

ФИНАНСЫ И КРЕДИТ

УДК 334.01

С.И. Крылов¹

*Уральский федеральный университет
имени первого Президента России Б.Н.Ельцина,
г. Екатеринбург, Россия*

МОДЕЛИРОВАНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ НЕЙТРАЛЬНОГО ПОДХОДА К ЕЕ ОСУЩЕСТВЛЕНИЮ

Аннотация. Статья посвящена рассмотрению концептуальных основ формализованного моделирования 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. Методологическую основу исследования составили теория иррелевантности дивидендов, теория существенности дивидендной политики и концепция устойчивого развития компании. Показано, что формализация представления о нейтральном подходе к осуществлению дивидендной политики предполагает построения 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 котированности обыкновенной акции (соотношение цены и прибыли на обыкновенную акцию). Построенные формализованные модели перечисленных выше 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. Автор приходит к выводу, что разработанные им 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 управление; компания.

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 [16].

Значимость дивидендной политики для деятельности компании обусловлена рядом причин [2, 3, 5, 7, 9, 11, 16, 18, 19, 21, 23].

Во-первых, дивидендная политика оказывает влияние на отношения с потенциальными и реальными инвесторами в акционерный капитал (прежде всего обыкновенный). Дело в том, что акционеры негативно относятся к компаниям, сокращающих объемы выплачиваемых дивидендов, поскольку

ку сокращение выплаты дивидендов часто ассоциируется с наличием у компании финансовых затруднений. Кроме того, некоторые акционеры рассчитывают на стабильные дивиденды как на постоянный доход.

Во-вторых, дивидендная политика влияет на финансовую стратегию компании и ее бюджет капиталовложений. Она является фрагментом долгосрочной финансовой политики, которая, в свою очередь, представляет собой инструмент реализации финансовой стратегии. Выплата дивидендов предполагает уменьшение нераспределенной прибыли, являющейся потенциальным источником финансирования долгосрочных инвестиций, и, соответственно, сокращение бюджета капиталовложений.

В-третьих, обычно выплата дивидендов предполагает отток денежных средств, что не может не оказать влияние на уровень ликвидности компании в сторону его понижения.

В-четвертых, выплата дивидендов, как уже было отмечено ранее, 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 – учитывать интересы всех остальных заинтересованных в деятельности компании стейкхолдеров для обеспечения ее устойчивого развития в долгосрочной перспективе.

В этой связи важное место в процессе разработки, обоснования и управления ди-

видендной политики отводится формализованному анализу и прогнозированию ее показателей применительно к выполнению сформулированного выше требования.

Предшествующие исследования

Необходимо отметить, что к настоящему моменту времени вопросы анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики достаточно широко рассмотрены в многочисленных публикациях, как зарубежных (например, [2, 3, 7, 12–14, 16, 18, 19, 21, 23]), так и отечественных (в частности, [4–6, 8, 9–11, 15, 17]) 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 следующей таблицы (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 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 компа-

¹ Крылов Сергей Иванович – доктор экономических наук, профессор кафедры учета, анализа и аудита Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина, г. Екатеринбург, Россия (620002, г. Екатеринбург, ул. Мира, 19); e-mail: zal6770@yandex.ru.

Крылов С.И.

нии во многом определяется ее дивидендной политикой, показатели первого 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 деятельно-

Таблица 1

Ключевые показатели анализа и прогнозирования дивидендной политики компании

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

сти 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 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 [6]:

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

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:

1. Политику стабильного дивиденда на акцию, предполагающую регулярную выплату дивиденда на акцию в неизменном размере в течение продолжительного времени с последующим его повышением в случае успешного развития компании. Эта дивидендная политика в наибольшей степени одобряется инвесторами и способствует максимизации рыночной стоимости обыкновенных акций, поскольку говорит об устойчивости финансового состояния компании. Кроме того, многие акционеры рассчитывают на стабильные дивиденды как на постоянный доход.

