

УДК 336.051

DOI: 10.17586/2310-1172-2022-17-3-57-68

Научная статья

Дивидендная политика: фундаментальное значение, обзор и анализ состоятельности концепций, модель сглаживания дивидендов

Д-р экон. наук **Лисица М.И.** lisitsa1974@mail.ru
Санкт-Петербургский государственный экономический университет
Россия, 191023, Санкт-Петербург, улица Садовая, дом 21

Дивидендная политика имеет значение для эмитентов акций и их держателей из-за порождаемых при ее реализации феноменов (финансовых, сигнальных, поведенческих и даже эмоциональных). Однако при всей важности дивидендной политики как стратегии вознаграждения акционеров специалисты не имеют единой или хотя бы принципиально согласованной точки зрения на выплату дивидендов. В частности, вопрос о влиянии дивидендов на благосостояние держателей акций обсуждается в нескольких концепциях, страдающих от изъянов, причем настолько существенных, что убедительного теоретического ответа на данный вопрос все-таки нет. При обсуждении дополнительных вопросов дивидендной политики (какую часть чистой прибыли должны получать акционеры в качестве дивидендов за предполагаемый период времени, насколько стабильной должна быть величина дивидендных платежей, какой должна быть сумма дивидендных платежей за отчетный период времени) имеются бóльшие успехи. По крайней мере, удастся: 1) на качественном уровне показать полезность предсказуемой дивидендной политики; 2) пусть даже умозрительно, но объяснить логику начисления дивидендов за отчетный период времени. К сожалению, из-за отсутствия методика не удастся предсказать, какую часть чистой прибыли должны получать акционеры в качестве дивидендов за предполагаемый период времени. Наверное, сложно удовлетвориться объяснением, что дивиденды должны максимизировать благосостояние акционеров, учитывая неясность в понимании главного вопроса (возможно ли это в принципе). Однако имеющиеся эмпирические свидетельства – на стороне стабильной стратегии вознаграждения держателей акций, хотя исчерпывающего статистического подтверждения здесь нет. Наконец, учитывая всю совокупность теоретических проблем, финансисты-практики вынуждены опираться на кажущийся гибким и естественным подход – выплату дивидендов по остаточному принципу. Очевидно, что он не имеет системной теоретической базы, однако является перспективным, жизнеспособным и, скорее всего, сохранит доминирование до тех пор, пока не будет предложена более рациональная альтернатива.

Ключевые слова: дивидендная политика, «среда обитания» акционеров, концепция иррелевантности дивидендов, концепция налоговой дифференциации, концепция предпочтительности дивидендов, выплата дивидендов по остаточному принципу, методика сглаживания дивидендов.

Scientific article

Dividend policy: fundamental importance, review and analysis of the consistency of concepts, the model of smoothing dividends

D.Sc. **Lisitsa M.I.** lisitsa1974@mail.ru
Saint-Petersburg State Maritime Technical University,
190121, Russia, Saint-Petersburg, Lotsmanskaya Street, 3

The dividend policy matters for issuers of shares and their holders because of the phenomena generated during its implementation (financial, signal, behavioral and even emotional). However, despite the importance of the dividend policy as a strategy for rewarding shareholders, specialists do not have a single or at least fundamentally agreed point of view on the payment of dividends. In particular, the question of the impact of dividends on the welfare of shareholders is discussed in several concepts that suffer from flaws, and so significant that there is still no convincing theoretical answer to this question. When discussing additional issues of the dividend policy (how much of the net profit shareholders should receive as dividends for the expected period of time, how stable the amount of dividend payments should be, what should be the amount of dividend payments for the reporting period of time), there are great successes. At least, it succeeds: 1) to demonstrate the usefulness of a predictable dividend policy at a qualitative level; 2) to explain,

even speculatively, the logic of accrual of dividends for the reporting period of time. Unfortunately, due to the lack of methodic, it is not possible to predict how much of the net profit shareholders should receive as dividends for the expected period of time. It is probably difficult to be satisfied with the explanation that dividends should maximize the welfare of shareholders, given the ambiguity in understanding the main issue (is it possible in principle). However, the empirical evidence is on the side of a stable strategy for rewarding shareholders, although there is no exhaustive statistical confirmation here. Finally, taking into account the totality of theoretical problems, financial practitioners are forced to rely on a seemingly flexible and natural approach – the payment of dividends on a residual basis. It is obvious that it does not have a systematic theoretical basis, but it is promising, viable and, most likely, will retain dominance until a more rational alternative is proposed.

Keywords: The Dividend Policy, the «Habitat» of Shareholders, the Concept of Irrelevant of Dividends, the Concept of Tax Differentiation, the Concept of Preference for Dividends, Payment of Dividends on the Residual Principle, Method of Smoothing of Dividends.

Введение

Прежде всего, будем исходить из представления о дивидендной политике как о процессе разработки и принятия решения по распределению чистой прибыли или ее части между держателями акций их эмитента, что регламентируется правовыми установлениями (они могут быть обязывающими, как [1, 2, 6, 7], рекомендательными, как [3, 4], фиксирующими ответственность, как [5], за мошеннические действия). Соответственно, распределяемую между держателями акций их эмитента чистую прибыль будем называть дивидендами.

Теперь представим, что держатель акции приобрел ее, надеясь на рост своего благосостояния. Тогда возникает вопрос, влияет ли дивидендная политика эмитента акции на благосостояние ее держателя? Если предположить, что выплата дивиденда приводит к изменению благосостояния держателя акции, возникают три дополнительных вопроса, сформулированных в статье [11]:

1. Какую часть (в виде доли или величины) чистой прибыли должен получать держатель акции в качестве дивиденда за предполагаемый период времени?
2. Насколько стабильным должен быть размер дивидендного платежа, в частности, следует ли: а) установить дивиденд фиксированного размера; б) поддерживать повышение уровня дивиденда в соответствии с заданным постоянным темпом прироста; в) менять размер дивиденда, приводя его в соответствие с финансовыми потребностями и денежными потоками эмитента акции?
3. Какой должна быть величина дивидендного платежа за отчетный период времени, если учесть, что она может повлиять на будущий размер дивиденда, или же держатель акции предпочитает реинвестирование прибыли, надеясь в будущем на прирост рыночного курса акции?

Феномены, порождаемые дивидендной политикой

Прежде, чем ответить на поставленные вопросы, укажем, что решение о выплате дивидендов имеет изложенные в работах [8, 9, 10] финансовые, информационные (иначе говоря, сигнальные) и поведенческие аспекты, особенно учитывая разделение эмитентов акций на публичные и непубличные. Обсудим это в адаптированной применительно к данному исследованию интерпретации.

