

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
**«БЕЛГОРОДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ  
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**  
( Н И У « Б е л Г У » )

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ  
КАФЕДРА ФИНАНСОВ, ИНВЕСТИЦИЙ И ИННОВАЦИЙ

**ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЯ И ЕЁ ВЛИЯНИЕ НА  
ЕГО ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ**

Выпускная квалификационная работа  
обучающегося по направлению подготовки 38.03.01 Экономика  
очной формы обучения, группы 09001513  
Воловикова Даниила Андреевича

Научный руководитель  
к.э.н., доцент  
кафедры финансов,  
инвестиций и инноваций  
Киселёв А.А.

БЕЛГОРОД 2019

—

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ И ЕГО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ...6	
1.1. Инвестиционная привлекательность предприятия и факторы, влияющие на неё.....	6
1.2. Сущность дивидендов, их классификация и виды дивидендных политик.....	11
1.3. Особенности расчёта дивидендов.....	21
ГЛАВА 2. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ ДЛЯ УВЕЛИЧЕНИЯ ЕГО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ.....	26
2.1. Организационно-экономическая характеристика ПАО «Лукойл»..	26
2.2. Оценка стоимости ПАО «Лукойл» методом дисконтированных денежных потоков.....	37
2.3. Анализ дивидендной политики ПАО «Лукойл» .....	44
2.4. Совершенствование дивидендной политики ПАО «Лукойл» .....	52
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	57
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	60

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность темы исследования.** Дивидендная политика предприятия является основополагающим инструментом принятия инвестиционных решений. Дивидендная политика предприятия применяется в таких областях финансов как: управление инвестиционным портфелем, теории инвестирования, корпоративные финансы, оценка бизнеса и других. На её основе функционирует большое множество различных теорий и методик в вышеперечисленных областях. Умение разбираться в дивидендных политиках предприятий является необходимым компонентом в работе любого экономиста и тем более финансиста.

В России дивидендная политика предприятия является слабым звеном комплекса управленческих решений менеджмента. Во-первых, история функционирования акционерных обществ в том виде, который есть сейчас довольно немногочисленная. Из-за этого отечественные компании только сталкиваются с трудностями в области дивидендной политики, которые зарубежные передовые акционерные общества уже преодолели.

Во-вторых, в нашей стране в настоящее время формированием дивидендной политикой зачастую занимаются люди, не имеющие необходимых для этого знаний и навыков, преследующие либо свои интересы, либо вовсе не понимающие, насколько большое влияние оказывает дивидендная политика на инвестиционную привлекательность предприятия, а соответственно и на весь потенциал развития и роста компании. Такое халатное отношение ведёт за собой нерациональное использование финансов предприятия, оказывает негативное воздействие на репутацию предприятия и стоимость её акций, финансовые потери не только собственных средств предприятия, но также бьёт по карману людей, которые стали акционерами предприятия.

Дивидендная политика предприятия является ключевым фактором, влияющим на инвестиционную привлекательность предприятия и принятия инвестиционных решений для остальных участников рынка.

**Степень научной разработанности.** Тема изучения дивидендной политики предприятия поднимается в трудах многих отечественных и зарубежных экономистов. Среди которых: Ф. Модильяни, М. Миллер, М. Гордон, Д. Линтнер.

**Целью исследования** является изучение факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность предприятия, изучение преимуществ компаний с высокой инвестиционной привлекательностью, раскрытие экономической сущности дивидендов и дивидендной политики, степени её влияния на инвестиционную привлекательность предприятия, рассмотрение её видов и способов их реализации, рассмотрение влияния дивидендов на стоимость акций компании, проведение анализа дивидендной политики на примере ПАО «Лукойл», определение путей совершенствования дивидендной политики ПАО «Лукойл», обозначение рекомендаций по разработке новой дивидендной политики.

Для достижения указанной цели необходимо решить следующие **задачи:**

- изучить факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность предприятия и определить среди них место дивидендной политики;
- рассмотреть преимущества компаний с высокой инвестиционной привлекательностью;
- раскрыть экономическую сущность дивидендов и дивидендной политики;
- рассмотреть виды дивидендных политик и способов их реализации;
- провести оценку стоимости ПАО «Лукойл» методом дисконтированных денежных потоков;
- рассмотреть влияние дивидендов на стоимость акций компании;
- провести анализ дивидендной политики на примере ПАО «Лукойл»;

- обозначить рекомендации по усовершенствованию дивидендной политики российских публичных акционерных обществ.

Основным **объектом исследования** выступает процесс формирования дивидендной политики предприятия, особенности её проведения и влияние, которое она оказывает на инвестиционную привлекательность предприятия.

**Предметом** выступают дивиденды, выплачиваемые предприятием, принципы и способы их формирования

**Теоретическую и методологическую базу исследования** составили труды российских и зарубежных ученых в области изучения дивидендных политик предприятий, научно-методическая литература, материалы семинаров и конференций. Сайт и финансовая, бухгалтерская и производственная отчётность ПАО «Лукойл».

**Методами исследования** выступили общенаучные методы познания, такие как группировка и сравнение, научная абстракция и моделирование, логические и исторические подходы к исследованию.

**Практическая значимость** работы состоит в использовании полученной оценки стоимости компании в качестве инвестиционной рекомендации, применении отечественными компаниями, изученных методов повышения инвестиционной привлекательности компании, путём усовершенствования дивидендной политики.

**Структура исследования** представлена введением, основной частью, состоящей из двух глав, первая из которых, теоретическая, состоит из 3 пунктов и вторая – практическая, состоящая из 4 пунктов, заключением, списком литературы.

В первой главе рассматриваются теоретические аспекты дивидендной политики: понятие и сущность дивидендов и особенности расчёта и виды дивидендов. Во второй – анализ дивидендной политики на примере ПАО «Лукойл».

## ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ И ЕГО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

### 1.1. Инвестиционная привлекательность предприятия и факторы, влияющие на неё

Прежде всего необходимо разобраться, что же такое инвестиционная привлекательность. Термин «инвестиционная привлекательность» может по праву входить в число терминов, имеющих очень большое множество толкований, которые отличаются друг от друга. Каждый автор, уделявший этому вопросу достаточное внимание имел свое понимание и давал своё определение инвестиционной привлекательностью.

Различные менеджеры, акционеры, управляющие, политики, экономисты вкладывают в понятие «инвестиционная привлекательность» что-то своё. Зачастую из-за этого возникает множество разногласий, которые приводят к денежным потерям. Особенно в нашей стране, которая относительно совсем недавно начала функционировать в условиях рыночной экономики, и не до конца сформировала свой понятийный аппарат в области финансов.

Единого определения инвестиционной привлекательности в академической среде так и нет, но в целом все существующие определения можно разделить на три группы: инвестиционная привлекательность как совокупность различных факторов; инвестиционная привлекательность на основе целей инвестора и инвестиционная привлекательность как соотношение риска и доходности. Приведем некоторые из них. Севрюгин Ю. В. даёт следующее определение: система количественных и качественных факторов, характеризующая платежеспособный спрос предприятия на инвестиции. Толкование группы Минэкономразвития звучит так: объём инвестиций, который может быть привлечён исходя из инвестиционного

потенциала объекта, рисков и состояния внешней среды. Одно из определений на основе целей инвестора гласит: гарантированное, надежное и своевременное достижение целей инвестора на базе экономических результатов деятельности данного инвестируемого производства, – Игольников Г.Л., Патрушева Е.Г. И наконец определение, автором которого являются знаменитые Шарп и Марковиц: получение максимальной прибыли при заданном уровне риска.

И всё это было написано про инвестиционную привлекательность. Разделение определений на три группы, а кто-то классифицирует на 4, достаточно условно. Можно проследить, что речь идёт об одном и том же, только разными словами.

Инвестиционная привлекательность является очень важным показателем, так как именно от неё зависит количество и качество осуществляемых инвестиций. А от того насколько эффективно общество осуществляет инвестиции, зависит уровень жизни данного общества. Инвестиционная привлекательность имеет несколько уровней от макро до микро: инвестиционная привлекательность страны, региона, отрасли и предприятия. Каждый из этих уровней является бурной темой для обсуждений, исследований и споров.

Инвестиционную привлекательность страны (государства) оценивают крупнейшие международные рейтинговые агентства, которые заручились большим доверием в мире к своим рейтингам, информация из которых является основой для принятия решений крупнейших игроков в мире политики и финансов. К ранжированию стран подходят с двух сторон, что и отражает название получаемого показателя: индекс инвестиционной привлекательности и индекс инвестиционного риска. В основе расчёта этих методик лежит результирующая балльная оценка совокупности определённых показателей с различными долями.

Инвестиционную привлекательность регионов оценивают уже национальные рейтинговые агентства, например, «Эксперт», который под

инвестиционным климатом региона и его инвестиционной привлекательностью ставит знак равенства. И включает в них инвестиционный потенциал и инвестиционный риск.

Инвестиционная привлекательность отрасли – совокупность внутренних и внешних факторов, присущих данной отрасли, и оценка, влияющих на отрасль рисков и возможности их минимизации, а также перспективы развития отрасли в будущем.

Анализ отрасли в свою очередь позволяет определить место конкретного предприятия в данной отрасли. Крупнейшим мировым компаниям также присваиваются рейтинги международных и национальных агентств. Они позволяют оценить кредитные риски, связанные с этой компанией. На основе полученных рейтингов рассчитываются значения таких фундаментальных показателей как безрисковая ставка, премия за риск и другие, которые имеют широкое применение в корпоративных финансах и присутствуют в большинстве моделей оценки.

Исходя из того, что существование любого экономического института происходит во взаимодействии с внутренними и внешними факторами, то факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность предприятия можно разделить на внутренние и внешние.

К внешним факторам относят инвестиционную привлекательность более крупных единиц, в которых функционирует предприятие: отрасль, регион, страна. Помимо инвестиционной привлекательности перечисленных единиц, есть другие внешние факторы, которые по сути определяют и инвестиционную привлекательность страны, региона, отрасли – это макроэкономические показатели.

Это более общий набор факторов, которые могут применяться к компании в любой отрасли. К ним относятся параметры инфляции, ключевая ставка ЦБ, данные о безработице, уровень деловой активности, торговый баланс, параметры экономического роста. Эти показатели публикуются на определенной частоте и в определенные дни. Поэтому они могут

использоваться в прогнозах и экономических моделях с более низкой степенью неопределенности. Чаще всего крупнейшие инвестиционные банки, рейтинговые агентства и другие финансовые учреждения, участвующие в прогнозировании до выпуска официальных данных, публикуют свои прогнозы по определенным макроэкономическим показателям. Из множества таких прогнозов средние значения часто вычисляются и с высокой вероятностью соответствуют действительности.

Политические и климатические события совершенно разные. По сути, эти события проявляются в новостях. Другими словами, как новая значительная информация, которая может влиять на рынок. Создайте информационный контекст, который может повлиять на цитаты заголовков. Некоторые ученые и ученые делят новости на две группы: плановые или предсказуемые и случайные или непредсказуемые. В первую группу вошли новости экономического характера. В последнюю – политического, климатического, реже экономического.

Таким образом, учёные в своих исследованиях и профессиональные участники рынка ценных бумаг выделяют три группы внешних факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность: экономические, социально-политические и природно-климатические. В свою очередь экономические факторы делятся на:

- характеризующие уровень предприятия
- характеризующие уровень отрасли
- макроэкономические факторы

Среди социально-политических выделяют:

- социальные
- внутривнутриполитические
- внешнеполитические

В группе природно-климатических существует деление на:

- природные
- климатические

- экологические.

Перейдём к рассмотрению внутренних факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность предприятия. Единственно важным, имеющим наибольшее влияние внутренним фактором, определяющим инвестиционную привлекательность предприятия, является качество корпоративного управления, то есть все управленческие решения. Многие могут начать дополнять и называть еще другие внутренние факторы, такие как финансовые показатели предприятия, производственный потенциал, дивидендная политика, инновационная, инвестиционная деятельность, НИОКР, юридические аспекты, агентские конфликты.

Безусловно все эти факторы имеют место быть, но все они являются следствием качества корпоративного управления. Финансовые показатели и другие напрямую зависят от того, насколько грамотно и своевременно принимает решение менеджмент. Одной из главных характеристик качества корпоративного управления является принятие эффективных решений на каждом цикле развития компании.

На начальной стадии развития или стадии стартапа – это умение привлекать финансовые ресурсы для развития и обеспечения дальнейшего роста компании. Далее, на стадии зрелости – это умение балансировать между привлечением капитала и выплат акционерам. Баланс между реинвестициями для дальнейшего расширения бизнеса и дивидендными выплатами своим акционерам.

С течением времени и уровнем развития компании умение эффективно определить и осуществлять дивидендную политику становится всё более важным фактором для инвестиционной привлекательности компании. Поэтому в данной работе речь пойдёт о дивидендной политике предприятия и её роли на его инвестиционную привлекательность.

## 1.2. Сущность дивидендов, их классификация и виды дивидендных политик

Исторически слово «дивиденд» на латыни *dividendum* – переводится как то, что подлежит разделу. Современное определение гласит, что дивиденд – это часть прибыли акционерного общества, или иного хозяйствующего субъекта, распределяемая между акционерами, участниками в соответствии с количеством и видом акций, долей, находящихся в их владении.

Термин «дивиденд» определяется как в гражданско-правовом, так и в налоговом смысле, причем в налоговом смысле он имеет более широкое значение. В гражданско-правовом смысле дивидендом признается полученный акционером от акционерного общества при распределении прибыли доход по принадлежащим акционеру акциям пропорционально долям акционеров в уставном капитале этого акционерного общества в гражданско-правовом смысле дивиденды выплачивают только акционерные общества. В налоговом смысле дивидендом также признается и распределение дохода среди участников обществ с ограниченной ответственностью и т.д.

Через дивиденд реализуется право акционера на участие в прибыли, получаемой акционерным обществом. Порядок и условия получения дивидендов, а также и их величина определяются проводимой акционерной организацией дивидендной политики. Отсюда вытекают роль и значение дивидендной политики в деятельности организации и внимание, которое ей уделяется в предпринимательской деятельности, в финансовом менеджменте и в финансовой науке.

Существуют различные классификации дивидендов. Дивиденды различают в зависимости:

- от формы выплаты;
- от периодичности выплат;
- от типа акции;
- от способа определения величины дивиденда

Кроме того, выделяют следующие виды дивидендов:

- кумулятивные дивиденды – возможность накопления и выплаты в течение определенного времени необъявленных или частично объявленных дивидендов по привилегированным акциям;

- дивиденды участия – дивиденды владельцев привилегированных акций, по которым уставом не определен размер дивиденда. Данные акционеры имеют право получать дивиденды наравне с владельцами обыкновенных акций;

- фиксированные дивиденды – дивиденды, определяемые уставом, например, как фиксированная доля номинальной стоимости привилегированных акций;

- дивиденды с переменной ставкой – дивиденды, выплачиваемые по плавающей ставке, в основе которой номинальная стоимость привилегированных, акций или доля чистой прибыли общества.