2. Политику постоянного значения коэффициента дивидендного выхода, предусматривающую неизменность его значения в течение длительного времени. Эта дивидендная политика не одобряется инвесторами и не способствует максимизации рыночной стоимости обыкновенных акций, поскольку снижение прибыли на акцию ведет к снижению размера дивиденда на акцию. Кроме того, при отсутствии у компании чистой прибыли дивиденды не выплачиваются.

3. Политику компромисса (между первыми двумя), предполагающую выплату небольшого постоянного дивиденда на акцию плюс приращение в наиболее удачные по прибыли годы. Эта дивидендная политика не в полной мере одобряется инвесторами и не способствует максимизации рыночной стоимости обыкновенных акций, поскольку неопределенность в отношении размера дивиденда на акцию сохраняется.

4. Политику остаточного дивиденда, предусматривающую выплату дивидендов акционерам после удовлетворения всех инвестиционных потребностей компании. Эта дивидендная политика одобряется инвесторами в том случае, если имеет место существенный рост рыночной стоимости обыкновен-

ных акции компании вследствие реализации им выгодных инвестиционных проектов [2, 3, 5, 7, 9–11, 13, 14, 16, 18, 19, 21, 23].

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 этой статье, составили:

- 1) теория иррелевантности дивидендов;
- 2) теория существенности дивидендной политики;
- 3) концепция устойчивого развития компании.

Обратимся к достаточно краткому их рассмотрению.

Краеугольным камнем дивидендной политики, определяющим ее виды (методики), в 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 обратно 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. Модилиани и М. Миллер, утверждавшие, что при заданном выборе инвестиционных решений коэффициент дивидендного выхода – не более чем деталь общей картины [24]. 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, коэффициент дивидендного выхода, скорее всего, составит 1. Для любой промежуточной ситуации значение коэффициента дивидендного выхода будет принимать значения от 0 до 1 [24]. 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 Джеймса Е. Уолтера [25], считающаяся одной из первых и обладающая 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 [20] и Дж. Линтнер [22], 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 не 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 [20, 22].

Формализованным аргументом в пользу активного подхода к осуществлению дивидендной политики является модель экономического роста М. Гордона [20]:

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

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 выше 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].

Достаточно четко определить с формированием приемлемой пассивной дивидендной политики дают возможность следующие критерии:

- 1) необходимость учета финансовых потребностей компании и точности ее бюджета денежных средств;
- 2) необходимость сохранения требуемого уровня ликвидности компании;
- 3) рассмотрение возможностей использования заемных средств на выгодных для компании условиях;
- 4) исследование влияния изменений значений коэффициента дивидендного выхода на рыночную стоимость обыкновенных акций других компаний отрасли;
- 5) необходимость учета ожиданий потенциальных инвесторов;
- 6) необходимость сохранения контроля над деятельностью компании;
- 7) необходимость учета ограничений на выплату дивидендов, содержащихся в кредитных договорах.

Активная дивидендная политика должна предусматривать своего рода элемент доверия со стороны акционеров по отношению к компании, предполагающий добро-

вольное реинвестирование части полученных дивидендов.

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 и 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 мнению автора данной статьи, прежде всего:

- 1) в устойчивости роста объемов производства и продажи продукции (работ, услуг);
- 2) в устойчивости инвестиционной активности компании;
- 3) в устойчивости инновационной активности компании;
- 4) 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. С этой целью 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 ком-

пании, экология производства компании и социальная политика компании [1]. 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 этой статье, автор полагает целесообразным перейти к их раскрытию.

Результаты

Постулированное ранее утверждение о том, что дивидендная политика, с одной стороны, должна способствовать достижению основной цели финансового менеджмента – максимизации материального благосостояния акционеров, а с другой – 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, как полагает автор данной статьи, предполагает построения 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 (формула (2)), к определяемой согласно модели экономического роста М. Гордона (формула (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 имеем 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):

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

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

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, а также снижение темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию и 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, а также увеличение темпа прироста дивиденда на обыкновенную акцию и рыночного уровня капитализации. Расчет влияния определяющих факторов на отклонение результативных показателей в моделях (6) и (7) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Построенные автором данной статьи модели коэффициента дивидендного выхода (формула (6)) и коэффициента дивидендного покрытия (формула (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 сумму дивиденда на обыкновенную акцию из модели Д.Е. Уолтера (формула (2)) и дивиденда на обыкновенную акцию настоящего периода из модели экономического роста М. Гордона (формула (3)) соответственно следующим образом:

Моделирование показателей дивидендной политики в условиях нейтрального подхода к ее осуществлению

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

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

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

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

введя при этом единое обозначение ожидаемой, т. е. 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:

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

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, требу-

емой 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 резульативного показателя в модели (12) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Полученная автором модель ожидаемой цены обыкновенной акции (формула (12)) может быть использована в прогнозных-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):

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

Крылов С.И.