Для начала обратимся к финансовым аспектам и рассмотрим три случая, так или иначе имеющих отношение к дивидендной политике. Представим, что все эмитенты акций являются публичными, т.е. разместившими свои акции на биржевом фондовом рынке, вследствие чего возможна их свободная купля-продажа. Разумеется, можно встретить эмитентов акций, которые:

1. Не выплачивают дивиденды, намереваясь реинвестировать созданные за счет чистой прибыли денежные средства. Здесь дивидендная политика заменяется нацеленностью на рост капитализации, иначе говоря, на повышение рыночного курса акций, что является формой вознаграждения их держателей.
2. Выплачивают относительно высокие дивиденды, предпочитая инвестировать заимствованные денежные средства, либо привлекают их за счет дополнительной эмиссии акций. Здесь дивидендная политика является приоритетной формой вознаграждения держателей акций.
3. Предпочитают выкуп находящихся в обращении собственных акций вместо выплаты дивидендов, а когда в будущем возникает потребность в денежных средствах, тогда выкупленные акции распродают. Здесь дивидендная политика является комбинированной, совмещая нацеленность на: а) рост рыночного курса акций; б) доступность быстрого привлечения денежных средств.

Так в чем же все-таки состоят финансовые особенности дивидендной политики публичных эмитентов акций? Во-первых, если дивиденды не выплачиваются, то такое решение их эмитента не должно иметь очевидного влияния на рыночный курс находящихся в обращении акций в связи с отсутствием изменений спроса на них, а

также их предложения. Во-вторых, если дивиденды выплачиваются, то рыночный курс находящихся в обращении акций должен снизиться из-за утраты их эмитентом определенной части активов (т.е. денежных средств, пошедших на выплату дивидендов). В-третьих, если эмитент выкупает определенное число находящихся в обращении собственных акций, то в результате расширения спроса на акции со стороны их эмитента при постоянном предложении этих же акций со стороны их держателей рыночный курс акций должен повыситься. В-четвертых, распродажа эмитентом ранее выкупленных им акций должна привести к снижению их рыночного курса из-за расширения предложения акций со стороны их эмитента при постоянном спросе на эти же акции со стороны их держателей. Таким образом, совершенно очевидно, что дивидендная политика теоретически влияет на рыночный курс находящихся в обращении акций. Однако это вовсе не означает столь же очевидного автоматического изменения благосостояния держателя одной или нескольких акций, если полагать, что в данном случае изменение благосостояния держателя складывается из суммы выплачиваемых по ним дивидендов, а также роста или снижения рыночного курса акций, находящихся в распоряжении держателя.

Теперь обратимся к информационным аспектам дивидендной политики. Представим, что все эмитенты акций являются непубличными, т.е. вопрос о рыночном курсе акций является открытым, а их свободная купля-продажа затрудненной. В частности, если держатель приобрел акцию не являющегося публичным эмитента, то возникает вопрос, каким образом держатель акции намеревается повысить свое благосостояние? Учитывая, что свободная купля-продажа акций затруднена, если вообще возможна, то рост рыночного курса находящейся во владении держателя акции исключается из составляющих благосостояния. Однако и здесь можно назвать два способа повышения благосостояния акционера. Во-первых, когда приобретенное количество (пакет) акций позволяет через принятие единоличных или коллективных решений управлять деятельностью эмитента акций, их держатель может получить возможность изымать доходы эмитента акций через управление. Во-вторых, это получение дивидендов. Далее, если представить, что держатель не способен приобрести пакет акций, достаточный для прямого управления их эмитентом, то второй способ повышения благосостояния (через получение дивидендов) является единственным. Соответственно, рациональный держатель купит акции непубличного эмитента, надеясь на получение дивидендов. В обозначенных условиях сообщение о выплате дивидендов (особенно об увеличении их размера) может сигнализировать о том, что деятельность эмитента акций эффективна, а созданных за ее счет денежных средств достаточно для решения всех имеющихся задач. Следовательно, акционеры получают сигнал о вероятном повышении своего благосостояния. Наоборот, если эмитент акций сообщает о сокращении объема дивидендных платежей либо вообще от них отказывается, разумеется, под каким-то благовидным предлогом, то акционеры получают сигнал о вероятном снижении своего благосостояния. В частности, держатели акций могут предполагать, что их эмитент получил отрицательный финансовый результат и/или находится в неудовлетворительном финансовом состоянии. Причем обозначенные подозрения усиливаются, когда управляющие акционеры получают вознаграждение, препятствующее решению заявленных эмитентом задач, распределяя финансовый результат в свою пользу, иначе говоря, игнорируют интересы не управляющих акционеров.¹

Наконец, обсудим связанные с информационным воздействием поведенческие аспекты дивидендной политики. Вновь представим, что все эмитенты акций являются публичными, напомним, разместившими свои акции на биржевом фондовом рынке, вследствие чего возможна их свободная купля-продажа. Тогда информация о повышении размера дивидендов приводит к росту рыночного курса акций, наоборот, информация о сокращении размера или отказе от выплаты дивидендов приводит к падению рыночного курса акций. Обычно данный феномен объясняется психологическими особенностями поведения торгующих акциями рыночных субъектов, в частности, их склонностью к драматизации событий. Рассмотрим обозначенное явление подробнее. В первом случае торгующие акциями рыночные субъекты излишне оптимистично оценивают сигнал о вероятном увеличении благосостояния держателей акций эмитента, сообщившего о повышении уровня дивидендных платежей, что и приводит к росту рыночного курса акций. Во втором случае торгующие акциями рыночные субъекты излишне пессимистично оценивают сигнал о вероятном снижении благосостояния держателей акций эмитента, сообщившего о сокращении уровня или отказе от дивидендных платежей, что и приводит к падению рыночного курса акций. Однако здесь совершенно не представляется очевидной прямой связью между склонностью людей к драматизации событий и их дальнейшим поведением, поэтому вряд ли изложенное выше объяснение, описывающее (драматическую) реакцию рыночных курсов акций на сигналы о предстоящем изменении размера дивидендных платежей, является удовлетворительным. Попробуем взглянуть на данный феномен с рационалистической позиции.

Очевидно, если существуют эмитенты акций, нацеленные на рост их рыночного курса, значит, есть держатели акций, нацеленные на накопление. Точно также, если существуют эмитенты акций, нацеленные на выплату дивидендов, значит, есть держатели акций, нацеленные на получение дивидендных платежей. Иначе размещение акций было бы исключено. Не менее очевидно и то, что каждое публичное акционерное общество

¹ Подчеркнем, что нельзя допускать злоупотреблений, а действовать в рамках предписываемых [3, 4] установлений, иначе может возникнуть ответственность, иногда уголовная, предусмотренная статьями [5].