Существуют два основных канала, через которые компания может выплачивать деньги своим акционерам: либо выплатить всем дивиденды, либо провести выкуп акций (англ. buy-back). Выкуп акций может производиться в различной форме, например, путем аукциона, скупки акций на открытом рынке или покупки у крупного держателя по договорной цене. Более популярным способом выплаты денег акционерам является выплата дивидендов.

Величина и порядок выплаты дивидендов определяются собранием акционеров, участников и уставом акционерного или иного общества.

Дивиденды могут выплачиваться несколько раз в год. Выплачиваемые до конца финансового года дивиденды называются промежуточными или предварительными дивидендами (англ. interimdividend). По завершении финансового года выплачиваются финальные дивиденды (англ. finaldividend).

Обычно дивиденды выплачивают в денежном виде. Такие дивиденды называют денежными дивидендами (англ. cashdividend). Помимо этого, дивиденды могут выплачиваться акциями (англ. stockdividend) или другим имуществом акционерного общества.

Дивидендная политика – это механизм формирования доли прибыли, выплачиваемой собственнику, в соответствии с долей его вклада в общую сумму собственного капитала предприятия.

Значение проводимой руководством акционерной организации дивидендной политики заключается в том, что эта политика:

- оказывает влияние на финансовую программу и бюджет капиталовложений организации;
- воздействует на движение денежных средств организации;
- влияет на отношения организации с ее инвесторами. Низкий уровень дивидендов может привести не только к слабой реализации выпускаемых акций, но и их массовой продаже акционерами, к снижению цен на акции и т.д.;
- способствует сокращению или увеличению акционерного капитала.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие.

Исходя из этой цели понятие дивидендной политики может быть сформулировано следующим образом: дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Последовательная и понятная инвесторам дивидендная политика является необходимым элементом стратегии компании, ориентированной на долгосрочный рост капитализации. Четко обозначенная и выполняемая дивидендная политика подчеркивает репутацию компании в глазах инвестиционного сообщества, улучшает ее корпоративный имидж.

Правильно сформированная дивидендная политика способствует финансовой устойчивости акционерного общества, стабильному развитию его хозяйственной деятельности и стабильному росту цены акций. Это особенно актуально для российских акционерных обществ, недооцененных по сравнению с зарубежными аналогами.

В экономической теории выделяют два основных подхода к определению значимости и влияния дивидендов на стоимость акций компании и максимизацию благосостояния акционеров.

Авторы первого из них Ф. Модильяни, М. Миллер. Они считают, что дивиденды не играют существенной роли при общей оценке фирмы. Эта теория называется «теорией отсутствия значимости» или теорией независимости дивидендов.

Второй подход противоположный. Его авторами являются М. Гордон, Д. Линтнер. Они считают, что дивиденды имеют большое значение для оценки фирмы. Эта теория называется «теорией значимости» или теория предпочтительности дивидендов.

В практике большее практическое применение имеет теория значимости чем теория отсутствия значимости. Рассмотрим постулаты каждой из теорий.

Основой «теории отсутствия значимости» является то, что ценность фирмы определяется только способностью фирмы получать доход. Способ, которым будут разделены выгоды от этих доходов, существенной роли не играет. В плане ценности для акционеров нет разницы между выплатой дивидендов и реинвестированием средств в компанию с последующим отражением реинвестированных средств в цене акции.

Поэтому они считают, что размер и сумма дивидендов не оказывают влияния на изменение совокупного дохода акционеров, предпочитающих стабильность дивидендной политики нежели получение непостоянных значительных доходов. Согласно данной теории, начисление дивидендов должно происходить исключительно после изучения всех возможных способов реинвестирования (капитализации) прибыли. Это и является, по

мнению ее создателей, оптимальной стратегией в дивидендной политике. Следовательно, сначала финансируются за счет чистой прибыли все инвестиционные проекты компании, а только потом выплачиваются дивиденды. В тех случаях, когда сумму чистой прибыли более целесообразно reinvestировать, дивиденды и вовсе не выплачиваются.

Напротив, когда у акционерного общества нет эффективных инвестиционных проектов, то всю сумму чистой прибыли можно направить на выплату дивидендов.

Ф. Модильяни и М. Миллер все же признают некоторое влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, объясняя это не непосредственно влиянием величины дивидендов, а информационным эффектом. То есть информация о дивидендах, в том числе, об их увеличении, провоцирует акционеров на повышении цены акций.

Однако теория отсутствия значимости базируется на ряде нереальных допущений:

- существуют совершенные рынки, на которых:
- информация одинаково доступна для всех и за нее не надо платить;
- все инвесторы действуют рационально в соответствии с полной и равномерно распределенной информацией;
- не существует отдельного крупного держателя акций, способного влиять на цену акции;
- операции проводятся мгновенно и бесплатно.
- отсутствие затрат на размещение новых выпусков акций;
- отсутствие налогов;
- среди акционеров отсутствуют привилегии в отношении прибыли или дохода от прироста капитала;
- на рынке имеется полная определенность относительно будущего фирмы.

При том что данная теория имеет силу в контексте только этих предположений, вследствие нереальности этих допущений она не сможет

выдержать испытание практикой. Это означает, что в мире финансов предпочтение отдаётся теории значимости дивидендов, поэтому рассмотрим её и сравним с теорией отсутствия значимости дивидендов.

Теория значимости или предпочтительности дивидендов, предполагает, что рубль ожидаемых дивидендов стоит больше, чем рубль ожидаемого прироста капитала. Максимизация дивидендных выплат является более предпочтительной по сравнению с капитализацией прибыли.

Наблюдение за состоянием рынка в течение ряда лет свидетельствовало, что дивиденды действительно влияют на общую оценку акций компании. Тот факт, что компании продолжают выплачивать растущие дивиденды даже когда, рост прибыли начал замедляться, ожидания роста дивидендов и их выплаты подтверждают то значение, которое они придают дивидендам. Это особенно относится к тем случаям, когда выплата дивидендов истощает фонды до тех пределов, когда компания вынуждена получать займы от более дорогих внешних источников для возмещения этих фондов.

Существуют три основных аргумента в пользу теории значимости дивидендов:

- информационное содержание дивидендов;
- предпочтение текущему доходу;
- качество дохода;

Информационное содержание дивидендов. Одни только новости о рекомендуемом размере выплат дивидендов либо об изменении дивидендной политики очень существенно влияют на цену акций. Рынок бурно реагирует на такие новости. Выплата дивиденда и сравнение размеров выплаты с предыдущей рассматривается инвесторами как показатель будущих перспектив фирмы.

Многие инвесторы предпочитают получить определенную сумму текущего дохода от своих капиталовложений, чем полностью полагаться на прибыли от прироста капитала. Модильяни и Миллер сказали бы, что если инвесторы хотят иметь текущий доход, то они могут продать часть своих

акций на рынке. Но возникнут затраты, связанные с этой операцией, которые будут влиять на стоимость акций для инвестора, и будет существовать неопределенность относительно общей суммы, которая будет получена при продаже акций. Аргумент о том, что некоторые инвесторы действуют подобным образом, лишь подтверждает, что часть из них отдает предпочтение именно текущей прибыли в общем доходе.

Качество дохода. Вследствие неопределенности точной суммы потенциальных доходов от прироста капитала, приходящегося на вложенные средства, существует «качественное» различие между доходом, полученным сейчас в форме дивиденда, и эквивалентным потенциальным доходом от прироста капитала.

Теория Модильяни-Миллера (ММ) утверждает, что сумма, эквивалентная дивидендному доходу, может быть получена за счет продажи акций на рынке. Но рыночные цены на акции могут колебаться по причинам, которые находятся вне контроля и влияния компании, и не зависят от эффективности ее функционирования. В результате может оказаться невозможным реализовать часть пакета акций по текущим рыночным ценам.

Таким образом, рассмотренные теории прежде всего направлены на стабильный рост совокупного достояния акционеров и достаточное финансирование текущей и инвестиционной деятельности предприятия. Только представление у них, что к этому приводит диаметрально отличается. Мы видим, что при ослаблении некоторых ограничительных допущений модели Модильяни-Миллера и приближении ее к реальности теория отсутствия значимости теряет свою пригодность, при этом несмотря на свою частичную неосуществимость на практике, теория Ф. Модильяни и М. Миллера стала отправным пунктом поиска более оптимальных решений для осуществления дивидендной политики. И на её фоне более подходящей под настоящую действительность является теория значимости дивидендов.

Также в дополнение к этим двум основным противоположным друг другу теориям стоит добавить теорию налоговой дифференциации

Литценбергера и Рамасвами, предложенная ими в конце 1970-х годов. В ней ключевая роль отводится эффективным налоговым ставкам на прирост капитала и на дивиденды. Согласно теории, инвесторы отдадут предпочтение тому виду дохода, который облагается меньшей ставкой налога.

Сущность выплаты дивидендов (дивидендная политика предприятия) заключается в принятии решения по вопросу: какую часть прибыли выплачивать акционерам в форме дивидендов, а какую удержать в обществе для реинвестиций в развитие производства? Именно поэтому дивидендная политика в значительной степени определяет инвестиционную политику.

Существование этих теорий проявилось в трёх подходах к формированию дивидендной политики – «консервативный», «умеренный» («компромиссный») и «агрессивный». Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики:

1) Консервативный подход. Он включает в себя политику остаточных дивидендных выплат и политику стабильного размера дивидендных выплат.

1.1) Остаточная политика дивидендных выплат предполагает, что в начале в полной мере удовлетворяются инвестиционные потребности предприятия, а дивиденды выплачиваются в самую последнюю очередь, если на них остались у компании еще средства.

Если по имеющимся инвестиционным проектам уровень внутренней ставки доходности превышает средневзвешенную стоимость капитала (или другой избранный критерий, например, коэффициент финансовой рентабельности), то большая часть прибыли направляется на реализацию таких проектов, так как она обеспечит высокий темп роста капитала (отложенного дохода) собственников.

Преимущество такой политики заключается в поддержании высоких темпах развития предприятия, в обеспечении его финансовой устойчивости. Недостаток же этой политики прослеживается в нестабильности размеров дивидендных выплат, полной непредсказуемости формируемых размеров дивидендов в предстоящем периоде и даже отказ от их выплаты в период

высоких инвестиционных возможностей, что способствует снижению рыночной цены акций компании. Преимущественно, остаточная политика дивидендных выплат используется на ранних стадиях развития предприятия, в разгар его инвестиционной активности.

#### 1.2) Политика стабильного размера дивидендных выплат.

Политика стабильного размера дивидендных выплат. В данном случае выплата дивидендов составляет некую фиксированную сумму в течение достаточно длительного периода. Данная политика предсказуема, что является преимуществом, но если с течением времени размер дивиденда не увеличивается, то он уменьшается как минимум на величину инфляции, и инвестиционная привлекательность компании за счёт этого уменьшается. Другим недостатком является отсутствие связи с реальными финансовыми результатами предприятия, поэтому может быть так, что в периоды низкого размера прибыли инвестиционная деятельность компании будет сведена к нулю, что может негативно отразиться на ее финансовом состоянии.

#### 2) Умеренный подход:

2.1) Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды.

Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды (политика "экстра-дивиденда"). Более рациональный тип дивидендной политики. Главный плюс этой политики – стабильная гарантированная выплата дивидендов в минимальном размере (аналогично политике стабильного размера дивидендных выплат) при хорошей связи с финансовыми результатами компании, позволяет увеличивать размер дивидендов в благоприятные периоды деятельности предприятия, оставляя уровень инвестиционной активности на прежнем уровне. Такая дивидендная политика имеет большой успех в компаниях, где размер прибыли в динамике неустойчив. Главный же недостаток этой политики заключается в том, что при достаточно продолжительной выплате минимального размера дивидендов

привлекательность инвестирования средств в акции данной компании снижается и влечет снижение их рыночной стоимости.

### 3) Агрессивный подход:

#### 3.1) Политика стабильного уровня дивидендов.

Политика стабильного уровня дивидендов. Установление определенного уровня дивидендных выплат по отношению к чистой прибыли или свободному денежному потоку. Преимущество – простота ее формирования и зависимость с размером исчисляемой денежной базы для дивидендов. Основной недостаток – непредсказуемость размеров дивидендных выплат в абсолютном исчислении на акцию, определяемая нестабильностью суммы формируемой прибыли, а также возможность менеджмента манипулировать прибылью в своих целях. Данная политика соответствует более зрелым компаниям. Если размер прибыли существенно варьирует в динамике, эта политика генерирует высокую угрозу банкротства, однако на практике компании устанавливают также различные условия, несоблюдение которых приводит к невыплате дивидендов и сохранению денег в компании.

3.2) Политика постоянного возрастания размера дивидендов. Политика постоянного возрастания размера дивидендов. Предусматривает стабильное возрастание уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Это очень прогрессивная политика с точки зрения заботы об акционерах. Плюсом этой политики является обеспечение высокой рыночной стоимости акций компании и формирование положительного ее имиджа у инвесторов. Однако с этой политикой нужно быть аккуратным, особенно если компания является сырьевой или циклической. Цены на сырьё постоянно колеблются, у компании есть как хорошие годы, так и плохие. Поэтому существенным недостатком является ситуация, когда увеличение фонда дивидендных выплат происходит быстрее, чем сумма прибыли. В этом случае инвестиционная активность предприятия сокращается, а показатели финансовой устойчивости ухудшаются. А если в свой плохой год компания примет решение не

выплачивать предусмотренные дивиденды, то это может существенно опустить цену их акцию в очень короткий срок. Проводить такую дивидендную политику могут только процветающие акционерные компании, и то не на очень продолжительном периоде времени. Если такая политика не подкреплена постоянным ростом прибыли компании, то она несёт большие риски банкротства для компании.

### 1.3. Особенности расчета дивидендов

Расчёт дивидендов – процесс, который с одной стороны имеет определенную последовательность действия, а с другой стороны достаточно творческий. Потому что определение размера дивиденда – одно из самых долгожданных решений компании. Очень много инвесторов, аналитиков и управляющих фондов пытаются предположить размер дивидендов компании. Всё потому, что дивиденды – это один из двух способов получения дохода для инвесторов от акций наряду с их переоценкой, но в отличие от переоценки, которая носит «бумажный» характер, дивиденды – это реальный денежный поток для инвесторов. Поэтому на рынке существует так много ожиданий по поводу дивидендов. И на сколько эти ожидания участников рынка оправдываются или нет в определенной степени зависит отношение к этой компании на рынке.

