывает следующее.

1. Предложенный нами нейтральный подход к осуществлению дивидендной политики в отличие теории иррелевантности дивидендов и теории существенности дивидендной политики позволяет в гораздо большей степени учесть интересы всех стейкхолдеров,

заинтересованных в деятельности компании, обеспечивая тем самым ей устойчивое развитие в долгосрочной перспективе.

2. Разработанные в рамках нейтрального подхода к дивидендной политике формализованные (математические) модели важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании являются более детализированными и, следовательно, представительными, поскольку отражают зависимость данных показателей от гораздо большего числа определяющих факторов по сравнению с существующими в настоящее время моделями.

3. Наличие в авторских моделях важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании большего числа определяющих факторов делает возможным проведение более подробного факторного анализа данных показателей соответствующими методами, а также выполнение их прогнозирования, опираясь на предполагаемые значения определяющих факторов, что позволяет рационализировать и усовершенствовать процесс принятия решений в области управления дивидендной политикой компании.

При этом следует отметить и наличие определенных ограничений, присущих разработанным нами формализованным моделям, важнейшим показателям дивидендной политики и производным от них показателям рыночной активности компании, связанным с их ориентацией на постоянство темпа прироста дивидендов на ее обыкновенную акцию и высокую эффективность рынка ценных бумаг. Преодоление данных ограничений послужит предметом дальнейших исследований.

Выводы

Завершив рассмотрение разработанных нами формализованных моделей, используемых для анализа и прогнозирования показателей

дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании в условиях нейтрального подхода к осуществлению ее дивидендной политики, считаем необходимым сформулировать следующие выводы.

Нейтральный подход к осуществлению дивидендной политики компании позволяет учесть интересы всех стейкхолдеров, заинтересованных в ее деятельности, что обеспечивает устойчивое развитие компании в долгосрочной перспективе.

Методологическую основу разработки нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики составили теория иррелевантности дивидендов, теория существенности дивидендной политики и концепция устойчивого развития компании.

Формализация представления о нейтральном подходе к осуществлению дивидендной политики заключается в построении соответствующих ему формализованных моделей важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании: коэффициента дивидендного выхода, коэффициента дивидендного покрытия, ожидаемой цены обыкновенной акции, дивидендной доходности обыкновенной акции и коэффициента котируемости обыкновенной акции.

Формализованные модели важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании, разработанные в рамках нейтрального подхода к осуществлению ее дивидендной политике, отражают зависимость данных показателей от достаточно большого числа определяющих их факторов.

Проведение факторного анализа важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании на основе их формализованных моделей соответствующими методами позволяет выявить главные причины

их изменения в рамках нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики.

Формализованные модели важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности могут быть использованы для прогнозирования этих показателей, исходя из предполагаемых значений определяющих факторов, что позволяет рационализировать и усовершенствовать процесс принятия соответствующих управленческих решений в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики компании.

Направления дальнейших исследований

Раскрытые в работе концептуальные основы формализованного моделирования важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании как инструмента их анализа и прогнозирования в условиях нейтрального подхода к осуществлению ее дивидендной политики определяют лишь его некие общие контуры как нового направления научных исследований и практической деятельности. Они являются своего рода теоретической базой для дальнейшего развития анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики в условиях нейтрального подхода к ее осуществлению, а также производных от них показателей рыночной активности компании, прежде всего, в аспекте их практического использования.

В качестве основных направлений дальнейшего развития анализа и прогнозирования дивидендной политики в условиях нейтрального подхода к ее осуществлению могут рассматриваться:

- разработка формализованных моделей важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики компании при

- изменяющемся темпе прироста дивидендов на ее обыкновенную акцию;
- детализация и конкретизация методологии анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики компании применительно к отдельным этапам ее жизненного цикла;
 - уточнение методик анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики для компаний, относящихся к различным отраслям экономики, позволяющее учесть их отраслевые особенности;
 - разработка экономико-математических моделей и компьютерных программ, позволяющих использовать итоги анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики компании на практике в процессе управления ею.

Таблица 1**Ключевые показатели анализа и прогнозирования дивидендной политики компании****Table 1****Key indicators for the analysis and forecast of the company's dividend policy**

Наименование показателя	Расчетная формула	
	числитель	знаменатель
Коэффициент дивидендного выхода, формула (1)	Дивиденд на обыкновенную акцию	Прибыль на обыкновенную акцию
Коэффициент дивидендного выхода, формула (2)	Дивиденды по обыкновенным акциям	Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям
Коэффициент дивидендного покрытия	Прибыль на обыкновенную акцию	Дивиденд на обыкновенную акцию
Дивидендная доходность обыкновенной акции	Дивиденд на обыкновенную акцию	Рыночная цена обыкновенной акции
Коэффициент соотношения рыночной цены и дивиденда на обыкновенную акцию	Рыночная цена обыкновенной акции	Дивиденд на обыкновенную акцию
Норма распределения чистой прибыли на дивиденды	Дивиденды по всем видам акций	Чистая прибыль
Коэффициент покрытия дивидендов по привилегированным акциям	Чистая прибыль	Дивиденды по привилегированным акциям
Коэффициент соотношения дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям	Дивиденды по обыкновенным акциям	Дивиденды по привилегированным акциям