имеет свою историю (репутацию) в отношении дивидендной политики. Если такой истории пока нет, то держатели акций ее интуитивно экстраполируют с других подобных же публичных акционерных обществ по методу аналогий, кроме того, эмитент акций может объявить о стратегии вознаграждения их держателей. Понятно, что держатели акций, предпочитающие получение дивидендов, приобретают акции эмитентов с репутацией, регулярно выплачивающих дивиденды. При этом акционеры могут ожидать сохранения существующей репутации, т.е. будут продолжать надеяться на регулярное получение дивидендов. Если не принимать во внимание никакие другие соображения, то обозначенный эмитент акций сконцентрирует вокруг себя однородных в своем ожидании регулярных дивидендных платежей акционеров. Когда эмитент акций с репутацией регулярно выплачивающего дивиденды заявляет об их сокращении или даже об отказе от дивидендных платежей, то данный сигнал приводит к рассогласованию однородного ожидания (разумеется, в рамках специфической «среды обитания» акционеров, нацеленных на получение дивидендов) и фактической перспективы. Если держатели акций не получают от их эмитента дивидендных платежей, на которые рассчитывают, то осознание данной перспективы спровоцирует распродажу обозначенных акций. Иначе говоря, произойдет рост числа заявок на продажу, свидетельствующий о расширении предложения акций со стороны их держателей при постоянном спросе на упомянутые акции, а это приведет к падению их рыночного курса. Спрос со стороны держателей акций, настроенных на рост их рыночного курса, скорее всего, не изменится, поскольку сокращение размера или прекращение дивидендных выплат не являются сигналами об изменении стратегии по вознаграждению держателей акций, выпущенных их эмитентом, как уже упоминалось, в сторону достижения роста рыночного курса акций. Таким сигналом может служить заявление их эмитента о выкупе части выпущенных им акций (на фоне заявления об отказе от выплаты дивидендов) по зафиксированному рыночному курсу (например, на момент обозначенных объявлений). Заметим, что в данном случае расширение предложения акций будет поддержано соответствующим расширением спроса на них со стороны эмитента акций, т.е. их курс может остаться неизменным. Есть и другая ситуация. Пусть эмитент акций по-прежнему придерживается политики регулярной выплаты дивидендов, кроме того, его акционеры однородны в своем ожидании о сохранении репутации эмитента акций в отношении стратегии вознаграждения их держателей. Если обозначенный эмитент акций объявляет о повышении уровня дивидендных платежей, то рыночные субъекты, не являющиеся держателями акций такого эмитента, действительно могут спровоцировать рост их курса. Почему? Допустим, заинтересовавшиеся рыночные субъекты также как и действующие держатели акций предпочитают получать регулярные дивидендные платежи. Тогда, если есть несколько схожих эмитентов акций, то рыночный субъект, предпочитающий получение дивидендов, купит акции, обеспечивающие максимальный объем дивидендных платежей. Следовательно, на акции, обеспечивающие максимальный размер дивидендов (при равенстве прочих условий), вырастет спрос (в виде числа заявок на покупку) со стороны рыночных субъектов, желающих максимизировать получение дохода в виде дивидендного платежа. Причем спрос вырастет на фоне неизменного предложения акций со стороны их держателей, что и приведет к росту рыночного курса акций.

На какие же мысли наводят поведенческие аспекты дивидендной политики предприятия? Во-первых, форма дохода (дивидендный платеж или рост рыночного курса) имеет значение; очевидно, что форма дохода есть одна из неценовых детерминант спроса и предложения акций. Во-вторых, изменения в дивидендной политике могут привести к изменению состава ключевых (управляющих) держателей акций их эмитента. Новые держатели акций могут настоять на изменении в составе администрации. Отсюда следует то, что теоретически руководители акционерных обществ предпочитают проводить предсказуемую (ответственную) дивидендную политику, причем такую, которая не допускала бы или препятствовала бы увольнению руководителей. Желательность стабильной дивидендной политики подтверждается публикацией [11], содержащей социологический опрос, основные выводы которого целесообразно перечислить:

1. Эмитенты акций придерживаются установленного на длительный срок коэффициента выплаты дивидендов в виде устойчивой доли чистой прибыли. Причем стабильно ее генерирующие акционерные общества выделяют на дивиденды относительно высокую долю чистой прибыли из-за отсутствия привлекательных направлений для инвестирования. У растущих акционерных обществ дивиденды являются относительно низкими или вообще отсутствуют в связи с наличием привлекательных направлений для инвестирования.

2. Менеджеры уделяют больше внимания изменению величины дивидендного платежа, а не его абсолютному уровню.

3. Изменение размера дивиденда является следствием долгосрочного изменения чистой прибыли. Менеджеры сглаживают дивидендные платежи так, чтобы колебания чистой прибыли не снижали величину дивиденда.

4. Менеджеры неохотно идут на изменение размера дивиденда, если подозревают, что возможен возврат к их меньшему уровню. Особенное беспокойство вызывает угроза отмены объявленного повышения размера дивидендов.

Обобщая изложенное, отметим отсутствие исчерпывающих ответов на три дополнительных вопроса дивидендной политики, очевидно, в связи с отсутствием фундаментального объяснения представленных выше фактов. Однако в любом случае роль дивидендной политики велика как для держателей акций, так и для

администрации их эмитента, поскольку влияет на рыночный курс уже находящихся в обращении акций. Отсюда становится понятно, направлены ли действия администрации публичного акционерного общества на рост благосостояния держателей акций. Последняя проблема уже давно обсуждается экспертным сообществом, которое так и не пришло к какой-то единой теоретической точке зрения по поводу выплаты дивидендов.

Концепции, отвечающие на центральный вопрос дивидендной политики

Наконец, представим имеющиеся на выплату дивидендов взгляды, в рамках которых обсуждается центральный вопрос – влияет ли дивидендная политика эмитента акций на благосостояние их держателей? Ответ дают изложенные в статьях [12, 13, 14] концепции: 1) иррелевантности дивидендов; 2) налоговой дифференциации; 3) предпочтительности дивидендов.