Вокруг данного решения всегда существует доля непредсказуемости, особенно на российском рынке где, казалось бы, принципы дивидендной политики компаний находятся в свободном доступе, и финансовая отчётность, в которой видна база для расчёта дивидендов, периодически публикуется компаниями, то всё равно история отечественного фондового рынка знает немало историй, когда решение по дивидендам было шоковой новостью для участников рынка. Какие-либо новости о дивидендах или изменении в дивидендной политике компании как правило создают на рынке большую

реакцию. Такие новости в лидерах по изменениям цен акций компаний в течении одной торговой сессии.

Разберём какие существуют общие положения, особенности расчета и распределения дивидендов. Перед тем как рассчитать и распределить дивиденды есть еще множество процессов и этапов, рассмотрим каждый из них.

1-й этап – определение экономического цикла компании на данный момент. На начальных стадиях развития компании, речь о выплате дивидендов даже не идёт, на этом этапе задача компании наоборот привлечь как можно больше ресурсов для развития бизнеса.

И уже когда компания начинает приносить стабильные и большие прибыли, встаёт вопрос об их распределении. Дивидендная политика становится актуальной именно в то время, когда компания уже зарабатывает приличные деньги, которые можно извлечь из бизнеса без вреда для него. Здесь и начинает иметь уже практическое значение дивидендная политика. При этом её формирование происходит еще на начальных стадиях создания бизнеса, а потом как правило неоднократно изменяется под существующие экономические реалии. Обычно крупные компании утверждают дивидендную политику на 3-5 лет после чего пересматривают её основные положения, для того чтобы она наиболее соответствовала текущему положению и развитию компании.

2-й этап – определение инвестиционных возможностей компании, оценка уровня платежеспособности предприятия. Здесь важно понимать, что у компании есть деньги, которая она может позволить себе направить на дивиденды без вреда для бизнеса.

3-й этап – выбор типа дивидендной политики.

Исходя из текущего цикла развития компании, всех преимуществ и недостатков, компания утверждает дивидендную политику, наиболее подходящую для достижения поставленных целей. О существующих типах дивидендных политик было написано выше.

4-й этап – определение денежной базы для выплат. Как правило есть две базы, из которых компании выплачивают дивиденды. Это чистая прибыль и свободный денежный поток. Свободный денежный поток – это количество денег, которое без вреда для компании можно извлечь из бизнеса. Именно денежный поток показывает сколько свободных денег на самом деле есть у компании на данный момент.

Чистая прибыль и денежный поток – это совсем разные вещи. Чистую прибыль еще называют «бумажной», потому что может быть такое, что компания имеет положительную чистую прибыль, но по факту терпит убытки. Это из-за специфики учётной политики компании и особенностей бухгалтерского учёта. Поэтому более целесообразно выплачивать дивиденды из свободного денежного потока, а не из чистой прибыли, но большинство российских компаний выплачивают дивиденды именно из чистой прибыли.

При этом дивиденды по привилегированным акциям определённых типов могут выплачиваться из специально предназначенных для этого фондов общества (подобно резервному фонду).

5-й этап – определение периодичности выплат. Как правило существуют 3 вида периодичности выплат дивидендов. Годовые, полугодовые, квартальные. Однако к ним добавляются и другие виды. Например, выплата за 9 мес. и за год. Также ещё сюда стоит отнести дополнительные внеочередные дивидендные выплаты.

6-й этап – определение уровня дивидендных выплат и размера дивиденда на акцию. Решение о выплате дивидендов принимается общим собранием акционеров. При этом размер дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества. Также определяется форма дивидендных выплат: денежные дивиденды, дивиденды акциями и другим имуществом, выкуп собственных акций.

Размер дивиденда определяется советом директоров, который объявляет о своем решении в определенный день, называемый «датой объявления дивидендов» (announcement date). В сообщении совета директоров говорится,

что выплата дивидендов будет производиться только акционерам, являющимися зарегистрированными держателями акций по состоянию на определенную дату, называемую «последней датой регистрации» (record date).

По правилам фондовой биржи акции должны торговаться с правом на дивиденд вплоть до наступления так называемой дивидендной отсечки или срока, именуемого «днем, когда акция теряет право на дивиденд» (ex-dividend date). После этой даты акции продаются без дивидендов. Дивиденды бывают «особыми» (labelled) или «обычными» (regular). В основном дивиденды бывают обычными. Обычные дивиденды чаще всего называются «дополнительными» (extra).

Также во многих компаниях в дивидендной политике существуют некоторые условия, неисполнение которых влечёт за собой невыплату дивидендов. Например, значение отношения чистого долга к EBITDA не должно превышать определенно установленного уровня. Если превышает, то дивиденды компания не выплачивает. У банков такими условиями являются определённые значения достаточности и ликвидности капитала.

Здесь еще стоит обратить на то, чтобы был произведен расчёт дивиденда именно на одну акцию. На первый взгляд кажется, что определение уровня дивидендных выплат и размера дивиденда на акцию означает одно и то же. Второй показатель получается при делении всей суммы дивидендных выплат на количество акций.

Однако некоторые компании используют одну лазейку и назначают только общий размер дивидендных выплат без привязки к дивиденду на одну акцию. И при этом делают дополнительную эмиссию акций, тем самым размывая капитал, и уменьшая дивиденд на одну акцию. Поэтому менее рискованной для акционеров формулировкой будет назначение размера дивиденда на одну акцию, так уменьшается риск подобных действий со стороны менеджмента, связанных с размытием капитала.

Стоит отметить, что существуют случаи, при которых компания не имеет права принимать решение о выплате дивидендов.

1) Если уставный капитал компании не оплачен полностью, в данном случае речь о выплате дивидендов идти не может.

2) Если во время принятия данного решения существуют признаки несостоятельности в соответствии с законодательством или если указанные признаки появятся в результате выплаты дивидендов;

3) Если на день принятия данного решения стоимость чистых активов компании менее (или будет менее в результате принятия решения) суммы уставного капитала, резервного фонда и величины превышения ликвидационной стоимости привилегированных акций над их номинальной стоимостью.

Таким образом, процедура проведения дивидендной политики выглядит следующим образом:

- Выбор типа дивидендной политики, наиболее соответствующий экономической ситуации компании

- Установление параметров дивидендных выплат: денежной базы расчетов, процента выплат, установление условий осуществления выплат и периодичности выплат;

- Рекомендация советом директоров общему собранию акционеров конкретных дивидендных выплат, установление их параметров: дата отсечки, дата выплаты;

- Утверждение дивидендов общим собранием акционеров.

## ГЛАВА 2. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЯ ДЛЯ УВЕЛИЧЕНИЯ ЕГО ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

### 2.1. Организационно-экономическая характеристика ПАО «Лукойл»

ЛУКОЙЛ — одна из крупнейших вертикально интегрированных нефтегазовых компаний в мире, на долю которой приходится более 2% мировой добычи и переработки нефти и около 1% доказанных запасов углеводородов. ЛУКОЙЛ в России – это 12% доказанных запасов нефти, 15% добычи нефти, 15% переработки нефти.

Разведка и добыча нефти и газа основной деятельностью компании. Она осуществляет разведку и добычу в 12 странах мира, основные работы сосредоточены в России, Средней Азии и на Ближнем Востоке. Основными конкурентными преимуществами являются:

- Масштабная ресурсная база;
- Низкая себестоимость добычи традиционных баррелей;
- Богатый опыт реализации крупных проектов;
- Технологическая экспертиза.

«Лукойл» осуществляет реализацию оптом и в розницу в 18 странах мира.

Доказанные запасы углеводородов «Лукойла» на конец 2018 года составляют 15,9 млрд. баррелей (2 место среди частных нефтегазовых компаний мира). Из них 12,1 млрд. баррелей жидкие углеводороды и 3,8 млрд. баррелей – газ. В России основными нефтедобывающими регионами являются Западная Сибирь, Тимано-Печора, Урал и Поволжье.

Добыча углеводородов в 2018 году составила 2,3 млн. баррелей в сутки. (2 место среди частных нефтегазовых компаний мира). Из них 1,8 млн. баррелей жидкие углеводороды, газ составляет остальные 0,5 млн. баррелей.

При условии уровня добычи в будущем на уровне 2018 году и без учёта появления новых месторождений, запасов углеводородов «Лукойлу» хватит еще на 19 лет. Переработка нефтяного сырья в 2018 году составила 1,4 млн. баррелей в сутки. Это более 60% от собственной добычи. Розничная реализация нефтепродуктов в 2018 году составила 15,1 млн. тонн.

По результатам геологоразведочных работ и эксплуатационного бурения в 2018 г. Компания прирастила 576 млн. баррелей. н. э. доказанных запасов. Наибольший прирост обеспечен за счёт эксплуатационного бурения в Западной Сибири и Тимано-Печоре. Рост среднегодовой цены на нефть, оптимизация систем разработки и программ геолого-технических мероприятий на действующих месторождениях, перевод условных ресурсов в запасы, в том числе в результате принятия окончательного инвестиционного решения по Ракушечному месторождению на Каспии и введения налога на добавленный доход для некоторых месторождений, привели к положительному пересмотру доказанных запасов в сумме 297 млн баррелей н.э. Негативное влияние на динамику запасов оказал пересмотр запасов по международным проектам, реализуемым на основе СРП и сервисных контрактов, в связи с ростом среднегодовых цен на углеводороды, а также в связи с изменением плана разработки проекта «Западная Курна-2».

За 2018 год компания ввела в разработку 3 новых месторождения на территории России, осуществила выход на проектную мощность месторождения им. В. Филановского и проектов в Узбекистане, начала бурение на второй очереди месторождения им. Ю. Корчагина на Каспии и эксплуатационного бурения на Балтике.

ПАО «Лукойл» осуществляет торговлю собственными и приобретёнными нефтью и нефтепродуктами в России, Европе, Юго-Восточной Азии, Центральной и Северной Америке и других регионах. Группе принадлежат сети АЗС в 18 странах мира. Основная часть этих АЗС расположена вблизи НПЗ Группы.

«Лукойл» имеет хорошо диверсифицированную структуру сбыта и торговли, которая включает в себя:

- Международный трейдинг – оптовая реализация собственных нефти и нефтепродуктов, снабжение собственных европейских заводов и сбытовых сетей. Дополнительная добавленная стоимость от торговли покупными углеводородами;

- Розничная реализация – доступ к конечному потребителю в различных регионах, дополнительная добавленная стоимость благодаря реализации премиальных топлив, возможность дополнительной диверсификации через продажу нетопливных товаров и услуг;

- Производство и реализация масел – компания имеет 34 производственных объекта, приоритетный канал сбыта, широкую продуктовую линейку и доступ к конечному потребителю;

- Морская и речная бункеровка – приоритетный премиальный канал сбыта с доступом к конечному потребителю в 20 портах в России и за рубежом;

- Авиазарядка – приоритетный премиальный канал сбыта, авиазарядка «в крыло» в 33 аэропортах России. Реализация авиатоплива в 2018 году составила 3,2 млн. т. Из них 70% – доля реализации «в крыло»;

- Электроэнергетика – выработка тепловой и электрической энергии с использованием природного газа, рациональное использование попутного газа, обеспечение дешевой энергией собственных производственных мощностей, доступ к конечному потребителю. Мощность коммерческой и обеспечивающей генерации на начало 2019 года равен 6,4 ГВт;

- Возобновляемые источники энергии – преобразование энергии солнца, ветра и воды в электрическую и тепловую энергию. 395 МВт – мощность генерации на возобновляемых источниках энергии.

На рис. 2.1 представлена структура сбытовой сети компании по регионам. Наибольшая доля в 49% приходится на Россию, 40% на Европу, 6% на страны дальнего зарубежья и 5% на США.

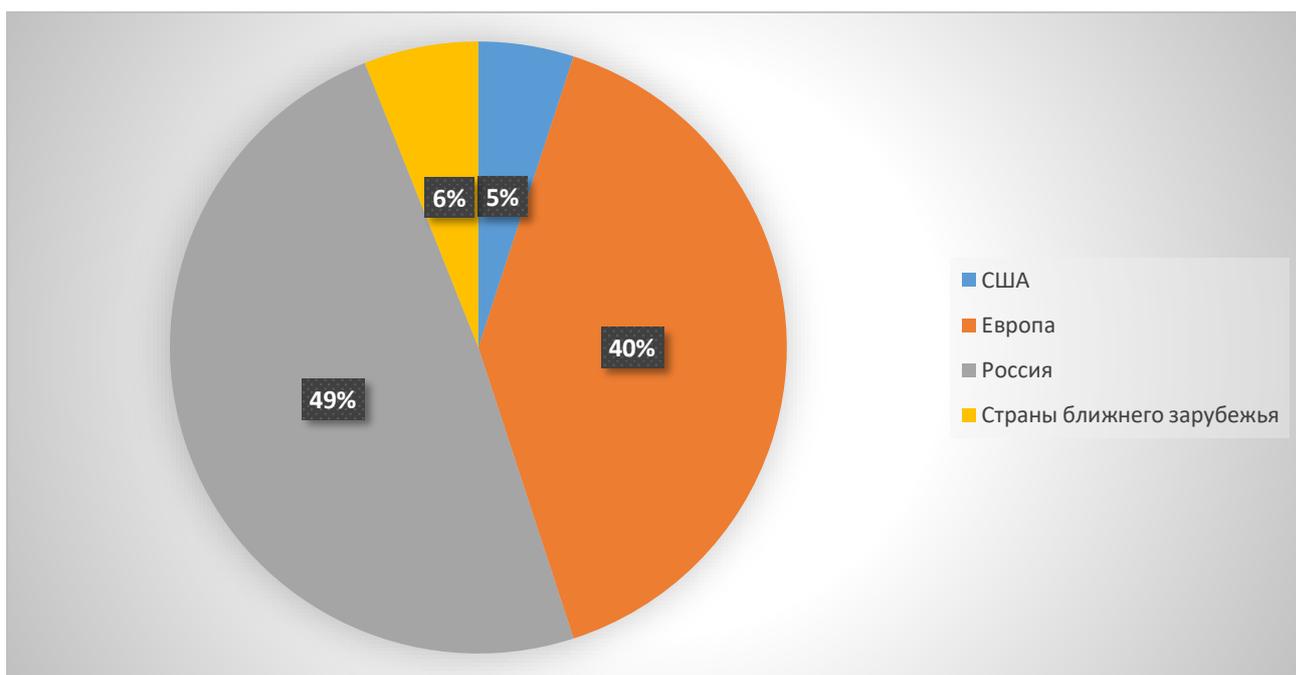


Рис. 2.1. Структура сбытовой сети «Лукойл» по регионам

На 31.12. 2018 года «Лукойл» имеет 5,2 тыс. АЗС. Благодаря росту спроса и эффективному маркетингу среднесуточная реализация на одну АЗС выросла на 6%, до 10,7 т/сут, включая рост до 13,8т/сут. в России. Доля топлива ЭКТО (топливо с улучшенными эксплуатационными и экологическими свойствами, соответствующее требованиям стандарта ЕВРО-5) в суммарном объёме розничных продаж составляет 63%, а по сравнению с прошлым годом объём продаж ЭКТО увеличился на 12,3% и составил 9,6 млн. т. Объём продаж фирменных масел вырос на 2%, до 594 тыс. т, благодаря развитию продуктовой линейки. Валовая прибыль от нетопливных продаж выросла на 20%, до 14 млрд. руб. по сравнению с показателем 2017 года.

