

ВЛИЯНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ НА ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ (на примере индекса промышленных и высокотехнологичных компаний Nasdaq 100)

Е. О. Савченко

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

Дивидендная политика является одним из важных факторов определения инвестиционной привлекательности ценных бумаг компаний и, как следствие, принятия соответствующего решения об их покупке или продаже. В случае выбора данной стратегии нужно понимать, какие факторы оказывают влияние на дивидендную политику и какое влияние она оказывает на стоимость компании. Исследование источников показало наличие двух точек зрения на указанную проблематику: что она влияет на стоимость компании и что не влияет на стоимость компании. При этом сторонники каждой из них приводили свои аргументы. Анализ показал рост в последнее время числа публикаций, в рамках которых на основе проводимых расчетов подтверждается, что дивидендная политика все же оказывает влияние на стоимость компании. В статье на основе применения метода регрессионного анализа (простой регрессии) в рамках трех основных подходов к оценке стоимости компании проводится эмпирическая проверка связи между выплачиваемыми дивидендами и стоимостью компании. Сделанные автором выводы продемонстрировали как сам факт такого влияния, так и его положительный характер, что подтверждает выводы работы исследователей Ф. Фамы и К. Френча, опубликованной в 1998 г., о наличии положительной корреляции между дивидендной политикой и стоимостью компании.

Ключевые слова: дивидендная политика, практики дивидендных выплат, теории дивидендных выплат, регрессионный анализ, стоимость компании.

THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON ESTIMATING THE COMPANY VALUE (illustrated by index of industrial and highly technological companies Nasdaq 100)

Eugene O. Savchenko

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

The dividend policy is one of the most important factors of investment appeal of securities and therefore, of making a relevant decision about their buying or selling. In case of choosing this strategy it is necessary to understand which factors influence the dividend policy and what impact it exerts on the company value. Studying sources showed that there are two points of view on this problem: that it influences the company value and that it does not. Followers of each of these views provided their arguments. Analysis demonstrated the growth in the number of publications, where on the basis of calculations it was proved that dividend policy does exert impact on the company value. The article by using the method of regressive analysis (simple regression) within the frames of three key approaches to estimation of the company value carries out empiric test of the relation between dividends being paid and the company value. Conclusions drawn by the author show both the fact of such impact and its positive nature and it can confirm conclusions made by F.Fam and K.French, which were published in 1998 about positive correlation between the dividend policy and the company value.

Keywords: dividend policy, practices of dividend payments, theory of dividend payments, regressive analysis, company value.

Проблематика влияния дивидендной политики на оценку стоимости компании получила достаточно широкое распространение в научной литературе. Так, еще М. Миллер и Ф. Модильяни выдвинули точку зрения, что дивидендная политика не оказывает влияния на стоимость компании [15]. Эта же точка зрения была подтверждена в работе Ф. Блэка и М. Шоулза, в которой был проведен анализ компаний с листингом на Нью-Йоркской фондовой бирже в период 1931–1966 гг. [3]. Однако в 1963 г. М. Гордон высказал точку зрения, что дивидендные выплаты влияют на динамику котировок акций компании [8]. Позднее она была подтверждена в ряде работ, в том числе Д. Боты и Дж. Вулриджа [4; 24]. Так, например, утверждалось, что какое-либо снижение текущих выплат по дивидендам в пользу увеличения выплат по дивидендам в будущем может привести к снижению текущих котировок акций.

В 1995 г. Дж. Олсон пришел к выводу, что дивидендные выплаты приводят только к уменьшению балансовой стоимости и прибыли в будущем, а также не оказывают влияния на текущую прибыль [18]. Однако тремя годами позднее (1998 г.) Ф. Фама и К. Френч, используя кросс-секционную регрессию, пришли к выводу, что существует положительная корреляция между дивидендами и стоимостью компании [7].