Для начала перечислим сценарии использования денежных средств, находящихся в распоряжении публичного акционерного общества, в контексте возможного вознаграждения держателей акций. Причем будем считать приведенный перечень вариантов исчерпывающим:

- а) реинвестирование денежных средств, образовавшихся за счет чистой прибыли, без выплаты дивидендов, но при этом с частичной продажей акций их держателями для получения денежных средств;
- б) выплата в качестве дивидендов денежных средств, образовавшихся за счет чистой прибыли;
- в) реинвестирование денежных средств, образовавшихся за счет чистой прибыли, без выплаты дивидендов, но при этом с частичным выкупом находящихся в обращении акций их эмитентом;
- г) выплата в качестве дивидендов денежных средств, образовавшихся за счет чистой прибыли, и реинвестирование денежных средств, образовавшихся за счет дополнительной эмиссии акций, но с частичной продажей акций их держателями для получения дополнительной суммы денежных средств.

Итак, чтобы быть справедливой, концепция иррелевантности дивидендов должна базироваться на следующих допущениях:

1. Любой формат дивидендной политики законен.
2. Держатели акций безразличны к выбору между получением дивидендов и ростом рыночного курса акций.
3. Отсутствуют расходы, связанные с организацией эмиссии акций, их куплей-продажей и выплатой дивидендов.
4. Отсутствует налогообложение физических и юридических лиц.
5. Дивидендная политика эмитента акций не зависит от других аспектов его деятельности, в том числе от инвестиций.
6. Менеджеры эмитента акций и их держатели одинаково информированы относительно инвестиционных возможностей эмитента акций.

Тогда при соблюдении обозначенных допущений выбор варианта дивидендной политики или иной стратегии вознаграждения не влияет на благосостояние держателей акций, изменяется только структура собственности акционеров, а ее стоимостная оценка остается неизменной. Рост же благосостояния держателей акций определяется способностью их эмитента генерировать чистые денежные потоки. Иными словами, пропорции распределения денежных средств, образованных за счет чистой прибыли и/или в результате эмиссии/выкупа акций, не имеют значения для акционеров, т.е. увеличивающей их благосостояние дивидендной политики или иного способа вознаграждения не существует.

Теперь обсудим практическую состоятельность концепции иррелевантности дивидендов, для чего обратимся к принятым ранее допущениям:

1. Далеко не все способы выплаты дивидендов законны, а поиск «лазеек» (т.е. попытка выдать незаконное за законное) является сомнительной затеей.²

2. При обсуждении поведенческого феномена дивидендной политики указывалось, что любое публичное акционерное общество имеет свою историю в данной области. Это приводит к спонтанному возникновению однородной среды держателей акций, сгруппированных по форме предпочитаемого дохода. Вряд ли вокруг эмитента акций, выплачивающего дивиденды, объединятся акционеры, рассчитывающие исключительно на рост рыночного курса акций. Соответственно, мотивированные изменениями в дивидендной политике эмитента акций их держатели и торгующие акциями рыночные субъекты за счет сдвигов спроса и предложения меняют рыночные курсы акций. В общем, акционеры небезразличны к выбору стратегии своего вознаграждения.

3. Если учесть, что сама организация эмиссии акций, их выкупа и выплаты дивидендов связана с расходами, то держатель акций может предпочесть доход, приводящий к минимизации обозначенных расходов. Так, если

² Отметим, что в России целью эмиссии акций не может служить выплата дивидендов. Это закрепляется законодательными установлениями [1, 6, 7]. Тем не менее, если администрация эмитента акций пойдет на такое правонарушение, то оно в соответствии с законодательными установлениями [5], скорее всего, будет трактоваться как мошенничество, которое по решению суда карается лишением свободы и/или штрафами.

после выплаты дивидендов необходимо провести дополнительный выпуск акций, а организация их эмиссии обойдется дороже рассылки извещений о начислении и выплате дивидендов, то теоретически более предпочтительным окажется доход в виде курсовой разности, но вовсе не дивидендный платеж. В общем, и здесь вряд ли будет наблюдаться индифферентное отношения держателя акций к дивидендной политике их эмитента.

4. Если принять во внимание налогообложение выплачиваемых дивидендов и изымаемой при продаже акций курсовой разности (возникающей вследствие повышения их рыночного курса), причем по разным ставкам, то держатель акций может предпочесть вид дохода, облагаемого налогом по меньшей ставке.³ По крайней мере, здесь вряд ли будет наблюдаться индифферентное отношения держателя акций к дивидендной политике их эмитента.

5. Нельзя исключать ситуацию, при которой денежные средства, образованные за счет чистой прибыли, могут быть направлены на выплату дивидендов, а потенциальный инвестиционный проект будет финансироваться, например, за счет банковского кредита. Это возможно, когда ставка требуемой держателями акций доходности выше ставки по банковскому кредиту. Такое вполне вероятно, если потенциальный инвестиционный проект неэффективен при финансировании с помощью денежных средств, образованных за счет чистой прибыли, но эффективен при финансировании за счет банковского кредита. Разумеется, повышение эффективности потенциальных инвестиционных проектов может отразиться на рыночном курсе акций эмитента. Отсюда очевидна связь между инвестициями и дивидендной политикой эмитента акций.

6. Очевидно, что менеджеры эмитента акций и их держатели по-разному информированы. Напомним, что ранее обсуждалось, как держатели акций реагируют на сигналы, подаваемые администрацией публичного акционерного общества, в результате чего могут произойти сдвиги спроса и предложения, влияющие на рыночный курс акций их эмитента.

Подводя некоторые итоги, отметим, что перечисленные аспекты могут оказаться существенными при формировании рыночных курсов акций, следовательно, могут повлиять на благосостояние их держателей. Кроме того, отсутствуют эмпирические подтверждения, свидетельствующие в пользу справедливости концепции иррелевантности дивидендов, а перечисленные изъяны не дают оснований утверждать, что эмитенты акций руководствуются обозначенной концепцией при разработке и реализации собственной дивидендной политики.

Концепция налоговой дифференциации снимает допущение концепции иррелевантности дивидендов об отсутствии налогообложения физических и юридических лиц, однако в силе остаются прочие условия, в рамках которых верна концепция налоговой дифференциации:

1. Любой формат дивидендной политики законен.
2. Держатели акций безразличны к выбору между получением дивидендов и ростом рыночного курса акций.
3. Отсутствуют расходы, связанные с организацией эмиссии акций, их куплей-продажей и выплатой дивидендов.
4. Дивидендная политика эмитента акций не зависит от других аспектов его деятельности, в том числе инвестиционной.
5. Менеджеры эмитента акций и их держатели одинаково информированы относительно инвестиционных возможностей эмитента акций.