ЛУКОЙЛ первым в России выпустил топлива уровня «Евро-4», «Евро-5», а также первым разработал топлива с улучшенными эксплуатационными и экологическими свойствами под брендом «ЭКТО». Компании принадлежат бренды: топливо ЭКТО 100, масла GENESIS, экологичное топливо ЕВРО. Бензин данного класса позволяет сократить выбросы сажи и окисей азота бензиновыми автомобилями на 25%. Дизельное топливо, соответствующее

стандарту Евро-5, позволяет снизить выбросы сажи на 80%, а окисей азота — на 20%.

В 2018 году «Лукойл» значительно преуспел в запуске новых инфраструктурных объектов. Благодаря запуску второй добывающей платформы, а также применению самых современных технологий бурения и заканчивания скважин, в рекордно короткие сроки на проектную мощность «Лукойлу» удалось вывести своё флагманское месторождение им. Владимира Филановского на Каспии. Добыча на месторождении выросла по сравнению с 2017 годом на 32%, а его вклад в суммарную добычу нефти ЛУКОЙЛа составил 7%. Также был запущен и выведен на проектную мощность Кандымский газоперерабатывающий комплекс мощностью 8 млрд куб. м газа в год. Это проект мирового уровня, в строительстве которого на пике было задействовано 9 тыс. человек. Благодаря запуску новых мощностей суточная добыча газа в Узбекистане вышла на проектный уровень, а суммарная добыча за 2018 год на 67% превысила показатель 2017 года.

В 2018 году в рамках программы НИОКР в бизнес-сегменте «Разведка и добыча» велись исследования по совершенствованию технологий бурения, разработке месторождений, повышению нефтеотдачи пластов, разработке трудноизвлекаемых запасов. В бизнес-сегменте «Переработка, торговля и сбыт» велись исследования в области разработки современной смазочной и нефтехимической продукции, моторных масел, присадок, растворителей, очистителей и т. д., модернизации технологической схемы производства битумов и оптимизации работы установок очистки углеводородов в целях снижения воздействия на окружающую среду.

«Лукойл» разделяет принципы глобального договора ООН и социальной хартии российского бизнеса и стремимся обеспечивать самые высокие стандарты охраны окружающей среды и промышленной безопасности.

Так главным достижением 2018 года в области снижения воздействия на окружающую среду стало повышение уровня рационального использования попутного нефтяного газа (ПНГ) до рекордных 97,4% по Группе в результате

проведения последовательной работы по модернизации, реконструкции и вводу новых объектов рационального использования ПНГ. Выбросы загрязняющих веществ в атмосферу в российских организациях Группы снижены на 14%, до 433 тыс. т, прямые выбросы углекислого газа в атмосферу сокращены на 4%, до 29,99 млн. т. CO<sub>2</sub>-экв.

Благодаря повышению контроля за соблюдением требований промышленной безопасности и охраны труда, проведению комплексных учений и повышению требований к подрядным организациям, аварий на опасных производственных объектах допущено не было.

В сфере управления персоналом с целью усиления мотивация работников на достижение стратегических целей внесены изменения в свод КПД. Разработан ряд цифровых проектов в части управления эффективностью персонала. Доля работников, прошедших обучение, увеличена до 73% от среднесписочной численности персонала, количество пройденных электронных курсов увеличилось на 30%. В 2018 году с учетом лучших международных практик и стандартов утвержден новый Кодекс деловой этики ПАО «ЛУКОЙЛ». В Кодексе в том числе нашли отражение принципы социальной ответственности, закрепленные конвенциями ООН и Международной организацией труда.

На 2019 год и среднесрочную перспективу «Лукойл» ставит следующие задачи:

Проведение геолого-разведочных работ в районе имеющихся месторождений и в перспективных регионах в целях восполнения ресурсной базы;

- Развитие проектов роста: наращивание добычи высоковязкой нефти и нефти из низкопроницаемых коллекторов, обустройство новых месторождений на Каспии и Балтике, реализация новых планов по добыче на зрелых месторождениях, поддержание полки добычи на ранее введенных крупных месторождениях. Сокращение темпов падения добычи на зрелых месторождениях;

- Реализация программ повышения эффективности, развитие технологических компетенций в области разработки сложных запасов;
- Снижение воздействия на окружающую среду;
- Содействие социально-экономическому развитию регионов присутствия
- Улучшение условий труда работников, повышение качества обучения, практической подготовки и проверки знаний персонала, реализация программ цифровизации;
- Повышение эффективности использования кадрового потенциала, совершенствование системы ротации персонала.

Основные финансовые показатели «Лукойл» (таблица 2.1) показывают положительную динамику. Выручка в 2017 году выросла на 13,58%, в 2018 году на приличные 35,35%. Рост обусловлен увеличением цен на углеводороды, девальвацией рубля, ростом объемов трейдинга нефти, а также увеличением объемов реализации газа.

Выручка ТТМ (Trailing Twelve Months) по завершению 1 кв. 2019 года находится на своём максимальном значении (рис. 2.2). Чистая прибыль компании в 2017 году выросла почти на треть и составила 399,4 млрд. руб., а в 2018 году выросла и вовсе на 55%, EBITDA в 2017 году выросла на 13,8% или более чем на 100 млрд. руб. в абсолютном выражении, а в 2018 на 34% или на 283,4 млрд. руб., достигнув значения в 1115 млрд. руб.

Свободный денежный поток (FCF) в 2018 году составил 555 млрд. руб., увеличившись на 124,8% по сравнению с 2017 годом. Рост связан с увеличением операционного денежного потока до изменения рабочего капитала и снижением капитальных затрат. Также значительно уменьшилась долговая нагрузка. Очень показательным является планомерное уменьшение долга из года в год. Так долг уменьшился на 11,77% в 2017 году и на 13,2% в 2018 году.

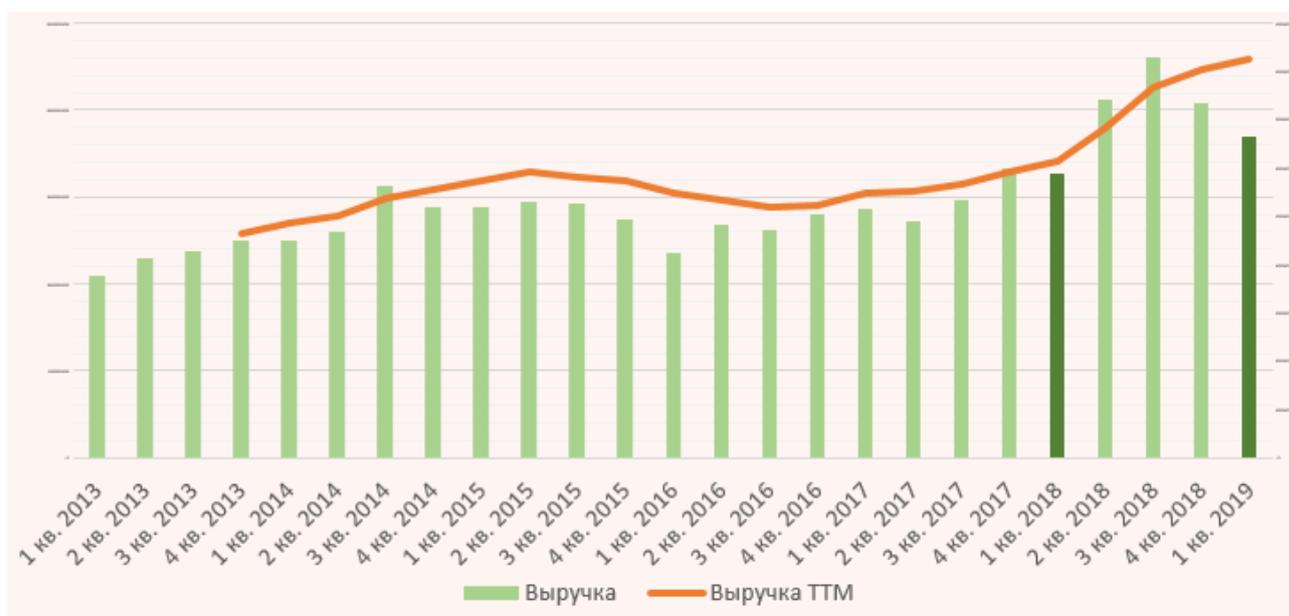


Рис. 2.2. Динамика выручки

Таблица 2.1

Финансовые показатели Лукойл за 2016-2018 гг.

Показатель	2016	2017	2018
Выручка, млрд руб	5 227	5 937	8036
ЕВИТДА, млрд руб	730,7	831,6	1115
Чистая прибыль, млрд руб	303,8	399,4	621
FCF, млрд руб	255,1	247,0	555,1
Чистые активы, млрд руб	3 221	3 483	4066
Опер. расходы, млрд руб	456,4	456,8	464,5
CAPEX, млрд руб	497,1	511,5	451,5
Долг, млрд руб	698,6	616,4	535
рентаб ЕВИТДА, %	14,0%	14,0%	13,9%
чистая рентаб, %	5,8%	6,7%	7,7%
долг/ЕВИТДА	0,60	0,34	0,04

Рентабельность по ЕВИТДА сохраняется на уровне около 14% на протяжении 2016-2018 гг., а в 1 кв. 2019 года выросла до 15% (рис. 2.3), это лучшее значение с 2 кв. 2015 года. Чистая рентабельность имеет положительную динамику на всём исследуемом периоде с 2016 по 2018 год, демонстрируя значения 5,8%, 6,7% и 7,7% соответственно. Показательным является тот факт, что темпы роста чистой прибыли выше темпов роста

ЕБИТДА, а они в свою очередь превышают темпы роста выручки, выполнение этих двух неравенств говорит об эффективном развитии компании. ЕБИТДА на одну акцию (рис. 2.5) также демонстрирует максимальные значения. Она составила 1810 руб. на акцию в 1 кв. 2019 года и выросла по сравнению с 4 кв. 2018 года на 8,9%. Это связано с увеличением самой ЕБИТДА в абсолютном выражении, а также с уменьшением общего количества акций компании.

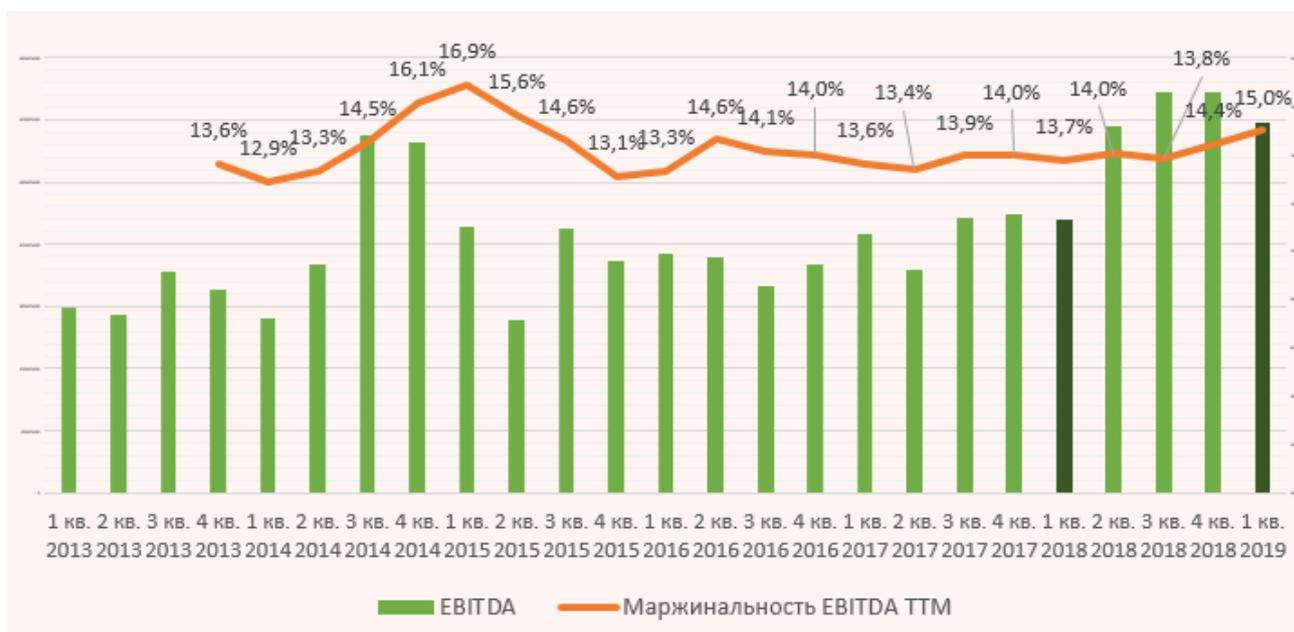


Рис. 2.3. Динамика ЕБИТДА и маржинальности ЕБИТДА

На рис. 2.4. представлена структура ЕБИТДА по направлениям деятельности в 2018 году. 62% ЕБИТДА составляет разведка и добыча в России, 20% – торговля, переработка и сбыт в России, 13% – разведка и добыча за рубежом, и 5% – переработка, торговля и сбыт за рубежом. При этом расходы на корпоративный центр и прочее, которые уменьшают ЕБИТДА составили в 2018 году 37 млрд. руб.

Капитальные затраты за 2018 год составили 451,5 млрд. руб., что на 11,7% ниже, чем в 2017 году. Снижение в основном обусловлено сокращением инвестиций в газовые проекты в Узбекистане в связи с завершением основных строительных работ, что было частично нивелировано ростом капитальных затрат в бизнес-сегменте «Переработка, торговля и сбыт» ввиду начала

строительства комплекса замедленного коксования на НПЗ в Нижнем Новгороде.

Коэффициент долг/ЕВITDA снизился с 0,60х до 0,34х. в 2017 году, а в 2018 и вовсе составил рекордные 0,04х. Что является очень показательным значением и соответствует высокому уровню финансовой устойчивости компании.