Тезис о том, что дивидендные выплаты оказывают значительное влияние на благосостояние акционеров, содержался в работе Р. Лиза и др. [12]. В ней был сделан вывод о том, что оценка стоимости акций выступает функцией дивидендной политики. В 2006 г. выдвинутое Ф. Фамой и К. Френчем положение было подтверждено расчетами Л. Пинковица и др. [19]. В работе К. Профилета и Ф. Бэкона вывод о влиянии дивидендной политики на стоимость компании был подтвержден по результатам анализа рынка акций США [21].

Что касается развивающихся рынков, то Г. Чен и др. пришли к выводу об отсутствии влияния выплат дивидендов на доход-

ность акций (на примере Китая), а позднее (в 2005 г.) М. Уддин и Г. Чоудхури по результатам проведенных расчетов на примере акций компаний, торговавшихся на фондовой бирже Дакки (Бангладеш), пришли к выводу об отсутствии связи между фактом объявления о выплате дивидендов и ростом акционерной стоимости [6; 23]. О. Илабоя и М. Аггрех, исследовав компании с листингом на фондовой бирже Нигерии, сделали заключение об отсутствии существенного влияния дивидендных выплат на волатильность цены акций [9].

Вместе с тем другие исследователи пришли к противоположным выводам. Так, А. Илмаз и Г. Гулай провели анализ компаний с листингом на фондовой бирже Стамбула (ISE) в период 1995–2003 гг. [25]. Авторы обнаружили, что дивиденды, выплачиваемые в виде денежных средств, оказывают влияние как на цены акций, так и на объемы торгов. К. Аль-Яхи и др., изучив фирмы с листингом в Омане, пришли к аналогичным выводам о том, что объявление об увеличении выплачиваемых в виде денежных средств дивидендов приводит к существенной положительной реакции цен на акции [2].

С конца 2000-х гг. данную проблематику анализировали исследователи из южнокорейских университетов С. Ким и Ч. Сух [10; 11]. По итогам анализа в рамках временного интервала 1962–2010 гг. ими был сделан вывод, что ведущие плательщики дивидендов оцениваются выше по сравнению с другими компаниями и что связь между дивидендами и стоимостью компании в рассмотренный временной интервал носила J-образный характер. Авторы отметили, что теории предпочтений (*dividend catering*), свободного денежного потока (*free-cash-flow*) и так называемой дивидендной клиентуры (*dividend clientele*) не могут объяснить характер данной связи.

Результаты работ других авторов (А. Аджантан, Б. Маджанга, Т. Мурекефу, О. Оума, Т. Шариф, З. Закария и др.), проведенных в период с 2010 г., также подтвердили указанные выводы о том, что вы-

плата дивидендов (дивидендная политика) является важным фактором, влияющим на стоимость компании, и имеет положительную связь с динамикой котировок акций [1; 13; 16; 22; 26].

В работе Дж. Н. Мбуви на примере компаний с листингом на фондовой бирже Найроби (Кения) было рассмотрено влияние дивидендной политики на акционерную стоимость [14]. Автор, используя расчеты на основе регрессионных моделей, приходит к выводу о наличии такого влияния и его положительном характере, т. е. дивидендная политика оказывает позитивное влияние на акционерную стоимость.

В 2016 г. была опубликована статья В. Прийя и М. Мохнасандари, посвященная обзору теорий по дивидендной политике и ее влиянию на стоимость компании [20]. Ее изучение показало, что в рассмотренных ими трудах стоимость компании, как правило, определялась как показатель рыночной капитализации.

К последним публикациям по изучаемой проблематике относится, в частности, статья А. Будагага, в которой рассматривается влияние дивидендных выплат на стоимость компаний с листингом на фондовой бирже Стамбула [5]. По результатам расчетов был сделан вывод о существенном влиянии дивидендных выплат на стоимость компаний. Зависимой переменной был показатель рыночной капитализации, а независимыми – балансовая стоимость одной акции на конец года (рассчитываемая как отношение общего размера акционерного капитала, т. е. чистых активов (net assets), к числу акций) и остаточная прибыль (residual income).

