

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ  
Заведующий кафедрой

\_\_\_\_\_ И.С. Ферова

подпись

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2016 г.

**БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА**

направление 38.03.01 «Экономика»  
профиль 38.03.01.07 «Финансы и кредит»

**ФОРМИРОВАНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ  
ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ**

Научный  
руководитель \_\_\_\_\_

подпись, дата

\_\_\_\_\_ к.э.н., доцент \_\_\_\_\_

должность, ученая степень

С.В. Кропачев

Выпускник \_\_\_\_\_

подпись, дата

Р.Н. Бурехин

Нормоконтролер \_\_\_\_\_

подпись, дата

Л.П. Жигаева

Красноярск 2016

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение .....	3
1 Теоретические основы дивидендной политики .....	6
1.1 Дивидендная политика, ее типы и виды.....	6
1.2 Факторы, определяющие дивидендную политику .....	13
1.3 Традиционные теории дивидендной политики. Влияние дивидендов на стоимость компании .....	22
2 Предварительный анализ дивидендной политики российских публичных компаний .....	30
2.1 Выдвижение гипотез исходя из основных теоретических подходов к дивидендной политике.....	30
2.2 Описание выборки российских публичных компаний: анализ описательных статистик и корреляционный анализ .....	38
3 Тестирование теоретических подходов к формированию дивидендной политике на российском рынке.....	49
3.1 Построение регрессионной пробит-модели принятия решения о выплате дивидендов.....	49
3.2 Эмпирические результаты и экономическая интерпретация полученных результатов.....	55
Заключение.....	61
Список использованных источников.....	64
Приложение А – В .....	69-80

## ВВЕДЕНИЕ

Дивидендная политика является важной частью финансовой политики большинства современных компаний, и представляет собой один из инструментов, который обеспечивает инвестиционную привлекательность компании.

Под рыночной стоимостью компании принято понимать цену, по которой эта компания может быть продана на рынке в условиях свободной конкуренции. Особое влияние на стоимость организации имеет механизм распределения чистой прибыли. Распределение прибыли включает в себя обоснование оптимальных пропорций между средствами, направляемыми на расширение производства, формирование резервного фонда и выплаты дивидендов по акциям. В практической деятельности принятие управленческих решений в этой области осуществляется в рамках дивидендной политики.

На величину дивидендов оказывают влияние большое количество факторов, поэтому она не может находиться на постоянном уровне в долгосрочном периоде. Поэтому разработка и реализация эффективной дивидендной политики является одним из важных направлений деятельности финансового менеджера и требует глубокого понимания влияющих на нее факторов, а также взаимосвязей с другими управленческими решениями.

Вопрос о том, как сформировать эффективную дивидендную политику в условиях рыночной экономики, является одним из наиболее дискуссионных в теории финансов. К дивидендным решениям не ослабевает интерес в академической литературе и сегодня. За последние 15 лет появилось как минимум две новые теории, объясняющие выплату дивидендов (теория удовлетворения предпочтений инвесторов и теория жизненного цикла). Более того в России как и во всем мире большинство крупных компаний выплачивают дивиденды.

Ввиду того что дивидендная политика российских компаний изучена в гораздо меньшей степени, чем дивидендная политика западных компаний, в

данной работе предпринимается попытка эконометрическими методами выявить факторы, которые ее определяют. А именно, проверить применимость к российскому рынку ряда теорий дивидендных выплат.

Следует отметить, что причина слабой изученности данной темы являлось предположение, что среди молодых российских акционерных компаний, дивидендная политика часто носила спонтанный характер без привязки к какой-либо системе. Однако, в настоящее время в результате интеграционных процессов происходящих в Российской Федерации, особенно в последнее десятилетие, многие российские компании, заинтересованные в повышении своей репутации, в привлечении инвестиций на рынке ценных бумаг, также стали уделять особое внимание установлению порядка выплаты дивидендов.

Целью данной работы является выявление факторов, оказывающих решающее воздействие на дивидендную политику российских компаний, и проверка применимости к российскому рынку ряда теорий дивидендных выплат.

Для достижения поставленной цели были определены следующие задачи:

- определить типы и виды дивидендной политики;
- определить факторы, способные оказывать влияние на дивидендную политику;
- рассмотреть теории формирования дивидендной политики;
- построить модель, описывающую процесс принятия решения о выплате дивидендов среди российских компаний;
- протестировать теории дивидендной политики исходя из полученной модели;
- проинтерпретировать полученные результаты.