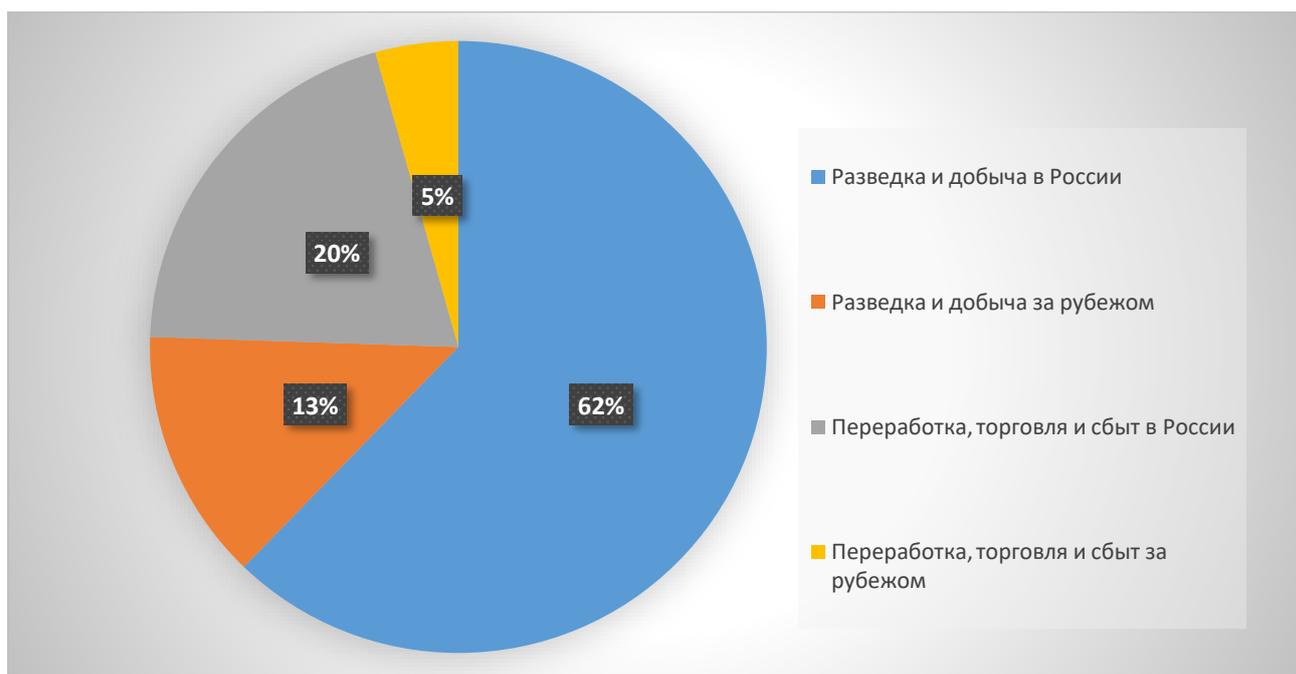


Рис. 2.4. Структура EBITDA в 2018 году

Таблица 2.2

Производственные показатели Лукойл за 2016-2018 гг.

Показатель	2016	2017	2018
Добыча нефти, млн. т.	92.0	87.0	87.4
Переработка нефти, млн. т.	66.1	67.2	67.3
Добыча газа, млрд м <sup>3</sup>	20.3	28.8	33.5

Из таблицы производственных показателей (таблица 2.2) можно увидеть, что добыча нефти снизилась на 5% в 2017 году и остаётся на стабильном уровне в 2018 году. Прежде всего это связано с низкими ценами

на нефть в этом периоде. При этом объёмы переработки нефти в 2017 году даже выросли на 1,5% и остались на этом уровне и в 2018 году. Уменьшение добычи нефти было компенсировано увеличением добычи газа. В 2017 году объём добычи газа вырос на 41,9% и составил 28,8 млрд. м<sup>3</sup>, а в 2018 году вырос на 16,3% до 33,5 млрд. м<sup>3</sup>. Таким образом, снизившейся уровень добычи нефти, был компенсирован более значительным ростом объёмов добычи газа.

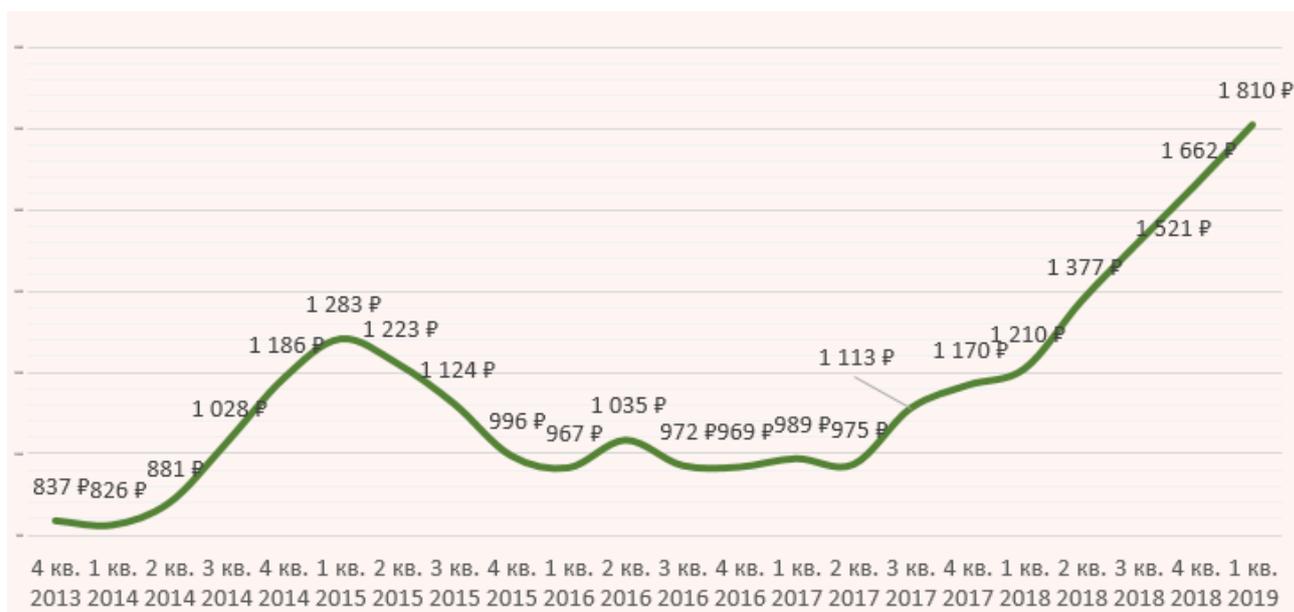


Рис. 2.5. EBITDA на одну акцию

Таблица 2.3

### Эффективность использования трудовых ресурсов Лукойл

Показатель	2016	2017	2018
Расх. на персонал, млрд руб	185,3	164,4	199,5
Персонал, чел	105 500	103 600	102 500
Выручка/чел, млн руб	49,5	57,3	77,6

В данных по эффективности использования трудовых ресурсов (таблица 2.3) есть положительная тенденция увеличения выручки на одного человека, при незначительном снижении персонала расходы на него выросли, что свидетельствует о повышении уровня заработной платы на предприятии.

В сфере повышения эффективности и сокращения затрат в 2018 году компании удалось добиться снижения удельных затрат на добычу на 2%, затрат на бурение в России на 5%. При этом осуществляется полное сохранение ресурсной базы. 101% – выполнение добычи жидких углеводородов приростом доказанных запасов.

Таким образом, проанализировав, основные показатели деятельности, можно сказать, что на сегодняшний день «Лукойл» является крупнейшей компанией в России с высокой финансовой устойчивостью, а также показывает улучшение показателей эффективности, при сложившейся рыночной конъюнктуре.

## 2.2. Оценка стоимости ПАО «Лукойл» методом дисконтированных денежных потоков

Расчетные будущие поступления денежных средств от добычи углеводородов определяются на основе применения средних двенадцатимесечных цен на нефть и газ, а также обменных курсов на конец каждого отчетного периода к объемам чистых расчетных доказанных запасов на конец этого периода. Изменения цен в будущем ограничиваются изменениями, оговоренными в контрактах, действующих на конец каждого отчетного периода. Будущие затраты на разработку и добычу представляют собой расчетные будущие затраты, необходимые для разработки и добычи расчетных доказанных запасов на конец года на основе индекса цен на конец года и при допущении, что в будущем будут те же экономические условия, которые действовали на конец года.

Предполагаемые суммы налога на прибыль будущих периодов рассчитываются путем применения налоговых ставок, действующих на конец отчетного периода. Эти ставки отражают разрешенные вычеты из налогооблагаемой прибыли и налоговые кредиты и применяются к расчетным

будущим чистым потокам денежных средств до налогообложения (за вычетом налоговой базы соответствующих активов).

Оценки доказанных объемов запасов не являются точными и изменяются по мере поступления новых данных. Более того, вероятные и возможные запасы, которые в будущем могут перейти в категорию доказанных, из расчетов исключаются.

Таблица 2.4

Выручка от реализации в 2018 году и прогнозном периоде  
2019-2022 гг.

Показатель, в млрд. руб.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Выручка от реализации	8 036	8 165	7 996	7 825	7 985
От продажи нефти	2 714	2 754	2 673	2 591	2 733
На международном рынке	2 602	2 655	2 569	2 483	2 626
В СНГ	64	54	57	60	59
В России	48	45	47	48	48
От продажи нефтепродуктов	4 899	4 985	4 895	4 813	4 827
В России	938	912	940	963	989
На мировом рынке	3 961	3 959	3 955	3 850	3 838
От продажи нефтехимии	114	114	115	114	115
На международном рынке	68	69	70	69	70
В России	46	45	45	45	45
От продажи газа	146	146	144	139	139
От продажи энергии и сопутствующих услуг	71	72	74	74	77
Прочие продажи	92	94	95	94	94
На международном рынке	46	47	48	47	47
В России	46	47	47	47	47

Рассчитаем входящие денежные потоки выручки от реализации в 2018 году и прогнозный период 2019-2022 гг. (таблица 2.4). Для определения прогнозных показателей взяты прогнозные значения по годам основных макроэкономических показателей: уровня инфляции, курса доллара и евро к рублю, стоимость барреля нефти марок Brent и Urals.

В 2018 году 6741 млрд. руб. выручки компания получила от международных продаж. Это 83,88% от общей выручки. Из этого следует

вывод, что компания является крупным экспортёром и для нее выгоден слабый рубль.

Рассчитаем затраты и расходы компании в 2018 году и прогнозный период 2019-2022 гг. (таблица 2.5).

Таблица 2.5

Определение затрат и расходов в 2018 году и прогнозный период  
2019-2022 гг.

Показатель, в млрд. руб.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Операционные расходы	464	487	509	537	560
Стоимость приобретённых нефти, газа и продуктов их переработки	4 534	4 486	4 197	3 931	3 890
Транспортные расходы	270	245	252	256	257
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	192	202	210	218	227
Износ и амортизация	343	397	427	448	545
Налоги (кроме налога на прибыль)	900	935	974	1 052	1 077
НДПИ	837	871	907	983	1005
Социальные налоги и отчисления	33	33	35	36	37
Налог на имущество	25	26	27	28	30
Прочие налоги и отчисления	5	5	5	5	5
Акцизы и экспортные пошлины	557	588	604	566	615
Затраты на геологоразведочные работы	4	24	28	28	28
Итого	7 264	7 364	7 201	7 036	7 199

Объединим полученные значения выручки от реализации, затрат и расходов в одну таблицу совокупных доходов компании с добавлением в неё финансовых доходов и расходов, доли в прибыли компаний, учитываемых по долевному участию, финансового результата по курсовым разницам и прочих доходов и расходов (таблица 2.6).

Когда мы определили денежные потоки, произведём расчёт ставки дисконтирования по модели CAPM. Для этого нам нужны три вводных: безрисковая ставка, премия за акционерный риск и бета-коэффициент. Найдём каждый из них, и поместим полученные значения в таблицу 2.7.

Для того чтобы определить безрисковую ставку необходимо взять ставку 10-ти летних облигаций федерального займа и вычесть из неё дефолт-спред для России. Почему именно 10-ти летние? Условно подразумевается, что денежные потоки бесконечны, тогда правильнее взять значение ставки самых долгих государственных облигаций, но по 10-ти летним облигациям больше данных и они более ликвидны. Чем новее данные, тем оценка более правильная. На момент написания работы ставка по 10-ти летним государственным облигациям составляет 7,96%.

Таблица 2.6

Определение совокупных доходов (МСФО) в 2018 году и на  
прогнозный период 2019-2022 гг.

Показатель, в млрд. руб.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Выручка	8 036	8 165	7 996	7 825	7 985
Затраты и прочие расходы	(7 264)	(7 364)	(7 201)	(7 036)	(7 199)
Прибыль от основной деятельности	772	801	795	789	786
Финансовые доходы	20	17	17	17	17
Финансовые расходы	(38)	(37)	(38)	(37)	(38)
Доля в прибыли компаний, учитываемых по методу долевого участия	25	21	23	22	23
Прибыль/убыток по курсовым разницам	34	(7)	16	20	22
Прочие внеоперационные доходы/расходы	(39)	(37)	(38)	(37)	(12)
Прибыль до налога на прибыль	773	764	775	774	798
Эффективная ставка налогообложения, %	19,65	19,65	19,65	19,65	19,65
Итого расход по налогу на прибыль	(152)	(150)	(152)	(152)	(157)
Чистая прибыль	621	614	623	622	641

Дефолт-спред для страны возьмем из данных профессора финансов Нью-Йоркского университета, одного из самых авторитетных источников в корпоративных финансах Асвата Дамодарана. Он ежегодно рассчитывает дефолт-спреды и премии за акционерный риск (Equity Risk Premium) для каждой страны. Дефолт-спред для России по данным Дамодарана составляет

2,89%. Теперь для того, чтобы получить безрисковую ставку вычтем это значение из ставки 10-ти летних ОФЗ. Безрисковая ставка = 7,96% - 2,89% = 5,07%.

Премия за акционерный риск (Equity Risk Premium) – это премия, которую инвесторы взимают за инвестирование в среднестатистическую акцию, если хотят получить доходность выше безрисковой ставки. По сути ERP – это цена за единицу акционерного риска. По данным профессора Дамодарана ERP составляет для России 8,90%. Бета-коэффициент равен 1,06.

Таблица 2.7

## Расчёт ставки дисконтирования

Безрисковая ставка, %	5,07
Премия за риск, %	8,90
Бета-коэффициент	1,06
Налоговая ставка	19,65
САРМ, %	14,5
Весь капитал	5 725
Акционерный капитал, млрд. руб.	4 066
Стоимость капитала, % в год	14,5
Доля в капитале, %	71,02
Заёмный капитал, млрд. руб.	1 659
Стоимость заёмного капитала, % в год	8,4
Доля заёмного капитала, %	28,98
WACC, %	12,25

За ставку дисконтирования в модели дисконтированных денежных потоков будет взята средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC). Для собственного акционерного капитала компании стоимостью капитала будет ставка по модели САРМ. Ставка дисконтирования по модели САРМ с учётом всех рассчитанных вводных данных равна:  $5,07\% + 1,06 * 8,9\% = 14,5\%$ .