В 2017 г. была опубликована статья О. Нвамаки и В. Езибасили. Авторы на примере 10 компаний, акции которых торгуются на Нигерийской бирже, рассматривали влияние дивидендной политики на стоимость компании (период исследования охватывал 1995–2015 гг.) [17]. В качестве зависимой переменной, отражающей стоимость компании, авторы выбрали рыночную цену акции, а в качестве незави-

симых переменных – EPS и DPS. По итогам расчетов был сделан вывод о значительном влиянии дивидендной политики на стоимость компании.

По результатам проведенного выше анализа источников, посвященных влиянию дивидендной политики на стоимость компании, можно говорить о том, что данная проблематика сохраняет актуальность и в настоящее время, поэтому представляется обоснованным формулирование следующих выводов:

- изначально выдвигались две точки зрения на данную проблему: что дивидендная политика влияет и не влияет на стоимость компании. Каждая из них подкреплялась соответствующими расчетами;

- в последнее время выросло число публикаций, в рамках которых утверждается, что дивидендная политика оказывает влияние на стоимость компании, при этом соответствующие расчеты, подтверждающие данный тезис, проводятся на основе регрессионной модели (моделей);

- указанные публикации посвящены, как правило, развивающимся рынкам (Турция, Нигерия, Кения и др.);

- в данных работах дивидендная политика зачастую определялась через показатель DPR (dividend payout ratio), а показатель стоимости компании определялся как стоимость акции (акций), при этом другие подходы не принимались во внимание.

Нами была предпринята попытка выйти за рамки проанализированных работ и рассмотреть влияние дивидендной политики (понимаемой как общие выплаты компанией дивидендов за год, которые отражены в отчете о движении денежных средств; этот показатель выступает независимой переменной) на стоимость компании в рамках трех основных подходов к оценке стоимости компаний (выступает зависимой переменной): доходного, сравнительного и затратного.

Объектом исследования выступают акции компаний индекса Nasdaq 100, предметом исследования – влияние дивидендной политики на стоимость компаний ин-

декса Nasdaq 100. Период исследования охватывал 2012–2016 гг. Было выявлено, что дивидендная политика есть не у всех компаний, что привело к сокращению числа рассматриваемых фирм до 51.

В основе доходного подхода лежит метод расчета дисконтированного денежного потока (ДДП, DCF). Особенностью сравнительного подхода является простота использования, поскольку все требуемые для этого данные рассматриваемой совокупности компаний находятся в открытом доступе. Однако следует отметить, что оценка компаний индекса Nasdaq 100 имеет свои нюансы. Так, во-первых, их условно можно разделить на две группы: производственные и непроизводственные компании. Во-вторых, для анализа требуется определить такие мультипликаторы, которые были бы пригодны для корректного сравнения компаний обеих групп, что усложняет задачу.

Кроме того, у компаний технологического сектора, многие из которых входят в состав Nasdaq 100, есть своя специфика, в частности, она выражается в том, что повышенные (более 20) значения мультипликатора p/e являются скорее нормой, чем исключением. Кроме того, мультипликаторы могут не отражать стоимость денежного потока компании.

Применимость балансовых показателей для технологического сектора остается под вопросом, поскольку материальные активы могут не являться существенным фактором получения прибыли в будущем, а значительную роль играют такие нематериальные активы, как лицензии, программное обеспечение, доступ к различного рода услугам и сервисам и т. д. Тем не менее, несмотря на указанные особенности, автором была предпринята попытка использовать все три вышеупомянутых подхода.

1. Доходный.