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

В соответствии с формулой (13) в условиях нейтрального подхода к осуществлению дивидендной политики дивидендная доходность обыкновенной акции определяется влиянием следующих факторов: коэффициента дивидендного выхода (т. е. 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 (т. е. 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 (т. е. 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 отклоне-

ние результативного показателя в модели (13) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Сформированная автором модель дивидендной доходности обыкновенной акции (формула (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 котированности обыкновенной акции зависит от влияния таких факторов, как коэффициент дивидендного покрытия (т. е. 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 котированности обыкновенной акции будут способствовать увеличению коэффициента дивидендного покрытия (т. е. 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 (т. е. отношения прибыли на обыкновенную акцию и дивиденда на обыкновенную акцию), коэффициента отношения 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 результативного показателя в модели (14) может осуществляться соответствующими методами факторного анализа.

Построенная автором модель коэффициента котируемости обыкновенной акции (формула (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 выше 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).

Раскрыв основные результаты своего исследования, автор статьи считает необ-

ходимым сопоставить их с имеющимися наработками по рассматриваемой в статье проблеме.

Дискуссия

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 с целью 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 автором научные результаты с имеющимися наработками по рассматриваемой в статье проблеме, охарактеризованными ранее в разделах: «Предшествующие исследования» 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:

- предлагаемый автором нейтральный подход к осуществлению дивидендной политики в отличие теории иррелевантности дивидендов и теории существенности дивидендной политике позволяет в гораздо большей степени учесть интересы всех стейкхолдеров, заинтересованных в деятельности компании, обеспечивая тем самым ей устойчивое развитие в долгосрочной перспективе;
- разработанные в рамках нейтрального подхода к дивидендной политике формализованные (математические) модели важнейших показателей ди-

видендной 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;

- 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 автором формализованных моделей важнейших показателей дивидендной политики и производных от них показателей рыночной активности компании, связанного 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 им формализованных моделей, используемых для анализа и прогнозирования показателей дивидендной политики и произво-