## Расчёт стоимости заёмного капитала

Ставка купона облигационного выпуска, %	Сумма выпуска в млрд. долл. США	Доля выпуска в общем объеме, %	Средневзвешенное значение, %
4,75	1	21,74	1,033
4,563	1,5	32,61	1,487
6,125	1	21,74	1,329
7,25	0,6	13,04	0,9425
6,656	0,5	10,87	0,722
Итого:	4,6	100	5,51

Для того чтобы определить стоимость заёмного капитала возьмём параметры выпусков облигаций «Лукойла» и определим средневзвешенную стоимость заёмного капитала (таблица 2.8). Из неё следует, что стоимость заёмного капитала для «Лукойла» составляет 5,51% в долларах, для того чтобы перевести это значение в ставку в рублях, добавим к ставке в долларах значение дефолт-спреда для России.  $5,51\% + 2,89\% = 8,4\%$ .

Таким образом стоимость заёмного капитала в рублях составляет 8,4%. Из данных о пассивах бухгалтерского баланса компании определим количество и соотношение собственного и заёмного капитала. У «Лукойла» оно составляет: собственный капитал 4066 млрд. руб. или 70,21%. Заёмный капитал: 1659 млрд. руб. или 28,98%.

Теперь рассчитаем WACC:  $14,5\% * 0,7021 + 8,4\% * 0,2898 * (1 - 0,1965) = 12,25\%$ . Это значение и будет ставкой дисконтирования.

В таблице 2.9 мы произведём расчёт дисконтированных денежных потоков. Возьмём операционную прибыль, вычтем из нее налоги по эффективной ставке, а не по маржинальной. Получаем значение посленалоговой операционной прибыли (NOPLAT).

Далее из NOPLAT вычитает чистые капиталовложения, которые равны сумме капитальных затрат за вычетом амортизации. А также вычитаем изменение оборотного капитала, которое определяется по формуле:

Дебиторская задолженность + запасы – кредиторская задолженность. И теперь считаем изменение оборотного капитала к показателю предыдущего года. В итоге получили денежный поток, который дисконтируем по ставке WACC. Получаем дисконтированный денежный поток и его сумму, которая равна 1798,3 млрд. руб.

Таблица 2.9

## Расчёт дисконтированного денежного потока

Показатель, в млрд. руб.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Операционная прибыль/убыток	772	801	795	789	786
Ставка налога на прибыль	19,65	19,65	19,65	19,65	19,65
NOPLAT	620	644	639	634	632
Амортизация	343	397	378	403	411
Капитальные затраты	451,5	471	487	496	505
Дебиторская задолженность	430	539	554	564	570
Кредиторская задолженность	547	469	482	484	496
Запасы	382	402	414	423	425
Собственный оборотный капитал	265	472	486	503	509
Изменение оборотного капитала	8	208	14	17	6
Денежный поток	503,5	362	496	524	532
Коэффициент дисконтирования	1	0,8775	0,755	0,6325	0,51
Дисконтированный денежный поток	503,5	317,6	374,5	331,4	271,3
Суммарный денежный поток					1 798,3

Общее значение оценки стоимости компании складывается из двух составляющих:

- сумма дисконтированных денежных потоков
- дисконтированная остаточная стоимость предприятия.

Проведём расчет остаточной стоимости компании по модели Гордона, так как данный способ расчёта наиболее подходит для компании «Лукойл». В ней предполагается, что стратегия развития бизнеса не изменится.

По модели Гордона остаточная стоимость равна:  $V_{ост} = CF_n * (1+g)/(R-g)$ , где:  $V_{ост}$  – остаточная стоимость бизнеса;

$CF_n$  – денежный поток за последний год прогнозного периода;

$R$  – ставка дисконтирования;

$g$  – долгосрочные темпы прироста.

Денежный поток за последний год прогнозного периода равен 532 млрд. руб., ставка дисконтирования WACC 12,25%.

За долгосрочный темп прироста берём значение безрисковой ставки 5,07%. Это обусловлено тем, что безрисковая ставка включает в себе ожидаемую инфляцию и ожидаемый реальный темп прироста экономики страны, учитывая то, что ни одна компания не может расти в долгосрочном периоде темпами выше чем экономика страны в целом, значит безрисковая ставка наиболее точно определяет темпы прироста компании.

$$V_{\text{ост}} = 532 * (1+0,0507) / (0,1225-0,0507) = 7785 \text{ млрд. руб.}$$

$$\text{Теперь дисконтируем полученную стоимость: } PV = V_{\text{ост}} / (1+R)^n.$$

Так как в расчётах мы вычисляли свободный денежный поток для фирмы, то дисконтируем по средневзвешенной стоимости капитала. N – последний прогнозируемый год, в данном случае n = 4.

$$PV = 7785 / (1+0,1225)^4 = 4903,6 \text{ млрд. руб.}$$

К приведённой остаточной стоимости прибавляем дисконтированный денежный поток:  $4903,6 + 1798,3 = 6701,9$  млрд. руб. Теперь прибавляем к этому значению денежные средства и их эквиваленты и вычитаем сумму краткосрочных и долгосрочных обязательств:  $6701,9 + 492,6 - 1658,8 = 5535,7$  млрд. руб.

Таким образом, оценка стоимости компании «Лукойл» методом дисконтированных денежных потоков составляет 5535,7 млрд. руб. Количество акций компании 750 млн. штук. Следовательно, прогнозная цена акции составляет 7381 рубль. Потенциал роста, исходя из текущих цен составляет 40%. Инвестиционная рекомендация «покупать».

### 2.3. Анализ дивидендной политики ПАО «Лукойл»

Проведём анализ использования прибыли и дивидендных выплат в 2016-2018 гг. Начнём с того, какие существуют способы распоряжения чистой

прибылью. Любая компания может распорядиться деньгами следующими способами:

- использовать их в своей основной деятельности;
- положить на депозит (или купить облигации);
- использовать для приобретения другого бизнеса (M&A);
- выплатить акционерам в виде дивидендов или через бай-бэк.

Депозит (или облигации) могут использоваться только как краткосрочное

решение. Иначе лучше вернуть деньги акционерам, которые сами примут решение, как их использовать.

Эффективность использования денег в своем бизнесе характеризует такой параметр как ROE – рентабельность собственного капитала, который определяется как прибыль (E), деленная на размер собственных средств (BV).

Вопрос об участии в другом бизнесе (M&A) – это вопрос оценки доходности такого вложения и возможной выгоды от объединения.

Бай-бэк – это выкуп компанией своих же акций, другими словами приобретение своего же бизнеса, который для такого покупателя максимально понятен. Также бай-бэк можно рассматривать как возврат денег акционерам, так как это действие создаёт спрос на акции, которые после этого растут в цене.

Более подробно процедуру обратного выкупа разберём позже, а сейчас остановимся на дивидендах, их ключевых особенностях, коснёмся основных принципов дивидендной политики ПАО «Лукойл» и проанализируем дивидендные выплаты компании за 2016-2018 гг.

Выплата дивидендов акционерам исторически является приоритетом ПАО «ЛУКОЙЛ». В течение вот уже 20 лет компания непрерывно наращивает размер дивиденда на акцию. Начиная с 2012 года, ЛУКОЙЛ выплачивает дивиденды денежными средствами дважды в год – по итогам 9 месяцев (промежуточные) и по итогам финансового года.

Основные принципы дивидендной политики:

- приоритетность дивидендных выплат при распределении денежных потоков;

- обязательство направлять на выплату дивидендов не менее 25% консолидированной чистой прибыли по Международным стандартам финансовой отчетности, которая может быть скорректирована на разовые расходы и доходы;

- стремление ежегодно повышать размер дивиденда на одну акцию не менее чем на уровень рублевой инфляции за отчетный период.

Параметры дивидендных выплат «Лукойла» представлена в таблице 2.10, так дивидендные выплаты в абсолютном выражении выросли на 10,2% и 2,5% в 2017 и 2018 годах соответственно. Дивидендный доход при этом в 2018 году уменьшился за счёт роста курсовой стоимости акций на бирже.

Таблица 2.10

Параметры дивидендных выплат «Лукойл» за 2016-2018 гг.

Показатель	2016	2017	2018
Див.выплата, млрд руб	165,9	182,9	187,5
Дивиденд, руб/акцию	195	215	250
Див доход, ао, %	5,7%	6,4%	4,8%
EPS, руб	357,2	469,6	825,6
FCF/акцию, руб	299,9	290,4	740,1

EPS (Earnings Per Share – доход на акцию) показывает сколько рублей прибыли компания заработала за период на одну акцию.  $EPS = (\text{Прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}) / \text{количество обыкновенных акций}$ ). EPS «Лукойла» в рассматриваемом периоде показывает впечатляющие темпы прироста в 2017 году вырос на 31,47% и на 75,8% в 2018 году.

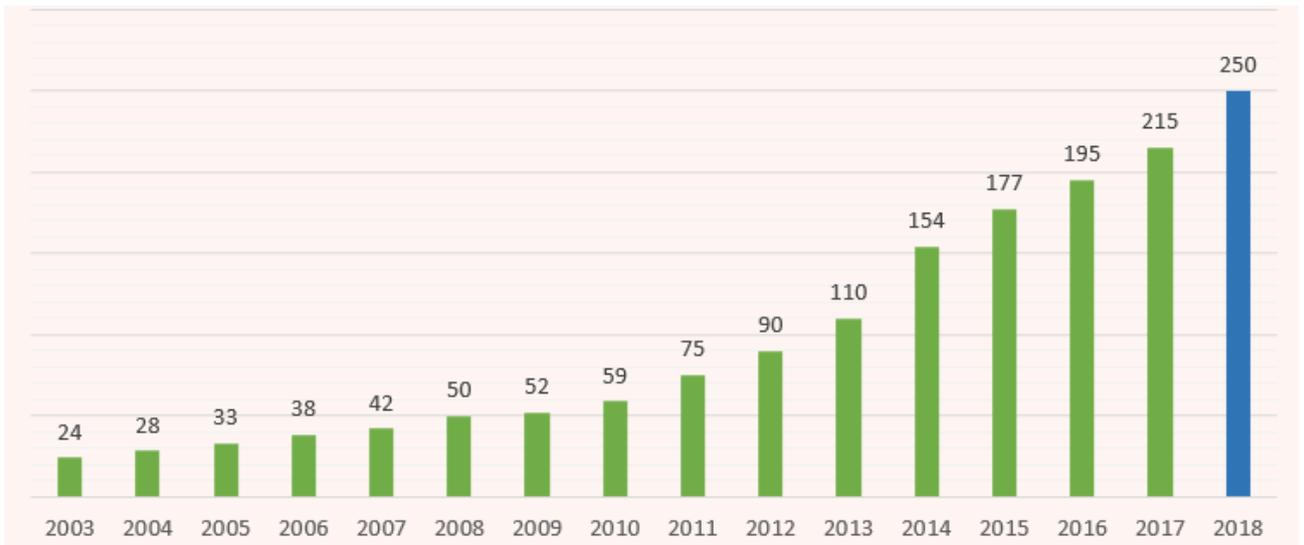


Рис. 2.6. Дивиденд на обыкновенную акцию

На рис. 2.6 показана динамика выплаченного дивиденда на одну обыкновенную акцию. В 2017 году прирост составил 10,26%, в 2018 году 16,28%. Из этого следует, что «Лукойл» чётко выполняет свои обязательства перед акционерами и следует своей дивидендной политике.

В частности, в пункте о ежегодном увеличении дивидендов как минимум на величину инфляции. Так в 2017 году инфляция в России по данным Росстата составила 2,52%, а в 2018 году 4,27%. Можно с разной степенью доверия относиться к этим данным Росстата, но если допустить, что реальная инфляция могла быть в 1,5-2 раза больше, то даже в этом случае «Лукойл» увеличивал дивиденды еще больше, чем в самом пессимистичном сценарии по инфляции.

Также «Лукойл» назначает размер дивиденда на одну акцию, в отличие от некоторых компаний, которые назначают только общую сумму дивидендных выплат, и параллельно с этим проводят дополнительную эмиссию акций, тем самым размывая капитал, и уменьшая дивиденд на одну акцию. Даже в этом аспекте «Лукойл» проводит прозрачную для акционеров дивидендную политику.

На рис. 2.7 показана доля дивидендов в чистой прибыли в % и дивидендная доходность. Из графика следует, что темпы прироста чистой прибыли опережают темпы прироста дивидендов. Так в 2016 году на дивиденды было направлено 55% чистой прибыли, в 2017 году 46%, в 2018 году 30%. При том, что в абсолютном значении прибыль значительно выросла и вырос размер дивиденда на акцию в рублях (рис. 2.5), то дивидендная доходность осталась на уровне 5-6%.

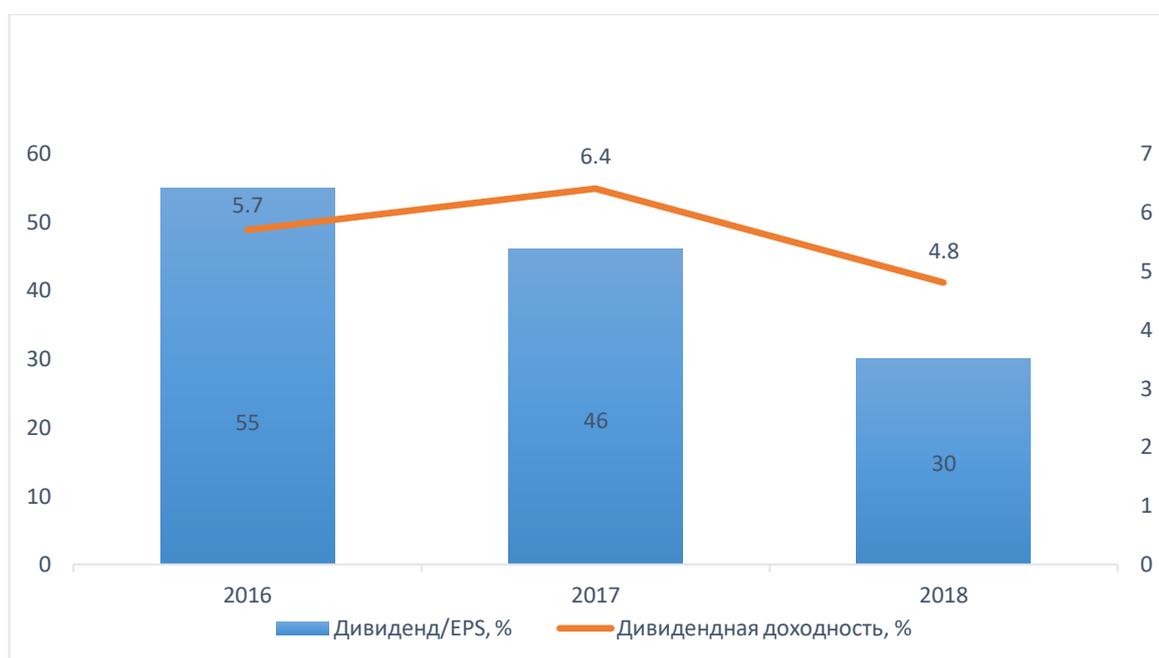


Рис. 2.7. Доля дивидендов в чистой прибыли

ПАО «Лукойл» добросовестно выполняет положения дивидендной политики и является одним из лидеров российского рынка публичных компаний по работе с инвесторами и улучшениями своей инвестиционной привлекательности «Лукойл». И на этом не останавливается, а проводит и другие действия для увеличения инвестиционной привлекательности компании, например, обратный выкуп акций.