Ввиду необходимости извлечения и обработки больших массивов данных с целью пилотной проверки обоснованности

использования данного подхода была проведена оценка влияния дивидендных выплат, осуществленных в 2016 г., с прогнозной стоимостью компании на конец 2016 и конец 2017 гг. То есть построенные регрессии были однофакторными, поскольку, как показали ранее проведенные расчеты, наиболее существенным фактором дивидендной политики является чистая прибыль года, предшествующего году выплаты дивидендов. Таким образом, полученная регрессия является однофакторной, и уравнение регрессии принимает следующий вид:

$$y = a + b_1x.$$

Ввиду того, что получить отчеты аналитиков, содержащие соответствующие прогнозы по оценке акций рассматриваемых компаний (как правило, такая оценка рассчитывается на период последующих 12 месяцев), было затруднительно, поскольку данную информацию по компаниям – плательщикам дивидендов Nasdaq 100 не представляется возможным найти в открытом доступе, было принято решение осуществить в открытых источниках поиск значения целевой цены акций анализируемых компаний, которая дается аналитиками на конец 2016 и конец 2017 гг. Таким образом, данные прогнозы должны были быть датированы концом 2015 и 2016 гг. соответственно (ноябрь – декабрь).

Обзор открытых источников показал, что такая информация доступна через Reuters. Если компания является крупной, то покрытие ее акций осуществляют, как правило, несколько банков или брокеров. Однако в нашем случае в открытом доступе удалось найти информацию по каждой из рассматриваемых компаний от одного банка или брокера (BofA Merrill, Pacific Crest, SunTrust Robinson, JP Morgan, Citigroup, Oppenheimer, Stifel, Deutsche Bank и др.).

Исключение составили акции тех компаний, по которым на указанный период (ноябрь – декабрь 2015 и 2016 гг.) данные найти не удалось, а использование более старых или новых данных могло бы при-

дивидендных выплат за год на показатель чистой прибыли за год. Он показывает, сколько средств в относительном выражении компания направляет акционерам.

Для пилотной проверки расчетов в качестве независимой переменной был взят показатель DPR за 2015 и 2016 гг., а в качестве зависимой переменной регрессионной модели выступил показатель стоимости бизнеса, выраженный мультипликатором p/e (price/earning ratio) за 2016 г. Был использован показатель p/e , отражающий отношение рыночной стоимости компании к размеру ее прибыли за год, поскольку считается одним из наиболее простых и универсальных. Он позволяет провести быструю оценку бизнеса и сравнить ее с оценкой других компаний. Таким образом, были построены две однофакторные регрессии. В рамках первой использовался показатель DPR за 2015 г. и p/e за 2016 г., а в рамках второй – оба показателя за 2016 г.

В результате построения первой линейной регрессии в программе Excel был рассчитан R -квадрат, который равен 0,065. Таким образом, можно сделать вывод, что значение коэффициента детерминации не может объяснить зависимость и изменения изучаемого показателя от независимых переменных и что дальнейшее расширение временного интервала с целью включения его в модель не представляется целесообразным.

В результате построения второй регрессии было рассчитано значение R -квадрат, равное 0,64. Таким образом, можно сделать вывод, что значение коэффициента детерминации объясняет зависимость и изменения изучаемого параметра от независимой переменной на 64%.

y -пересечение равно -1,176, а x – 58,062. Можно сделать вывод, что переменная x оказывает существенное положительное влияние на показатель стоимости фирмы (т. е. чем больше дивидендных выплат в текущем году, тем выше стоимость компании в текущем году, оцениваемая как мультипликатор p/e). При подстановке

рассчитанных коэффициентов уравнение регрессии принимает следующий вид:

$$y = -1,17634966516607 + 58,0624293756616x.$$

Рассмотрение t -статистики указывает на значимость переменной x . P -значение для x равно 0,0000646882485606036, что является значимым, поскольку это существенно меньше 0,05.

Таким образом, можно сделать предварительный вывод, что в рамках сравнительного подхода зафиксирован факт влияния дивидендной политики на стоимость компании.

3. Затратный.

Поскольку ранее было указано, что балансовые показатели в отношении анализа компаний технологического сектора характеризуются определенными недостатками, было принято решение провести расчеты как на их основе, так и на основе показателя чистых активов, рассчитываемого как разница между активами и обязательствами. Далее с использованием данных показателей были построены две модели линейной регрессии, где независимой переменной (x) выступает размер дивидендных выплат за текущий год, а зависимой переменной (y) – показатель активов (в первом случае) или расчетный показатель чистых активов (во втором случае) текущего года.