дных от них показателей рыночной активности компании в условиях нейтрального подхода к осуществлению ее дивидендной политики, автор данной статьи считает 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 большего 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 выше 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.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Основы бизнес-анализа : учеб. пособие / В.И. Бариленко, В.В. Бердников, Р.П. Булыга и др. ; под ред. В.И. Бариленко. М. : КНОРУС, 2014. 272 с.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. 1120 с.
3. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1996. 800 с.
4. Ефимова О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений : учебник. 4-е изд., испр. и доп. М. : Издательство «Омега-Л», 2013. 349 с.
5. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 3-е изд., перераб. и доп. М. : Проспект, 2014. 1104 с.
6. 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.
7. Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / пер. с англ. под ред. Ю. В. Шленова. М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. 720 с.
8. Савицкая Г.В. Экономический анализ : учебник. 14-е изд., перераб. и доп. М. : ИНФРА-М, 2013. 649 с.
9. Илышева Н.Н., Крылов С.И., Синянская Е.Р. Учет и финансовый менеджмент: концептуальные основы. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2018. 164 с.
10. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / под ред. Е.И. Шохина. М. : ИД ФБК-ПРЕСС, 2002. 408 с.
11. Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник / Е.С. Стоянова, Т.Б. Крылова, И.Т. Балабанов и др. ; под ред. Е.С. Стояновой. М.: Изд-во «Перспектива», 2000. 656 с.
12. Хелферт Э. Техника финансового анализа / пер. с англ. под ред. Л.П. Белых. М. : Аудит, ЮНИТИ, 1996. 663 с.
13. Холт Р.Н. Основы финансового менеджмента / пер. с англ. М. : Дело, 1993. 128 с.
14. Ли Ч.Ф., Финнерти Д.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика : учебник для вузов / пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2000. 686 с.
15. Шеремет А.Д., Ионова А.Ф. Финансы предприятий: менеджмент и анализ : учеб. пособие для вузов. М. : ИНФРА-М, 2006. 479 с.
16. Шим Д.К., Сигел Д.Г. Финансовый менеджмент / пер. с англ. М. : Информационно-издательский дом «Филинь», 1996. 400 с.
17. Экономический анализ : учебник / В.И. Бариленко, М.Н. Ермакова, О.В. Ефимова, Ч.В. Керимова ; под ред. В.И. Бариленко. М. : КНОРУС, 2017. 382 с.
18. Block S.B., Hirt G.A. Foundations of Financial Management. Irwin : Homewood, 1989. 733 p.
19. Brigham E.F. Fundamentals of Financial Management. New York et al. : Holt Saunders, 1983. 816 p.
20. Gordon M.J. Optimal Investment and Financial Policy // Journal of Finance. 1963. Vol. 18, No. 2, P. 264–272.
21. Knot G. Understanding Financial Management. London – Sydney : Pan Books, 1985. 360 p.
22. Lintner J. Dividend, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations // The Review of Economics and Statistics. 1962. Vol. 44, Issue 3. P. 243–269.
23. McLaney E.J. Business Finance for Decision Makers. London : Pitman Publishing, 1992. 374 p.
24. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share // Journal of Business. 1961. Vol. 34, Issue 4. P. 411–433.
25. Walter J.E. Dividend Policies and Common Stock Prices // Journal of Finance. 1956. Vol. 11, No. 1. P. 29–41.

Krylov S.I.

Ural Federal University

named after the first President of Russia B.N. Yeltsin,

Ekaterinburg, Russia

**MODELING PARAMETERS OF DIVIDEND POLICY
IN THE CONTEXT-NEUTRAL APPROACH TO ITS IMPLEMENTATION**

Abstract. The article is devoted to the consideration of the conceptual foundations of the formalized modeling of dividend policy indicators and derived indicators of market activity (position on the securities market) of a company as part of a neutral approach to the implementation of its dividend policy as a tool for analysis and forecasting of these indicators. The methodological basis of the study was the dividend irrelevance theory, the theory of dividend policy materiality and the concept of sustainable development of a company. It is shown that the formalization of the idea of a neutral approach to the implementation of dividend policy involves the construction of appropriate models of such important indicators characterizing the dividend policy and market activity of the company as the dividend yield coefficient, dividend coverage ratio, the expected price of an ordinary share, dividend yield of an ordinary share and the coefficient of quotation of an ordinary share (the ratio of price and profit per ordinary share). The constructed formalized models of the above indicators can be used in predictive and analytical estimates of the values of these indicators, and also allow one to identify the reasons for their deviation by calculating the impact on it of the determining factors contained in these models, performed by appropriate methods of factor analysis, as part of a neutral approach to the implementation of the dividend policy of the company. The author comes to a conclusion that the developed formal models of the most important indicators of dividend policy and derived indicators of market activity of the company are an effective tool for their analysis and forecasting, providing effective decisions on the management of dividend policy of the company choosing a neutral approach to its implementation.

Key words: dividend policy; neutral approach; analysis; management modeling; company.

References

1. Barilenko, V.I., Berdnikov, V.V., Bulyga, R.P. et al. (2014). *Osnovy biznes-analiza (Fundamentals of Business Analysis)*. Moscow, KNORUS.
2. Brealey, R., Myers, S. (2008). *Principles of Corporate Finance*. Irwin, McGraw-Hill.
3. Van Horne, J., Wachowicz, J. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Harlow: FT Prentice Hall.
4. Efimova, O.V. (2013). *Finansovyi analiz: sovremennyyi instrumentarii dlia priniatiia ekonomicheskikh reshenii [Financial Analysis: Modern Tools for Economic Decision Making]*. Moscow, Omega-L.
5. Kovalev, V.V. (2014). *Finansovyi menedzhment: teoriia i praktika [Financial Management Theory and Practice]*. Moscow, Prospekt.
6. Krylov, S.I. (2012). *Finansovoe sostoianie kommercheskoi organizatsii:*