Итак, при налогообложении дивидендов и фиксируемого в результате продажи акций прироста капитала (в виде положительной курсовой разности):

1. Если ставка налогообложения дивидендов ниже ставки налогообложения прироста капитала, то эмитент акций должен выплатить дивиденды, поскольку при налогообложении дивидендов акционеры утратят меньший объем денежных средств по сравнению с налогообложением положительной курсовой разности в случае выкупа эмитентом своих акций или в случае их самостоятельной продажи держателями. Очевидно, что получение дивидендов более выгодно держателям акций по сравнению с их выкупом со стороны эмитента акций или самостоятельной продажей со стороны их держателей.

2. Если ставка налогообложения прироста капитала ниже ставки налогообложения дивидендов, то эмитент акций должен их выкупить или держатели акций должны их самостоятельно продать, поскольку при налогообложении положительной курсовой разности акционеры утратят меньший объем денежных средств по сравнению с налогообложением дивидендов в случае их выплаты эмитентом акций. Очевидно, что выкуп акций со стороны эмитента или их самостоятельная продажа со стороны держателей более выгодна держателям акций по сравнению с получением дивидендов.

3. Если ставка налогообложения дивидендов и ставка налогообложения прироста капитала одинаковы, то увеличивающей благосостояние акционеров дивидендной политики или иного способа их вознаграждения не существует, поскольку при налогообложении дивидендов держатели акций утратят такой же объем денежных средств, что и при налогообложении положительной курсовой разности в случае выкупа эмитентом своих акций или в случае их самостоятельной продажи держателями. В общем, в силе остается заключение концепции

³ Данный вопрос регулируется налоговыми установлениями [2].

иррелевантности дивидендов о незначительности дивидендной политики или иной стратегии вознаграждения акционеров.

Эмпирическая проверка показала, что сценарий вознаграждения «d», в результате чего задействуется налогообложение и дивидендов, и прироста капитала, но по разным ставкам, приводит к усреднению совокупного налогового платежа. Тем не менее, при более высокой ставке налогообложения прироста капитала выплата дивидендов по сценарию вознаграждения «b» выгоднее сценария вознаграждения «d», содержащего еще и продажу акций их держателями. Кроме того, при более высокой ставке налогообложения дивидендов продажа акций их держателями по сценарию вознаграждения «a» или выкуп акций их эмитентом по сценарию вознаграждения «c» выгоднее сценария вознаграждения «d», содержащего еще и выплату дивидендов. Тогда, в соответствии с логикой концепции налоговой дифференциации, есть только два приемлемых для акционеров альтернативных варианта вознаграждения: 1) либо выкуп акций их эмитентом, что равносильно самостоятельной продаже акций их держателями; 2) либо выплата в качестве дивидендов денежных средств, образованных за счет чистой прибыли. При этом альтернативы верны, если величина прироста капитала и величина дивидендного платежа численно совпадают. Таким образом, концепция налоговой дифференциации указывает на то, что благосостояние держателей акций зависит от выбранной их эмитентом стратегии вознаграждения акционеров.

Теперь обсудим практическую состоятельность концепции налоговой дифференциации, для чего обратимся к принятым ранее допущениям:

1. Относительно незаконности некоторых способов выплаты дивидендов (в частности, за счет дополнительного выпуска акций) уместно повторить, что такие решения являются наказуемыми.

2. Предпочтение дивидендов или прироста капитала исключительно на основе их налогообложения на практике подтвердить не удалось, т.е. налоговый фактор вряд ли является достаточным при постановке дивидендной политики. Причем в данном случае могут иметь значение даже не расходы по организации выкупа акций их эмитентом или выплаты дивидендов, а фундаментальные предпочтения держателей акций, направленные на получение дивидендов либо на рост рыночного курса акций. Напомним, что по виду предпочитаемого дохода формируется «среда обитания» акционеров, неудовлетворение интересов которых может сдвинуть рыночные курсы акций.

3. Особенно уязвимым местом концепции налоговой дифференциации являются две альтернативы, напомним, либо выплата дивидендов, либо выкуп акций их эмитентом, что равносильно самостоятельной продаже акций их держателями, а возможности осуществления инвестиций игнорируются. В общем, вряд ли имеются основания утверждать, что эмитенты акций руководствуются при постановке дивидендной политики обозначенной концепцией, хотя она вполне разумно свидетельствует в пользу значительности применяемых стратегий вознаграждения акционеров.

Концепция предпочтительности дивидендов определяет дивидендную политику как существенную для держателей акций, которые выше ценят акции эмитента, выплачивающего дивиденды, по сравнению с акциями эмитента, нацеленного на рост их рыночного курса. Следовательно, выплата дивидендов увеличивает благосостояние держателей акций, поскольку вычисляемая с помощью формулы (1) приведенная (действительная) стоимость акции в данной ситуации окажется выше приведенной (действительной) стоимости аналогичной акции при реинвестировании денежных средств, образованных за счет чистой прибыли, что справедливо, если измерять благосостояние посредством приведенной (действительной) стоимости акции:

$$PV_{cs} = CF_{cs,0} \cdot \frac{1+g}{R_{cs}-g} \quad (1)$$

где PV_{cs} – приведенная (действительная) стоимость акции;

$CF_{cs,0}$ – сгенерированный в расчете на одну акцию фактический денежный поток за единичный период времени;

g – постоянный темп прироста дивидендов за предполагаемый единичный период времени;

R_{cs} – требуемая доходность по акции.

Докажем обозначенную выше мысль, что и послужит подтверждением гипотезы о релевантности дивидендной политики для акционеров, а для начала преобразуем модель (1) в выражение (2):

$$R_{cs} = \frac{CF_{cs,0}}{PV_{cs}} + g \cdot \left(1 + \frac{CF_{cs,0}}{PV_{cs}} \right) \quad (2)$$

Заметим, что постоянный темп прироста дивидендов за предполагаемый единичный период времени, а также требуемая доходность по акции выражаются в долях единицы. При этом запись (2) на практике не используется,

однако необходима в рамках проводимого исследования для оценки требуемой доходности по акции и складывается из двух слагаемых: 1) фактической доходности; 2) предполагаемого прироста фактической доходности. А теперь зададимся вопросом, какое из слагаемых очищено от риска, а какое содержит риск? Очевидно, что фактическая доходность (т.е. первое слагаемое) является безрисковой компонентой требуемой доходности по акции, поскольку сгенерированный в расчете на одну акцию фактический денежный поток за единичный период времени уже получен и не изменится ни при каких обстоятельствах. Тогда выходит, что риск сосредоточен в предполагаемом приросте фактической доходности (т.е. во втором слагаемом). Полагаем, данная мысль вполне может быть принята интуитивно, т.к. будущее не определено, значит, прирост фактической доходности не гарантирован. Если же последнее справедливо, то из формулы (2) явно вытекает одно – прирост требуемой доходности по акции возможен исключительно за счет реинвестирования сгенерированного в расчете на одну акцию фактического денежного потока за единичный период времени с постоянным темпом прироста дивидендов за предполагаемый единичный период времени.