По результатам расчета первой регрессии были получены следующие результаты. Значение R -квадрат равно 0,757. Таким образом, можно сделать вывод, что значение коэффициента детерминации объясняет зависимость и изменения изучаемого параметра от независимой переменной на 75,7%.

y -пересечение равно 9,6111278560278, а x – 22,0586369017901. Можно сделать вывод, что переменная x оказывает существенное положительное влияние на показатель стоимости фирмы (т. е. чем больше дивидендных выплат в текущем году, тем выше стоимость компании в текущем году). При подстановке рассчитанных коэффициен-

тов уравнение регрессии принимает следующий вид:

$$y = 9,6111278560278 + 22,0586369017901x.$$

Рассмотрение t -статистики указывает на значимость переменной x . P -значение для x равно $7,59834E-80$, что является значимым, поскольку существенно меньше $0,05$.

При построении второй регрессии были получены следующие результаты. Значение R -квадрат равно $0,781$. Таким образом, можно сделать вывод, что значение коэффициента детерминации объясняет зависимость и изменения изучаемого параметра от независимой переменной на $78,1\%$.

y -пересечение равно $3,08078587235983$, а x – $10,7513694461076$. Можно сделать вывод, что переменная x оказывает существенное положительное влияние на показатель стоимости фирмы (т. е. чем больше дивидендных выплат в текущем году, тем выше стоимость компании в текущем году). При

подстановке рассчитанных коэффициентов уравнение регрессии принимает следующий вид:

$$y = 3,08078587235983 + 10,7513694461076x.$$

Рассмотрение t -статистики указывает на значимость переменной x . P -значение для x равно $1,35246E-85$, что является значимым, поскольку это существенно меньше $0,05$.

Исходя из проведенного в рамках затратного подхода анализа можно сформулировать вывод о наличии положительной связи между дивидендными выплатами и стоимостью компании, выражаемой как через показатель чистых активов, так и через показатель общих активов. Сделанные расчеты в рамках трех основных подходов к оценке стоимости компании подтвердили вывод о положительном характере влияния дивидендной политики на стоимость компании.

Список литературы

1. *Ajanthan A.* The Relation between Dividend Payout and Firm Profitability Among Listed Hotels and Restaurant in Sri Lanka // International Journal of Scientific and Research Publications. – 2013. – Vol. 3. – Issue 6. – P. 1–6.
2. *Al-Yahyaee K. H., Pham T. M., Walter T. S.* The Information Content of Cash Dividend Announcements in a Unique Environment // Journal of Banking and Finance. – 2011. – N 3. – P. 606–612.
3. *Black F., Scholes M.* The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns // Journal of Financial Economics. – 1974. – Vol. 1. – Issue 1. – P. 1–22.
4. *Botha D.* The Effects of Dividend Policy on Changes in Shareholders' Wealth. Unpublished Masters' Dissertation. – Port Elizabeth : University of Port Elizabeth, 1985.
5. *Budagaga A.* Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach // International Journal of Economics and Financial Issues. – 2017. – Vol. 7. – Issue 2. – P. 370–376.
6. *Chen G., Firth M., Gao N.* The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market // Journal of International Financial Management and Accounting. – 2002. – N 2. – P. 101–124.
7. *Fama E. F., French K. R.* Taxes, Financing Decisions, and Firm Value // Journal of Finance. – 1998. – Vol. 53. – Issue 3. – P. 918–843.
8. *Gordon M. J.* Optimal Investment and Financing Policy // The Journal of Finance. – 1963. – Vol. 18. – Issue 2. – P. 264–272.
9. *Ilaboya O. J., Aggreh, M.* Dividend Policy and Share Price Volatility // Journal Asian Development Study. – 2013. – Vol. 2. – Issue 2. – P. 109–122.