Бай-бэк (обратный выкуп акций) – это корпоративное действие, позволяющее повысить эффективность акционерного общества. Объявление

обратного выкупа акций, как правило, свидетельствует о высокой экономической и корпоративной квалификации менеджмента и собственников. В западной практике это явление очень распространено из-за более высокого качества корпоративного управления. Там компании умеют не только привлекать средства на развитие, но и возвращать их акционерам, если это повышает эффективность бизнеса.

В России для многих компаний, особенно из сырьевого сектора, может быть целесообразно проводить обратные выкупы акций. Так как очевидно несоответствие очень низкой курсовой стоимости акций и финансовых результатов компаний, что отражается в их показателе P/BV, а также в соотношении ROE и рыночных процентных ставок. Но только наиболее продвинутые компании решаются на такие действия.

В соответствии с решением, принятым на внеочередном Общем собрании акционеров 24 августа 2018 г., 1 ноября 2018 г. состоялось погашение 100 563 тыс. обыкновенных акций Компании, в результате чего общее количество выпущенных обыкновенных акций сократилось до 750 млн. штук. Во второй половине 2018 г. в рамках программы обратного выкупа компания приобрела на открытом рынке 12740 тыс. обыкновенных собственных акций на общую сумму 62916 млн. руб.

30 августа 2018 года ПАО «ЛУКОЙЛ» объявило о начале обратного выкупа акций Компании, в том числе в форме депозитарных расписок, на открытом рынке на общую сумму до 3 млрд. долларов.

Срок действия Программы – с 3 сентября 2018 года по 30 декабря 2022 года. Приобретение акций в рамках Программы осуществляется компанией LUKOIL SECURITIES LIMITED (100% -ным дочерним обществом Компании) на регулируемых торговых площадках через профессиональных международных брокеров в соответствии со всеми требованиями применимого законодательства

На рис. 2.8 показана динамика выкупа акций, из неё следует то, что программа по выкупу акций на 3 млрд. долларов, рассчитанная до 2022 года

на май 2019 года уже выполнена на 92%. Более того, компания заявила, что планирует закончить эту программу обратного выкупа акций уже в июне 2019 года и будет рассматривать возможность следующей. Это означает, что вскоре мы можем ожидать утверждение новой программы по выкупу акций.

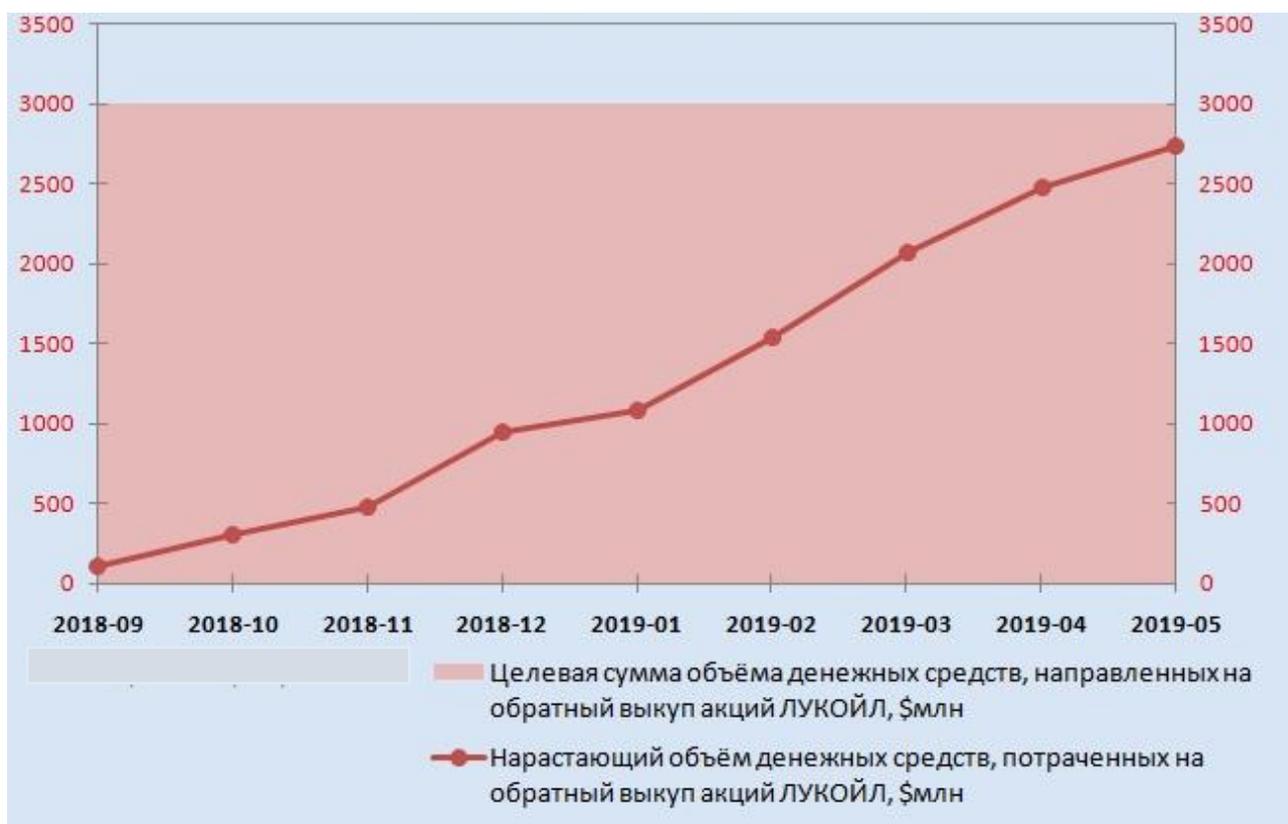


Рис. 2.8. Обратный выкуп акций ЛУКОЙЛ

Законодательство устанавливает ограничение на размер обратного выкупа – не более 10% от количества акций, находящихся в обращении. По сложившейся практике, если объем заявок на продажу превысит заявленный объем выкупа, то заявки будут удовлетворяться пропорционально. В предельном случае, если все акционеры воспользуются этой возможностью, то результат будет максимально близок по своей сути к выплате дивидендов: доли всех акционеров сохранятся, и все получают денежную выплату от компании, пропорциональную своей доле. Разница только в налоговом режиме такой выплаты.

Если цена обратного выкупа близка к рыночной, то это действие может оказаться выгодным для тех акционеров, которые остаются. Так как их доля увеличивается и в будущем результаты компании будут делиться на меньшее количество собственников. Если бизнесу удастся при этом сохранить размеры прибыли, то автоматически растет рентабельность.

Что будет в ситуации, когда компании объявляют цену обратного выкупа акций выше текущих рыночных цен? Это делается для того, чтобы повысить

вероятность выкупа запланированного объема. В этом случае, чтобы не понести потери, участвовать в обратном выкупе акций рекомендуется даже тем акционерам, которые не планировали продавать свои акции. Для повышения эффективности им следует использовать полученные деньги для приобретения этих акций на рынке по цене ниже цены выкупа.

Вывод: «Лукойл» придерживается своих основных принципов дивидендной политики. Ежегодно повышая размер дивиденда не менее чем на величину инфляции и направляя на выплату дивидендов не менее 25% от чистой прибыли по МСФО. Совокупные дивиденды по итогам 2018 года составляют около 175 млрд рублей, что практически равно сумме потраченных средств на обратный выкуп акций с сентября 2018 года. Дивидендная доходность акций находится на низком уровне по сравнению с другими российскими компаниями, составляя около 5%. При этом вместе с выплатой дивидендов «Лукойл» значительную часть денег акционерам выплачивает через выкуп акций, то есть вместо дивидендов акционеры получают часть прибыли в виде роста стоимости акций. Если сложить все выплаты, то отношение средств, выплачиваемых акционерам к стоимости компании достигнет 10%. На данный момент свободного денежного потока компании хватает на увеличение уровня дивидендов и на расходы на выкуп акций. Величина свободного денежного потока за последние 12 месяцев к стоимости компании (FCF Yield) составляет более 16%, что является лучшим показателем в нефтегазовом секторе.

## 2.4. Совершенствование дивидендной политики ПАО «Лукойл»

В первой главе мы рассмотрели какие факторы, которые влияют на инвестиционную привлекательность предприятия и определили, что дивидендная политика занимает среди них ключевую роль. Сейчас хотелось бы немного остановиться на том, какие преимущества получают компании с высокой инвестиционной привлекательностью. Иначе зачем повышать инвестиционную привлекательность предприятия, усовершенствовать её ключевой фактор – дивидендную политику, не зная какие преимущества в конечном итоге это принесёт.

Если обобщить, то главные преимущества для компании, которые даёт инвестиционная привлекательность – это скорость и доверие. Рассмотрим подробнее, что под этим подразумевается. Инвестиционная привлекательность предприятия улучшает доступ компании к капиталу, к финансированию. Капитал состоит из двух частей: собственный и заёмный. Собственный – средства самих акционеров компании. Собственники ценят отдачу, на вложенный капитал, если она имеет стабильную положительную динамику, то компания является привлекательной для инвестирования, это привлекает новых акционеров, крупные фонды и частных инвесторов, которые готовы вкладывать свои средства в компанию.

Вторая часть капитала компании – заёмный. Своевременный и выгодный доступ к заёмному капиталу является большим преимуществом в бизнесе. Для компании чем меньше стоимость заёмного капитала, тем выгоднее. Из чего складывается стоимость заёмного капитала? Безусловно от общего уровня ставок в экономике, однако если посмотреть на большое количество компаний, можно заметить, что они составляют очень широкий диапазон значений стоимости заёмного капитала. Отчего так происходит? Ответ: премия за риск. Каждая компания имеет свою премию за риск, которая прибавляется к безрисковой ставке. Наиболее привлекательные компании

имеют меньшую премию за риск. Это выражается в стоимости заёмного капитала.

Напомним, что стоимость заёмного капитала у «Лукойла» составляет 5,51% в долларах, или 8,4% в рублях, с поправкой на дефолт-спред России. Это довольно небольшие значения, многие компании на рынке имеют стоимость заёмного капитала значительно выше. Это и является преимуществом «Лукойла» перед ними – более доступный заёмный капитал. Он складывается за счёт доверия участников рынка к компании.

Возможность иметь быстрый доступ к рынку капитала – это скорость. Скорость реализации новых проектов для компании, скорость усовершенствования технологий. Скорость является ключевым фактором успеха в современном, динамичном мире бизнеса. И это то, ради чего всем компаниям нужно уделять внимание своей инвестиционной привлекательности и усовершенствованию своей дивидендной политики.

Проводимая дивидендная политика компании находит своё отражение в следующих финансовых показателях. Рентабельность задействованного капитала (ROACE) выше всех среди частных нефтегазовых компаний мира и составляет 15%.

TSR (Total Shareholder Return) – совокупная акционерная доходность. TSR используется как самый удобный способ сопоставить результативность компаний самых разных отраслей в глазах инвесторов. Именно его рекомендуется применять для оценки рыночной доходности компании и установления премии за риск по модели CAPM.

Этот показатель активно использует в своих отчётах самая авторитетная консалтинговая компания мира Boston Consulting Group. Поэтому сам факт использования этого показателя в отчёте «Лукойла» можно считать прогрессивным шагом менеджмента и следование ведущим мировым метрикам в финансах, потому что далеко не все российские компании используют его. TSR «Лукойла» в долларах за 2018 год составила 31%. Это также лучший показатель среди частных нефтегазовых компаний мира.

В конце 2018 года в рамках курсовой работы проводилось исследование и прогнозирование уровня чистой прибыли в 4 кв. 2018 года и дивидендных выплат за 2018 год. Чистая прибыль за 2018 год была спрогнозирована на основе прибыли за 9 мес. 2018 года плюс прогноз чистой прибыли в 4 кв. 2018 г. равной средней за 9 мес. 2018 г. Итого получили: 460,1 млрд. руб. \* 1,33 = 611 млрд. руб. В отчёте за 2018 год размер чистой прибыли составил 619 млрд. руб. Что соответствует ошибке прогнозного значения всего лишь на 1,3%. В базовом сценарии при направлении 30% от прибыли на дивиденды, рассчитанный размер дивиденда спрогнозирован на уровне 245 руб. на акцию.

25 апреля 2019 г. в Бухаре (Республика Узбекистан) состоялось выездное заседание Совета директоров ПАО «ЛУКОЙЛ», на котором было принято решение о рекомендациях годовому Общему собранию акционеров по размеру дивидендов по акциям ПАО «ЛУКОЙЛ» по результатам 2018 года.

Годовому Общему собранию акционеров рекомендовано утвердить выплату итоговых дивидендов по результатам 2018 года в размере 155 рублей на одну обыкновенную акцию. С учетом ранее выплаченных промежуточных дивидендов суммарный размер дивидендов за 2018 год составит 250 рублей на одну обыкновенную акцию, что превышает аналогичный показатель за предыдущий год (215 рублей) на 16%. Прогноз уровня дивидендных выплат практически совпал с действительным.

Как было отмечено в п 1.1 основным фактором, влияющем на инвестиционную привлекательность компании, и который оказывает большое влияние на другие факторы, является качество корпоративного управления и его прозрачность перед акционерами.

Так в «Лукойле» действует развитая система корпоративного управления, которая строится на основе международных стандартов корпоративного поведения и деловой этики, требований российского законодательства, требований правил листинга ПАО Московская Биржа, принципов Кодекса корпоративного управления, рекомендованного к применению Банком России.

Дивидендная политика компании является одной из самых стабильных и прозрачных дивидендных политик среди российских акционерных обществ, она удовлетворяет интересы и миноритарных акционеров, и собственников, и менеджмент компании, которые тоже являются миноритарными акционерами. Существует даже план, по которому акции выкупленные по бай-бэку будут направлены на стимулирование менеджмента компании, а значит менеджмент компании будет непосредственно заинтересован в росте курсовой стоимости акций и в росте дивидендных выплат, которые в свою очередь зависят от чистой прибыли компании.

Исследовав практики и этапы реализации дивидендных политик, было определено, что ключевым критерием эффективной и грамотной дивидендной политики является её прозрачность, по которой определяется уровень доверия к компании и её ценным бумагам, обращающимся на бирже. Чем выше прозрачность и предсказуемость дивидендной политики, тем меньшие риски качества корпоративного управления компании берут на себя инвесторы и кредиторы компании.