Теперь представим, что сгенерированный в расчете на одну акцию фактический денежный поток за единичный период времени распределяется на дивиденды. Соответственно, если по-прежнему придерживаться установленного выше заключения, что прирост требуемой доходности по обыкновенной акции возможен исключительно за счет реинвестирования сгенерированного в расчете на одну акцию фактического денежного потока за единичный период времени, то модель (2) может быть справедливо видоизменена в выражение (3):

$$R_{cs} = \frac{CF_{cs,0}}{PV_{cs}} + g \cdot \left(1 + \frac{CF_{cs,0} - DPS_0}{PV_{cs}} \right) \quad (3)$$

$$0 \leq DPS_0 \leq CF_{cs,0} \quad (4)$$

где DPS_0 – дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени.

Запись (3) на практике не используется, однако необходима в рамках проводимого исследования для оценки требуемой доходности по акции, генерирующей ненулевой дивидендный платеж. В остальном можно полностью положиться на логику формулы (2). При этом заметим, чем больше дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени, тем меньше требуемая (напомним, содержащая риск) доходность по акции. Таким образом, если ненулевой дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени колеблется в обозначенных неравенством (4) пределах, то требуемая доходность акции, будет строго меньше требуемой доходности акции, генерирующей нулевой дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени. Иначе говоря, оценка требуемой доходности акции на основе модели (3) окажется меньше по сравнению с оценкой требуемой доходности акции на основе выражения (2).

Наконец, для подтверждения релевантности выплаты дивидендов вновь обратим внимание на запись (1). В частности, чем меньше содержащая финансовый инвестиционный риск требуемая доходность по акции, тем больше приведенная (действительная) стоимость акции, поскольку вычисляемая с помощью формулы (3) требуемая доходность по акции тем меньше, чем больше дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени.

Таким образом, центральная мысль концепции предпочтительности дивидендов доказана, т.е. выплата дивидендов увеличивает благосостояние держателей акций. Тем не менее, сконцентрируемся на результатах. Во-первых, выплата дивидендов лишена риска, чего не скажешь о реинвестируемом денежном потоке, т.е. максимизация дивидендных платежей (иначе говоря, либеральная дивидендная политика) полезна для акционеров, т.к. снижает риск, сосредоточенный в требуемой доходности по акции, что подтверждает модель (3). Во-вторых, минимизация требуемой доходности по акции приводит к росту приведенной (действительной) стоимости акции (говоря по-другому, к росту ее ценности с точки зрения держателя), что подтверждает выражение (1). Отсюда рыночный курс акции должен вырасти до уровня приведенной (действительной) стоимости акции, поскольку выплата гарантированного фактического дохода, чем и является дивиденд, предпочтительнее такого же по величине и ничем не гарантированного дохода в виде роста рыночного курса акции. Если воспользоваться идеей об избегании риска, то рациональный рыночный субъект при одинаковом размере дохода предпочтет те акции, которые содержат меньший риск утраты дохода. Соответственно, распродажа более опасных акций (иначе говоря, расширение предложения при постоянном спросе) приведет к снижению их рыночного курса, а скупка более надежных акций (иначе говоря, расширение спроса при постоянном предложении) приведет к повышению их рыночного курса. В общем, сокращение дивидендов снижает рыночный курс акций, а вместе с ним и благосостояние их держателей, соответственно, расширение дивидендов повышает рыночный курс акций, а вместе с ним и благосостояние их держателей.

Теперь обсудим практическую состоятельность концепции предпочтительности дивидендов. Откровенно слабым местом здесь является само предположение о полезности максимизации дивидендных платежей. Дело в том, что безопасность держателей акций требует, а последнее вытекает из записи (3), трансформации в дивиденды всего сгенерированного в расчете на одну акцию фактического денежного потока за единичный период времени. Однако на практике дело обстоит иным образом. Эмитенты акций предпочитают не отказывать себе в выгодных инвестициях, благодаря чему и генерируются положительные чистые денежные потоки. Именно последняя мысль не дает оснований утверждать, что эмитенты акций руководствуются при постановке дивидендной политики обозначенной концепцией. Тем не менее, логика концепции предпочтительности дивидендов, если ею не злоупотреблять, является убедительным аргументом в пользу существенности дивидендов для держателей акций.

Подводя промежуточные итоги, отметим, что центральный вопрос, влияет ли дивидендная политика эмитента акций на благосостояние их держателей, скорее всего, подразумевает утвердительный ответ, хотя он и базируется на несколько сомнительных теоретических аргументах. Если же полагать, что практика есть критерий истины, то имеет смысл обратиться к доминирующему в деловых кругах подходу к выплате дивидендов, обобщенному в работе [16].

Модель сглаживания и выплата дивидендов по остаточному принципу

Вероятно, дивидендная политика не относится к числу самостоятельных финансовых решений, иными словами, эмитенты акций не подстраиваются для обеспечения их держателей какой-то формой дохода. Можно сказать, что каждый эмитент акций уникален, в результате чего и складывается форма вознаграждения их держателей, в результате чего, напомним, происходит формирование «среды обитания» акционеров, нацеленных: 1) либо на рост рыночного курса акций; 2) либо на получение дивидендных платежей. Причем акционеры, нацеленные на доход в виде дивидендов, требуют от эмитентов акций проведения предсказуемой и ответственной (иными словами, стабильной или устойчивой) дивидендной политики. Учитывая же, что в деле вознаграждения акционеров дивидендными платежами, строго говоря, нет единого подхода, возникает вопрос, каким образом эмитенты акций должны формировать дивидендную политику?

Для начала объясним, что подразумевает стабильность в данном контексте. Обратим внимание на представленные в публикации [16] эмпирические факты обследования регулярно выплачивающих дивиденды эмитентов акций. В частности, статистическим путем была выявлена слабая связь между размером дивиденда в расчете на одну акцию и величиной чистой прибыли в расчете на одну акцию. Однако в то же самое время связь между размером дивиденда в расчете на одну акцию и величиной чистого денежного потока в расчете на одну акцию оказалась более заметной. Если последнее не является случайностью, то способность эмитента акций выплачивать дивиденды, скорее всего, зависит от его способности генерировать денежные потоки, но вовсе не от наличия чистой прибыли. Иными словами, только эмитенты акций, устойчиво обладающие свободными денежными средствами, могут себе позволить вознаграждение держателей акций дивидендными платежами. В принципе на этом и основывается стабильная (устойчивая, предсказуемая, ответственная) дивидендная политика, предполагающая уверенность держателей акций в сохранении на долгосрочной основе существующей практики выплаты дивидендов.