10. *Kim S., Park S. H., Suh J.* A J-Shaped Cross-Sectional Relation between Dividends and Firm Value // *Journal of Corporate Finance*. – 2018. – Vol. 48. – P. 857–877.
11. *Kim S., Suh J.* Do Dividends Matter to Firm Value? An Empirical Investigation // *SSRN Electronic Journal*. – 2009. – January. – P. 69–97.
12. *Lease R. C., Kose J., Kalay A., Lowenstein U., Sarig O.* Dividend Policy: Its Impact on Firm Value. – Boston, Massachusetts : Harvard Business School Press, 2000.
13. *Majanga B. B.* The Dividend Effect on Stock Price. An Empirical Analysis of Malawi Listed Companies // *Accounting and Finance Research*. – 2015. – Vol. 4. – Issue 3. – P. 99–105.
14. *Mbuvi J. N.* Effect of Dividend Policy on Value Creation for Shareholders of Companies Listed in the Nairobi Securities Exchange // *IOSR Journal of Economics and Finance*. – 2015. – Vol. 6. – Issue 2. – P. 35–41.
15. *Miller M., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // *The Journal of Business*. – 1961. – Vol. 34. – N 4. – P. 411–433.
16. *Murekefu T., Ouma O.* The Relationship between Dividend Payout and Firm Performance: a Study of Listed Companies in Kenya // *European Scientific Journal*. – 2012. – Vol. 8. – N 9. – P. 199–215.
17. *Nwamaka O. C., Ezeabasili V.* Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from Quoted Firms in Nigeria // *International Journal of Management Excellence*. – 2017. – Vol. 8. – N 2. – P. 956–967.
18. *Ohlson J. A.* Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation // *Contemporary Accounting Research*. – 1995. – Vol. 11. – Issue 2. – P. 661–687.
19. *Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.* Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis // *The Journal of Finance*. – 2006. – Vol. 61. – N 6. – P. 2725–2751.
20. *Priya V., Mohnasundari M.* Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence // *Journal of Management Sciences and Technology*. – 2016. – Vol. 3. – Issue 3. – P. 59–69.
21. *Profflet K. A., Bacon F. W.* Policy and Stock Price Volatility in the U. S. Equity Capital Market // *Journal of Business and Behavioral Sciences*. – 2013. – Vol. 25. – Issue 2. – P. 63–72.
22. *Sharif T., Purohit H., Pillai R.* Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange // *International Journal of Economics and Finance*. – 2015. – Vol. 7. – Issue 3. – P. 207–216.
23. *Uddin M. H., Chowdhury G. M.* Effect of Dividend Announcement on Shareholders' Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange // *Journal of Business Research*. – 2005. – N 7. – P. 61–72.
24. *Woolridge J. R.* Dividend Changes and Security Prices // *The Journal of Finance*. – 1983. – Vol. 38. – Issue 5. – P. 1607–1615.
25. *Yilmaz A., Gulay G.* Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market: Evidence from the Istanbul Stock Exchange // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2006. – Vol. 42. – Issue 4. – P. 19–49.
26. *Zakaria Z., Jorlah M., Zulkaflī A. H.* The Impact of Dividend Policy on the Share Price Volatility: Malaysian Construction and Material Companies // *International Journal of Economics and Management Sciences*. – 2012. – N 2. – P. 1–8.