В связи с этим основной рекомендацией для российских публичных акционерных обществ будет повышение прозрачности дивидендной политики, путём улучшения качества корпоративного управления. Наиболее подробные меры и рекомендации на пути к этому выглядят следующим образом:

- Назначать размер дивиденда на одну акцию, а не только общую сумму выплат;
- Денежной базой для выплаты дивидендов брать свободный денежный поток, а не чистую прибыль;
- Публично представлять финансовые и производственные отчёты чем чаще и подробнее, тем лучше;
- Рассматривать возможность проведения обратных выкупов акций как дополнение к выплате дивидендов;

- Активно развивать подразделение по работе с миноритарными акционерами.

Таким образом, отмечено, что «Лукойл» проводит агрессивную дивидендную политику, с точки зрения типологии, выплачивая не менее 25% от чистой прибыли по МСФО, при этом еще ежегодно увеличивают размер дивидендных выплат на величину не ниже инфляции, также «Лукойл» осуществляет программы обратного выкупа акций, и существующую сейчас заканчивает намного раньше отведённого на неё срока, что является критерием здоровой финансово-устойчивой компании. Точки роста для совершенствования дивидендной политики компании в улучшении эффективности функционирования системы корпоративного управления – это важный фактор устойчивого развития и успешной реализации стратегии в целях создания акционерной стоимости для любой публичной компании.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Целью исследования являлось изучение факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность предприятия, изучение преимуществ компаний с высокой инвестиционной привлекательностью, раскрытие экономической сущности дивидендов и дивидендной политики, степени её влияния на инвестиционную привлекательность предприятия, рассмотрение её видов и способов их реализации, рассмотрение влияния дивидендов на стоимость акций компании, проведение анализа дивидендной политики на примере ПАО «Лукойл», обозначение рекомендаций по усовершенствованию дивидендной политики.

В ходе исследования было определено, что ключевым фактором, влияющим на инвестиционную привлекательность компании, является качество корпоративного управления, от которого зависит качество проведения дивидендной политики, а она в свою очередь оказывает большое влияние на рыночную цену акцию. Чем больше размер дивидендов, тем более привлекательной акция выглядит для инвесторов, однако при выплате дивидендов котировки акций падают примерно на величину дивидендов (т.н. дивидендный гэп).

Сущность выплаты дивидендов (дивидендная политика предприятия) заключается в принятии решения по вопросу: какую часть прибыли выплачивать акционерам в форме дивидендов, а какую удержать в обществе для реинвестиций в развитие производства? Именно поэтому дивидендная политика в значительной степени определяет инвестиционную политику.

Дивидендная политика представляет собой составную часть общей политики управления прибылью, заключающуюся в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой ее частями с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.

Были рассмотрены два основных подхода к изучению определения значимости и влияния дивидендов на стоимость акций компании и максимизацию благосостояния акционеров.

1. Дивиденды не играют существенной роли при общей оценке фирмы, «теория отсутствия значимости» (Ф. Модильяни, М. Миллер).

2. Дивиденды имеют большое значение для оценки фирмы. Эта теория называется «теорией значимости» или теория предпочтительности дивидендов. (М. Гордон, Д. Линтнер).

В результате исследования было определено, что именно теория значимости применима на практике, а теория отсутствия значимости может быть состоятельной только при больших допущениях, которых нельзя достичь в реальном мире.

Основными принципами дивидендной политики ПАО «Лукойл» являются:

- приоритетность дивидендных выплат при распределении денежных потоков;

- обязательство направлять на выплату дивидендов не менее 25% консолидированной чистой прибыли по Международным стандартам финансовой отчетности, которая может быть скорректирована на разовые расходы и доходы;

- стремление ежегодно повышать размер дивиденда на одну акцию не менее чем на уровень рублевой инфляции за отчетный период.

ПАО «Лукойл» придерживается своих основных принципов дивидендной политики. Ежегодно повышая размер дивиденда не менее чем на величину инфляции и направляя на выплату дивидендов не менее 25% от чистой прибыли по МСФО.

«Лукойл» проводит агрессивную дивидендную политику, выплачивая не менее 25% от чистой прибыли по МСФО, при этом еще ежегодно увеличивают размер дивидендных выплат на величину не ниже инфляции,

также «Лукойл» осуществляет программу обратного выкупа акций, что является критерием здоровой финансово-устойчивой компании.

Таким образом, дивидендная политика «Лукойл» является одной из самых прозрачных и устойчивых дивидендных политик среди российских компаний, она удовлетворяет интересы и миноритарных акционеров, и собственников, и менеджмент компании, которые тоже являются миноритарными акционерами.

Улучшение дивидендной политики российских компаний – это один из главных драйверов увеличения стоимости отечественных компаний, их инвестиционной привлекательности и российского рынка в целом, который приведет к увеличению инвестиций и экономическому росту в России. Данная работа – это маленький шаг в этом направлении для страны и большой для будущих управленческих решений в области дивидендной политики.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Damodaran, A., 2018. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2018 Edition. Stern School of Business. - 133 p.
2. Fama, E.F., 2014. Two Pillars of Asset Pricing. The American Economic Review, Vol. 104, No. 6, pp. 1467-1485.
3. Gallagher, T., Miao, H., Ryan, P.A., 2017. Implied risk adjusted discount rates and certainty equivalence in capital budgeting. Global Journal of Accounting and Finance, Vol. 1, No. 2, 2017, pp. 25-34.
4. Herciu, M., Olgrean, C., 2017. Does capital structure influence company's profitability? Studies in Business and Economics, 2017, Vol. 12, Issue 3, pp. 50-62
5. Абалакина, Т.В., Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании [Текст] / Т.В. Абалакина, А.А. Абалакин // Наукoведение. – 2015. - С. 45-46.
6. Антонян, Д.Г. Дивидендная политика российских акционерных обществ с государственным участием: формирование и особенности [Текст] / Д.Г. Антонян, О.С. Беломытцева // Вестник НГУЭУ. – 2016. – №1. – С.80-91.
7. Антонян, Д.Г. Определение дивидендных прав акционеров в рамках Кодексов корпоративного поведения российских акционерных обществ [Текст] / Д.Г. Антонян, О.С. Беломытцева // Проблемы учета и финансов. – 2014. – №4. – С. 38-40.
8. Антонян, Д.Г. Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ [Текст] / Д.Г. Антонян, О.С. Беломытцева // Вестник ТГУ. Экономика. – 2014. – №3. – С.79-88.
9. Барашьян, В.Ю. Финансовый менеджмент [Текст]: учебник / В.Ю. Барашьян, В.Д. Бджола, О.Г. Журавлева [и др.]; под ред. В.С. Золотарева, В.Ю. Барашьян. – М.: КНОРУС. – 2015 г. – 520 с.

10. Барулин, С.В. Финансы [Текст]: учебник / С.В. Барулин. – М.: КноРус, 2016. – 640 с.
11. Баффет, М. Баффетология: пер. с англ. / М. Баффет, Д. Кларк. [Текст] / – М.: Попурри, 2016. – 416 с.
12. Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями: пер. с англ. [Текст]: монография / У. Баффет. – М.: Альпина Бизнес-Букс, 2014. – 272 с.
13. Белоконская, Е.Н., Дивидендная политика в России и за рубежом [Текст] / Е.Н. Белоконская, Д.С. Мочалова // Проблемы экономики, финансов и управления производством. – 2015. – №36. – С.65-73.
14. Беломытцева, О.С. Год нестабильности и обильных дивидендов [Текст] / О.С. Беломытцева // Рынок ценных бумаг. – 2015. – №8. – С.40-43.
15. Бланк, И.А. Финансовая стратегия предприятия [Текст]: учебное пособие / И.А. Бланк. – К.: Эльга, Ника – Центр, 2015. – 720 с.
16. Бланк, Н.Р. Дивидендная политика акционерных обществ [Текст] / Н.Р. Бланк // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2015. – № 7. – С. 15-17.
17. Борисова, О.В. Корпоративные финансы: учебник и практикум для академического бакалавриата [Текст]: учебник / О. В. Борисова, Н. И. Малых, Ю. И. Грищенко, Л. В. Овешникова. – М.: Юрайт, 2014. – 651 с.
18. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов [Текст]: учебник / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 2014. – 1008 с.
19. Бригхэм, Ю.Ф. Финансовый менеджмент: Экспресс-курс [Текст]: учебник / Ю.Ф. Бригхэм. – СПб.: Питер, 2017. – 592 с.
20. Брусов, П.Н. Финансовый менеджмент [Текст]: учебное пособие / Брусов П.Н., Филатова Т.В. – М.: КноРус, 2014. – 328 с.
21. Бухвалов, А.В. Управленческая теория фирмы: прогресс в синтезе теории финансов и стратегического менеджмента. [Текст] / А.В. Бухвалов // Российский журнал менеджмента. – Т. 14, № 4. – 2016 – С. 105-126.

22. Васильева, М.И. Дивидендная политика российских компаний: проблемы и пути их решения. [Текст] / М.И. Васильева // Конкурентоспособность территорий: материалы XX Всероссийского экономического форума молодых ученых и студентов. В 8-ми частях. Ответственные за выпуск Я.П. Силин, Е.Б. Дворядкина. – 2017. – С. 197-201.
23. Винокуров, С. С., Дивидендная политика в нефтегазовом секторе России: проблемы и перспективы. [Текст] / С. С. Винокуров, П. А. Гурьянов // Записки горного института. – 2016. - С. 34-35.
24. Волошин, А.И. Анализ дивидендных выплат российских нефтяных компаний [Текст] / А.И. Волошин, В.А. Гребенникова // Инновационная наука. – 2016. – №4. – С. 84-88.
25. Воробьев, А.Г. Оптимизация дивидендной политики акционерного общества [Текст] / А. Г. Воробьев // Российская государственная библиотека. – 2015. – С. 67-69.
26. Гвоздь, П.А. Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании – реалии российского инвестора [Текст] / П.А. Гвоздь // Вестник науки. – 2018. – № 3. – С. 20-21.
27. Глушецкий, А.А. Новые правила выплаты дивидендов [Текст] / А.А. Глушецкий // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2017. – № 4. – С.4-14.
28. Грехем, Б. Анализ ценных бумаг [Текст]: монография / Б. Грехем, Д. Додд. – М.: Вильямс, 2017. – 880 с.
29. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст]: монография / А. Дамодаран. М.: Альпина Паблишерз, 2015 г. – 1344 с.
30. Егоров, В.А. Дивидендная политика и её влияние на стоимость компании. [Текст] / В.А. Егоров, Г.А. Газизова // Вестник современных исследований. – 2018 г. № 5.4 (20). С. 62-63.

31. Екимова, К.В. Финансовый менеджмент [Текст]: учебник для прикладного бакалавриата / К.В. Екимова, И.П. Савельева, К.В. Кардапольцев. – Люберцы: Юрайт. – 2016 г. – 381 с.
32. Зайков, В.П. Финансовый менеджмент: теория, стратегия, организация [Текст]: учебник / В.П. Зайков, Е.Д. Селезнева, А.В. Харсеева. – М.: Вузовская книга. – 2016 г. – 340 с.
33. Каллаур, Н.А. Дивиденды организации [Текст]: монография / Н.А. Каллаур. – М.: Экономика и жизнь, 2015. – 160 с.
34. Карпова, Е.Н. Долгосрочная финансовая политика организации: [Текст]: учебное пособие / Е.Н. Карпова, О.М. Кочановская, А.М. Усенко. – М.: Альфа - М; НИЦ ИНФРА М. – 2015 г. – 208 с.
35. Климочкина, Н.И. Влияние дивидендной политики на рыночную стоимость акций [Текст] / Н.И. Климочкина // Вестник науки и творчества. 2016. – №3. – С.125-129.
36. Козлова, А.С. Теоретические аспекты дивидендной политики российских компаний [Текст] / А.С. Козлова // Известия УГЭУ. 2016. – №1. – С.63-70.
37. Козлова, А.С. Факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики российских компаний [Текст] / А.С. Козлова // Вестник саратовского государственного социально-экономического университета. 2015. - №4. – С.54-57.
38. Кони́на, Е.А. Реализация теорий дивидендной политики на российском рынке [Текст] / Е.А. Кони́на // Science time. – 2016. - №2. – С. 290-295.
39. Куделич, М.И. О реформировании системы законодательства о дивидендной политике в компаниях с государственным участием [Текст] / М.И. Куделич // Государственный аудит. Право. Экономика. – 2016. – №1. – С.120-129.
40. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент [Текст]: учебник / И.Я. Лукасевич. – М.: Национальное образование, 2014. – 768 с.

41. Лысенко, Д.В. Финансовый менеджмент [Текст]: учебное пособие / Д.В. Лысенко. – М.: ИНФРА-М, 2015. – 370 с.
42. Максименко, О.И. Анализ теоретических подходов к обоснованию оптимальной дивидендной политики [Текст] / Максименко О.И. // Электронный научный журнал. – 2016. – №3. – С.376-380.
43. Мокина, Л.С. Дивидендная политика российских компаний: современные тенденции. [Текст] / Л.С. Мокина // Актуальные проблемы развития финансового сектора: материалы V Международной научно-практической конференции. 2017 г. С. 142-149.
44. Рыкова, И.Н. Исследование дивидендных политик компаний с государственным участием: российский и зарубежный опыт. [Текст]: научный доклад / И.Н. Рыкова. – М.: Научно-исследовательский финансовый институт, 2015. – 104 с.
45. Севостьянов, В.Н. Влияние дивидендной политики российских компаний на доходность их акций на фондовом рынке [Текст] / В.Н. Севостьянов // Современные инновации. – 2016. - №3. – С.37-39.
46. Тропин, А.И. Дивидендная политика компаний российского рынка. [Текст] / Тропин А.И. // Современное общество и власть. – 2018. - № 2 (16). - С. 87-91
47. Управляющая компания «Арсагера», Заметки в инвестировании, [Текст]: учебник / УК «Арсагера». – СПб.: Своё издательство. – 2017 - 536 с.
48. Федорова, Е.А. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка [Текст] / Е.А. Федорова, И.Я, Лукасевич // Финансы и кредит. – 2014. – № 19. – С.2-8.
49. Шимширт, Н.Д. Современная теория и практика финансового менеджмента на предприятии [Текст]: учебник / Н.Д. Шимширт. – Томск: Изд-во Том. ун-та, 2016. – 348 с.
50. Шинкарева, О.В. Дивидендная политика компании и подходы к ее формированию [Текст] / О.В. Шинкарева, О.В. Данилова // Вестник

Московского городского педагогического университета. Серия: Экономика. - 2017. - № 3 (13). – С. 29-40.

51. Шохин, Е.И. Финансовый менеджмент [Текст]: учебник / Е.И. Шохин. – М.: КноРус, 2015. – 475 с.

52. Ендовицкий, Д. Анализ инвестиционной привлекательности организации-эмитент [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.cfin.ru/](http://www.cfin.ru/), свободный.

53. ПАО «Лукойл» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.lukoil.ru/>, свободный.

54. Финансовый портал «СмартЛаб» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://smart-lab.ru/>, свободный.

55. Сервис обоснованных инвестиционных решений «Conomy» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.conomy.ru/>, свободный.