Итак, если дивиденды выплачиваются только при наличии свободных денежных средств (заметим, когда их нет, нельзя обеспечить дивиденды, даже наличием чистой прибыли, ставшей источником других активов), то очевидна логика и неизбежность выплаты дивидендов по остаточному принципу. Скорее всего, здесь существенны следующие соображения:

1. Акционеры должны предпочитать получение дивидендов, а не прирост капитала в виде положительной курсовой разности. Причем сторонники получения дивидендов, пожалуй, составляют относительное большинство (возможно, не по численности, но по размеру капитала), хотя это лишь предположение, которое еще предстоит объяснить.

2. Выгодное инвестирование является приоритетной задачей эмитента акций, иначе ему не удастся обеспечить дивидендные платежи. Причем инвестирование денежных средств должно осуществляться с такой выгодой, которую держатели акций могли бы получить сами, вкладывая денежные средства с уровнем риска, сопоставимым с уровнем риска по акциям эмитента.

3. Для относительно быстрого привлечения денежных средств эмитентам акций должны быть доступны любые легальные источники финансирования.

4. Эмитенты акций обязаны проявлять гибкость в выборе источников финансирования, а не придерживаться их сложившегося естественным путем или рекомендуемого экспертами целевого соотношения. Кстати, в статье [15] указывается, что администрации эмитентов акций по обозначенному вопросу более всего принимают во внимание именно собственное мнение.

Учитывая сделанные допущения, эмитент акций, придерживающийся при формировании дивидендной политики остаточного принципа, должен выполнить ряд вытекающих друг из друга правил:

1. Оценить эффективность инвестиций и их автономный риск, предусмотрев для этого доступные способы финансирования.
2. Выбрать из числа доступных наиболее безопасный способ финансирования для всех потенциально эффективных инвестиций.
3. Составить общий бюджет финансирования отобранных инвестиций.
4. Направить на выплату дивидендов часть или все неиспользованные денежные средства, образованные за счет чистой прибыли.

В общем, представленный перечень создает впечатление, что стабильная дивидендная политика, основанная на остаточном принципе, может быть затруднена даже для эмитентов акций с устойчивым чистым денежным потоком. Разумеется, данная мысль основана на вере в естественную нестабильность инвестиционных возможностей. Если говорить подробнее, то в отдельные периоды времени в связи с финансированием перспективных инвестиций дивиденды вовсе могут не выплачиваться, однако в последующие периоды времени, когда возможности для инвестиций исчерпываются, а сделанные ранее начали генерировать положительные чистые денежные потоки, выплата дивидендов становится ожидаемой. И так будет происходить постоянно.

Напомним, чередование роста и снижения дивидендных платежей негативно влияет на рыночный курс акций. Тогда возникает вопрос, как стабилизировать дивидендную политику в условиях неизбежности остаточного принципа? Упомянутые в работе [11] опросы менеджеров публичных акционерных обществ, показали, что для обоснования величины дивидендного платежа на одну акцию за завершившийся отчетный период времени принимается во внимание долгосрочный интервал (часто называется промежуток не менее пяти лет). Затем на какой-то отрезок времени (до момента пересмотра в будущем) устанавливается нормативный коэффициент выплаты дивидендов, представляющий собой заданную долю дивидендов в чистой прибыли. Однако четкие рекомендации и понимание того, как вычислить упомянутый коэффициент, все-таки отсутствуют. Здесь возникает подозрение в применении экспертного подхода. Тем не менее, в результате представленного в публикации [16] эмпирического исследования было выявлено, что при наличии нормативного коэффициента выплаты дивидендов рост их размера сглаживается в соответствии с формулой (5), хотя трудно сказать, придерживаются ли эмитенты акций методики сглаживания дивидендов или же она является условностью:

$$DPS_o = p_{sm} \cdot k_{norm} \cdot \sum_{t=0}^n EPS_t \cdot (1 - p_{sm})^t \quad (5)$$

$$EPS_t = \frac{ANP_t}{Q_t} \quad (6)$$

$$0 \leq p_{sm} \leq 1 \quad (7)$$

$$0 \leq k_{norm} \leq 1 \quad (8)$$

где p_{sm} – параметр сглаживания; k_{norm} – нормативный коэффициент выплаты дивидендов; EPS_t – чистая прибыль на одну акцию в обращении за отчетный период времени t ; ANP_t – чистая прибыль за отчетный период времени t ; Q_t – число акций в обращении на конец отчетного периода времени t ; $t=0, \dots, n$ – завершившиеся отчетные периоды времени.

Обсудим записи (5), (6), (7), (8). Прежде всего, обратим внимание на неравенства (7), (8), устанавливающие пределы работоспособности модели (5), при выходе за которые дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени может стать отрицательным, что абсурдно. Важно, зафиксировать параметр сглаживания на относительно низком уровне. Основываясь на собственных наблюдениях, уместно рекомендовать значение не более $0,1$.⁴ Тогда дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени, скорее всего, будет плавно расти, несмотря на колебания чистой прибыли на одну акцию в обращении за отчетный период времени и даже относительно высокий уровень нормативного коэффициента выплаты дивидендов. Подчеркнем, здесь важно обеспечить выполнение условия $p_{sm} < 1/(n+1)$. Тогда дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени в большей мере сформируется под влиянием совокупности (которая приведет к усреднению) прошлых финансовых результатов (в виде чистой прибыли за

⁴ Если $n < 9$, то при $p_{sm} = 0,1$ чистая прибыль на одну акцию в обращении за отчетный период времени зафиксирует больший вклад в дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени по сравнению с вкладом чистой прибыли на одну акцию в обращении за отчетный период времени.

отчетный период времени), что подавит (сгладит) воздействие текущих (особенно аномальных) финансовых результатов. А это и есть признак устойчивой дивидендной политики. Главное в данной ситуации заключается в том, чтобы эмитент акций был в состоянии стабильно выплачивать дивиденды за счет аккумулирования положительных чистых денежных потоков. Если перевести это в практическую плоскость, то эмитент акций должен иметь доступ к источникам финансирования, использование которых приводит к быстрому пополнению денежных средств. Напомним, что способность быстро аккумулировать денежные средства также есть признак устойчивой дивидендной политики.