- analiz i upravlenie. Teoriia, metodika i praktika [Financial Standing of a Commercial Organization: Analysis and Management. Theory, Methodology and Practice].* Saarbrücken, LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG.
7. Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance.* McGraw-Hill/Irwin.
 8. Savitskaya, G.V. (2013). *Ekonomicheskii analiz [Economic Analysis].* Moscow, INFRA-M.
 9. Ilysheva, N.N., Krylov, S.I., Sinyanskaya, E.R. (2018). *Uchet i finansovyi menedzhment: kontseptual'nye osnovy [Accounting and Financial Management: Conceptual Framework].* Ekaterinburg, Ural University.
 10. Shokhin, E.I. (edt.) (2002). *Finansovyi menedzhment [Financial Management].* FBK-PRESS.
 11. Stoianova, E.S., Krylova, T.B., Balabanov, I.T. (2000). *Finansovyi menedzhment: teoriia i praktika [Financial Management: Theory and Practice].* Moscow, Perspektiva.
 12. Helfert, E.A. (2001). *Financial Analysis: tools and techniques. A Guide for Managers.* McGraw-Hill.
 13. Holt, R. (2010). *Financial Accounting: A Management Perspective.* Ivy Software.
 14. Lee, C., Finnerty, J. (1989). *Corporate Finance: Theory, Method, and Applications.* Harcourt College Pub.
 15. Sheremet, A.D., Ionova, A.F. (2006). *Finansy predpriatii: menedzhment i analiz [Corporate Finance: Management and Analysis].* Moscow, INFRA-M.
 16. Shim, J., Siegel, J. (2008). *Financial Management.* Barons.
 17. Barilenko, V.I., Ermakova, M.N., Efimova, O.V., Kerimova, Ch.V. (2017). *Ekonomicheskyy analiz [Economic Analysis].* Moscow, KNORUS.
 18. Block, S.B., Hirt, G.A. (1989). *Foundations of Financial Management.* Irwin, Homewood, 733 p.
 19. Brigham, E.F. (1983). *Fundamentals of Financial Management.* New York et al, Holt Saunders, 816 p.
 20. Gordon, M.J. (1963). Optimal Investment and Financial Policy. *Journal of Finance*, Vol. 18, No. 2, 264–272.
 21. Knot, G. (1985). *Understanding Financial Management.* London – Sydney, Pan Books, 360 p.
 22. Lintner, J. (1962). Dividend, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, Issue 3, 243–269.
 23. McLaney, E.J. (1992). *Business Finance for Decision Makers.* London, Pitman Publishing, 374 p.
 24. Miller, M.H., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share. *Journal of Business*, Vol. 34, Issue 4, 411–433.
 25. Walter, J.E. (1956). Dividend Policies and Common Stock Prices. *Journal of Finance*, Vol. 11, No. 1, 29–41.

Information about the author

Krylov Sergey Ivanovich – Doctor of Economics, Professor, Department of Accounting, Analysis and Audit, Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin, Ekaterinburg, Russia (620002, Ekaterinburg, Mira street, 19); e-mail: zali6770@yandex.ru.

Для цитирования: Крылов С.И. Моделирование показателей дивидендной политики в условиях нейтрального подхода к ее осуществлению // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2019. Т. 18, № 3. С. 394–411. DOI: 10.15826/vestnik.2019.18.3.020.

For Citation: Krylov S.I. Modeling Parameters of Dividend Policy in the Context-Neutral Approach to its Implementation. *Bulletin of Ural Federal University. Series Economics and Management*, 2019, Vol. 18, No. 3, 394–411. DOI: 10.15826/vestnik.2019.18.3.020.

Информация о статье: дата поступления 20 мая 2019 г.; дата принятия к печати 3 июня 2019 г.

Article Info: Received May 20, 2019; Accepted June 3, 2019.