References

1. Ajanthan A. The Relation between Dividend Payout and Firm Profitability Among Listed Hotels and Restaurant in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 2013, Vol. 3, Issue 6, pp. 1-6.
2. Al-Yahyaee K. H., Pham T. M., Walter T. S. The Information Content of Cash Dividend Announcements in a Unique Environment. *Journal of Banking and Finance*, 2011, No. 3, pp. 606-612.
3. Black F., Scholes M. The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1974, Vol. 1, Issue 1, pp. 1-22.
4. Botha D. The Effects of Dividend Policy on Changes in Shareholders' Wealth. Unpublished Masters' Dissertation. Port Elizabeth, University of Port Elizabeth, 1985.
5. Budagaga A. Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2017, Vol. 7, Issue 2, pp. 370-376.
6. Chen G., Firth M., Gao N. The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2002, No. 2, pp. 101-124.
7. Fama E. F., French K. R. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 1998, Vol. 53, Issue 3, pp. 918-843.
8. Gordon M. J. Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 1963, Vol. 18, Issue 2, pp. 264-272.
9. Ilaboya O. J., Aggreh, M. Dividend Policy and Share Price Volatility. *Journal Asian Development Study*, 2013, Vol. 2, Issue 2, pp. 109-122.
10. Kim S., Park S. H., Suh J. A J-Shaped Cross-Sectional Relation between Dividends and Firm Value. *Journal of Corporate Finance*, 2018, Vol. 48, pp. 857-877.
11. Kim S., Suh J. Do Dividends Matter to Firm Value? An Empirical Investigation. *SSRN Electronic Journal*, 2009, January, pp. 69-97.
12. Lease R. C., Kose J., Kalay A., Lowenstein U., Sarig O. Dividend Policy: Its Impact on Firm Value. Boston, Massachusetts, Harvard Business School Press, 2000.
13. Majanga B. B. The Dividend Effect on Stock Price. An Empirical Analysis of Malawi Listed Companies. *Accounting and Finance Research*, 2015, Vol. 4, Issue 3, pp. 99-105.
14. Mbuvi J. N. Effect of Dividend Policy on Value Creation for Shareholders of Companies Listed in the Nairobi Securities Exchange. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 2015, Vol. 6, Issue 2, pp. 35-41.
15. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 1961, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
16. Murekefu T., Ouma O. The Relationship between Dividend Payout and Firm Performance: a Study of Listed Companies in Kenya. *European Scientific Journal*, 2012, Vol. 8, No. 9, pp. 199-215.
17. Nwamaka O. C., Ezeabasili V. Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from Quoted Firms in Nigeria. *International Journal of Management Excellence*, 2017, Vol. 8, No. 2, pp. 956-967.
18. Ohlson J. A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 1995, Vol. 11, Issue 2, pp. 661-687.

19. Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis. *The Journal of Finance*, 2006, Vol. 61, No. 6, pp. 2725–2751.

20. Priya V., Mohanasundari M. Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 2016, Vol. 3, Issue 3, pp. 59–69.

21. Proffitt K. A., Bacon F. W. Policy and Stock Price Volatility in the U. S. Equity Capital Market. *Journal of Business and Behavioral Sciences*, 2013, Vol. 25, Issue 2, pp. 63–72.

22. Sharif T., Purohit H., Pillai R. Analysis of Factors Affecting Share Prices: The case of Bahrain Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 2015, Vol. 7, Issue 3, pp. 207–216.

23. Uddin M. H., Chowdhury G. M. Effect of Dividend Announcement on Shareholders' Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange. *Journal of Business Research*, 2005, No. 7, pp. 61–72.

24. Woolridge J. R. Dividend Changes and Security Prices. *The Journal of Finance*, 1983, Vol. 38, Issue 5, pp. 1607–1615.

25. Yilmaz A., Gulay G. Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2006, Vol. 42, Issue 4, pp. 19–49.

26. Zakaria Z., Jorah M., Zulkafla A. H. The Impact of Dividend Policy on the Share Price Volatility: Malaysian Construction and Material Companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 2012, No. 2, pp. 1–8.

Сведения об авторе

Евгений Олегович Савченко

кандидат политических наук, доцент
кафедры экономики промышленности
РЭУ им. Г. В. Плеханова.

Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 117997, Москва,
Стремянный пер., д. 36.

E-mail: Savchenko.EO@rea.ru

Information about the author

Eugene O. Savchenko

PhD, Assistant Professor
of the Department for Industrial Economics
of the PRUE.

Address: Plekhanov Russian University
of Economics, 36 Stremyanny Lane,
Moscow, 117997,
Russian Federation.

E-mail: Savchenko.EO@rea.ru