Заключение

По существу, выражения (5), (6) и неравенства (7), (8) дают убедительные ответы на поставленные еще в самом начале обсуждения второй и третий дополнительные вопросы (насколько стабильной должна быть величина дивидендных платежей, а также какой должна быть сумма дивидендов за отчетный период времени). В общем, устойчивая дивидендная политика, основанная на остаточном принципе, вполне возможна, причем не только теоретически.

Далее представим, что эмитент акций никогда не выплачивал дивиденды в связи с осуществлением инвестиций, однако наступило время, когда они начали генерировать положительные чистые денежные потоки, позволяющие платить дивиденды. Тогда, разумеется, возникает вопрос, надо ли их выплачивать? Да, причем так, как рекомендуют записи (5), (6), (7), (8), и с выполнением условия $p_{sm} < 1/(n+1)$. Напомним, что в обозначенной ситуации дивидендный платеж на одну акцию за завершившийся единичный период времени должен относительно плавно расти и быть ограничен неравенством (4), т.е. не превышать сгенерированный в расчете на одну акцию фактический денежный поток за единичный период времени.

Если публичное акционерное общество объявит о реализации программы выплаты дивидендов, то произойдут изменения в составе держателей акций их эмитента, а также рыночного курса акций. В частности, объявление об изменении порядка вознаграждения держателей акций (с повышения их рыночного курса на плавно растущие дивидендные платежи) приведет к распродаже акций со стороны держателей акций, нацеленных на повышение их рыночного курса акций (это можно трактовать как расширение их предложения); однако в то же время рыночные субъекты, нацеленные на получение дивидендов, начнут скупку обозначенных акций (это можно трактовать как расширение спроса на них). Что произойдет с рыночным курсом акций? Теоретически возможны три сценария:

- 1) не изменится, если рост предложения (числа заявок на продажу) совпадет с ростом спроса (числом заявок на покупку);
- 2) снизится, если рост предложения (числа заявок на продажу) окажется больше роста спроса (числа заявок на покупку);
- 3) повысится, если рост предложения (числа заявок на продажу) окажется меньше роста спроса (числа заявок на покупку).

На практике ситуация всегда развивалась по третьему сценарию, когда спрос превышал предложение, т.е. сторонники получения дивидендов, как было заявлено ранее в качестве гипотезы, действительно находятся в большинстве, если и не по численности, то по размеру капитала. Причем здесь возникает еще и эмоциональный феномен, в частности, будут ли удовлетворены сторонники повышения рыночного курса акций при смене порядка вознаграждения их держателей? Да, разумеется, ведь они зафиксируют положительную курсовую разность в качестве компенсации за необходимость продажи акций.

Подводя итоги, отметим, что переход к относительно стабильной дивидендной политике, основанной на остаточном принципе, доступен для эмитентов акций. Причем это единственный практически состоятельный вариант выплаты дивидендов. Об остальных концепциях, несмотря на отдельные содержащиеся в них разумные идеи, подобный вывод сделать не представляется возможным. На чем данное исследование можно считать завершенным.

Литература

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 года №51-ФЗ.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05 августа 2000 года №117-ФЗ.
3. Приложение от 05 апреля 2002 года к Распоряжению Федеральной комиссии по ценным бумагам от 04 апреля 2002 года №421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения».
4. Приложение от 21 марта 2014 года к Письму Центрального банка Российской Федерации от 10 апреля 2014 года №06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».
5. Уголовный кодекс Российской Федерации от 13 июля 1996 года №63-ФЗ.
6. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

7. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года №208-ФЗ «Об акционерных обществах».
8. Asquith P., Mullins D.W. Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues//*Financial Management*. 1986. Autumn. P. 27-44.
9. Crutchley C.E., Hansen R.S. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends//*Financial Management*. 1989. Winter. P. 36-46.
10. Easterbrook F.H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends//*American Economic Review*. 1984. September. P. 650-659.
11. Gordon M.J. Optimal Investment and Financing Policy//*Journal of Finance*. 1963. May. P. 264-272.
12. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes//*American Economic Review*. 1956. May. P. 97-113.
13. Litzenberger R.H., Ramaswamy K. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices//*Journal of Financial Economics*. 1979. June. P. 163-196.
14. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares//*Journal of Business*. 1961. October. P. 411-433.
15. Pinegar J.M., Wilbricht L. What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey//*Financial Management*. 1989. Winter. P. 82-91.
16. Scott D.F., Johnson D.J. Financial Policies and Practices in Large Corporations//*Financial Management*. 1982. Summer. P. 51-59.

References

1. Civil Code of the Russian Federation (Part One) of November 30, 1994 №51-FZ.
2. Tax Code of the Russian Federation (Part Two) of August 5, 2000 №117-FZ.
3. Annex of 05 April 2002 to the Order of the Federal Securities Commission of April 4, 2002 №421/p «On recommendations for the application of the Code of Corporate Conduct».
4. Annex dated March 21, 2014 to the Letter of the Central Bank of the Russian Federation dated April 10, 2014 №06-52/2463 «On the Corporate Governance Code».
5. Criminal Code of the Russian Federation of July 13, 1996 №63-FZ.
6. Federal Law of April 22, 1996 №39-FZ «On the Securities Market».
7. Federal Law of December 26, 1995 №208-FZ «On Joint Stock Companies».
8. Asquith P., Mullins D.W. Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues//*Financial Management*. 1986. Autumn. P. 27-44.
9. Crutchley C.E., Hansen R.S. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends//*Financial Management*. 1989. Winter. P. 36-46.
10. Easterbrook F.H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends//*American Economic Review*. 1984. September. P. 650-659.
11. Gordon M.J. Optimal Investment and Financing Policy//*Journal of Finance*. 1963. May. P. 264-272.
12. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes//*American Economic Review*. 1956. May. P. 97-113.
13. Litzenberger R.H., Ramaswamy K. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices//*Journal of Financial Economics*. 1979. June. P. 163-196.
14. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares//*Journal of Business*. 1961. October. P. 411-433.
15. Pinegar J.M., Wilbricht L. What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey//*Financial Management*. 1989. Winter. P. 82-91.
16. Scott D.F., Johnson D.J. Financial Policies and Practices in Large Corporations//*Financial Management*. 1982. Summer. P. 51-59.

Статья поступила в редакцию 11.05.2022
Принята к публикации 14.09.2022

Received 11.05.2022
Accepted for publication 14.09.2022