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Шим Д.К., Сигел Д.Г. Финансовый менеджмент. М.: Филинь, 1996. 400 с.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 1997. 1120 с.
3. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996. 800 с.
4. Росс С. и др. Основы корпоративных финансов. М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. 704 с.
5. Block S.B., Hirt G.A. Foundations of Financial Management. Richard D. Irwin, 1989, 733 p.
6. Brigham E.F. Fundamentals of Financial Management. New York, Holt Saunders, 1983, XVI, 816 p.
7. Knot G. Understanding Financial Management. London – Sydney, Pan Books, 1985, 360 p.
8. McLaney E.J. Business Finance for Decision Makers. London, Pitman Publishing, 1992, 374 p.
9. Хелферт Э. Техника финансового анализа. М.: Аудит; ЮНИТИ, 1996. 663 с.
10. Крылов С.И. Финансовое состояние коммерческой организации: анализ и управление. Теория, методика и практика. Saarbrücken: LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG, 2012. 365 с.
11. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share. *Journal of Business*, 1961, vol. 34, no. 4, pp. 411–433. URL: <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
12. Walter J.E. Dividend Policies and Common Stock Prices. *The Journal of Finance*, 1956, vol. 11, no. 1, pp. 29–41. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1956.tb00684.x>
13. Gordon M.J. Optimal Investment and Financial Policy. *The Journal of Finance*, 1963, vol. 18, no. 2, pp. 264–272. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
14. Lintner J. Dividend, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 1962, vol. 44, no. 3, pp. 243–269. URL: <https://doi.org/10.2307/1926397>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

MODELING THE DIVIDEND POLICY METRICS: THE UNBIASED APPROACH

Sergei I. KRYLOV

Ural State Federal University named after the First President of Russia B.N. Yeltsin,
Yekaterinburg, Russian Federation
zali6770@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0001-6750-085X>

Article history:

Article No. 364/2019
Received 21 May 2019
Received in revised form
15 June 2019
Accepted 9 July 2019
Available online
13 December 2019

JEL classification: G32,
G34, G35

Keywords: dividend policy,
unbiased approach, analysis,
management modeling,
company

Abstract

Subject In the current circumstances, the dividend policy should accommodate for interests of all stakeholders of the company so as to ensure its long-term sustainable development. Thus, the unbiased approach to the dividend policy is rather an important subject to study.

Objectives The study evaluates whether it is possible to use formalized models of the dividend policy metrics and respective derivative indicators of market activities (situation in the securities market) the company conducts using the unbiased approach to its dividend policy as a means of analyzing and forecasting the above indicators.

Methods The methodological framework includes the dividend irrelevance theory, theory of dividend policy materiality and corporate sustainable development concept.

Results Formalizing the concept of the unbiased approach to the dividend policy, the company should build corresponding models of dividend policy metrics and market activities of the company, such as the dividend yield ratio, dividend coverage ratio, expected price of ordinary share, dividend earnings per ordinary share and price-to-earnings ratio per ordinary share.

Conclusions and Relevance The formalized models of key dividend policy metrics and derivative indicators of market activities constitute an effective tool for analyzing and forecasting them, ensuring reasoned decision-making to manage the corporate dividend policy through the unbiased approach. The formalized models of the above indicators can be used to make projected and analytical estimates and identify why they deviate. For this, we assess how determinant factors inherent in the models influence the indicators, conduct the factor analysis through the unbiased approach to the dividend policy of the company.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Krylov S.I. Modeling the Dividend Policy Metrics: The Unbiased Approach. *National Interests: Priorities and Security*, 2019, vol. 15, iss. 12, pp. 2242–2258.
<https://doi.org/10.24891/ni.15.12.2242>

References

1. Shim J.K., Siegel J.G. *Finansovyi menedzhment* [Financial Management]. Moscow, Filin Publ., 1996, 400 p.
2. Brealey R., Myers S. *Printsiipy korporativnykh finansov* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 1997, 1120 p.
3. Van Horne J.C. *Osnovy upravleniya finansami* [Fundamentals of Financial Management]. Moscow, Finansy i Statistika Publ., 1996, 800 p.
4. Ross S. et al. *Osnovy korporativnykh finansov* [Fundamentals of Corporate Finance]. Moscow, Laboratoriya bazovykh znaniy Publ., 2001, 704 p.
5. Block S.B., Hirt G.A. *Foundations of Financial Management*. Richard D. Irwin, 1989, 733 p.

6. Brigham E.F. *Fundamentals of Financial Management*. New York, Holt Saunders, 1983, XVI, 816 p.
7. Knott G. *Understanding Financial Management*. Pan Books, 1985, 360 p.
8. McLaney E.J. *Business Finance for Decision Makers*. London, Pitman Publishing, 1992, 374 p.
9. Helfert E. *Tekhnika finansovogo analiza* [Techniques of Financial Analysis]. Moscow, Audit, YUNITI Publ., 1996, 663 p.
10. Krylov S.I. *Finansovoe sostoyanie kommercheskoi organizatsii: analiz i upravleniye. Teoriya, metodika i praktika* [The financial position of a profit-making entity: Analysis and management. Theory, methods and practice]. Saarbrücken, LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG, 2012, 365 p.
11. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share. *Journal of Business*, 1961, vol. 34, no. 4, pp. 411–433. URL: <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
12. Walter J.E. Dividend Policies and Common Stock Prices. *The Journal of Finance*, 1956, vol. 11, no. 1, pp. 29–41. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1956.tb00684.x>
13. Gordon M.J. Optimal Investment and Financial Policy. *The Journal of Finance*, 1963, vol. 18, no. 2, pp. 264–272. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
14. Lintner J. Dividend, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 1962, vol. 44, no. 3, pp. 243–269. URL: <https://doi.org/10.2307/1926397>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.