В данной работе применены методы анализа панельных данных с помощью регрессионной пробит-модели. Исследуемая выборка состоит из 39 российских публичных компаний, период исследования с 2009 по 2015 гг.

Научная новизна исследования заключается в определении решающих факторов, влияющих на принятие решения о выплате дивидендов среди российских компаний. Выявлены такие основные факторы как: инвестиционные возможности компании; коэффициент Тобина, рентабельность активов, размер компании. Кроме того, в работе сделаны предположения об ориентации российских компаний на определенные теоретические подходы при формировании дивидендной политики.

Предметом исследования в дипломной работе является дивидендная политика, как экономическая категория, выражающая экономические отношения, связанные с перераспределением временно свободных денежных средств, объектом - российские публичные компании.

Теоретической и методологической базой послужили нормативные акты, учебные пособия, работы авторов в области финансового менеджмента и анализа финансово-хозяйственной деятельности, аналитическая база RUSLANA (от Bureau van Dijk), опубликованные годовые и поквартальные финансовые отчеты российских компаний.

В первой главе работы рассмотрены теоретические аспекты дивидендной политики, ее типы, виды и определяющие ее факторы проведен анализ традиционных и поведенческих теорий дивидендной политики. Вторая глава посвящена предварительному анализу исследуемых данных, а именно методологии исследования, выдвижению гипотез и описанию выборки. В третьей главе проведено тестирование теоретических подходов к формированию дивидендной политике на российском рынке и сделаны соответствующие выводы.

# 1 Теоретические основы дивидендной политики

## 1.1 Дивидендная политика, ее типы и виды

В экономической литературе сегодня встречаются различные определения понятий дивидендной политики и дивиденда. Наиболее распространенным из них являются: дивидендная политика — неотъемлемая часть общей финансовой политики корпорации, направленной на оптимизацию пропорций между потребляемой и реинвестируемой частями полученной чистой прибыли для обеспечения роста рыночной стоимости акционерного капитала. По определению Р. Брейли и С. Майерса дивидендная политика – это компромисс между реинвестированием прибыли, с одной стороны, и выплатой дивидендов за счет выпуска новых акций - с другой<sup>1</sup>.

Понятие дивиденда является также многозначным. Например, содержание понятия «дивиденд» в налоговом праве более широко, чем в гражданском праве. В соответствии с Гражданским кодексом РФ 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 соответствии со ст. 43 НК РФ дивидендом признается любой доход, полученный акционером (участником) от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения (в том числе в виде процентов по привилегированным акциям), по принадлежащим акционеру (участнику) акциям (долям) пропорционально долям акционеров (участников) в уставном (складочном) капитале этой организации. Также обычно термин дивиденд используется для обозначения денежных выплат «дивиденд – это

---

<sup>1</sup> Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: учеб. пособие для вузов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – С. 434.

деньги, приобретенные в виде платы, процентов за вложенный капитал»<sup>2</sup>. Более широкое определение используется для любых прямых выплат корпорацией своим акционерам.

От коэффициента выплаты дивидендов зависит величина прибыли, которая может быть оставлена в фирме как источник финансирования ее бизнеса. Если же принимается решение о распределении чистой прибыли среди акционеров, то возникают три основных вопроса:

- 1) Какой должна быть сумма, выплаченных дивидендов?
- 2) В какой форме выплачивать акционерам дивиденды?
- 3) Насколько стабильными должны быть дивидендные выплаты?

В каждой акционерной компании существует свод правил (устав компании), согласно которому решаются выше поставленные вопросы.

В соответствии с п. 2 ст. 42 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» источником выплаты дивиденда может быть только прибыль общества после налогообложения (чистая прибыль), определяемая по данным бухгалтерской отчетности акционерного общества. Джордж Франкфуртер, Боб Вуд и Джеймс Уэнсли отмечают, что чистая прибыль как источник дивидендных выплат уже была зафиксирована в уставах первых акционерных компаний, появившихся в конце XVI — начале XVII в.<sup>3</sup>

Общее собрание акционеров публичной компании принимает решение о дате и размере выплаты дивидендов. Дивиденды получают инвесторы, включенные в список лиц, имеющих право получать дивиденды за определенный промежуток времени. В соответствии с п. 1 ст. 42 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» общество вправе по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года и (или) по результатам финансового года принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям.

---

<sup>2</sup> Райзберг Б.А. Словарь современных экономических терминов / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лазовский. – 4-е изд. – М.: Айрис-пресс, 2008.- С. 44.

<sup>3</sup> Frankfurter George M., Wood Bob G, Wensley James. Dividend policy. Theory and practice // Academic press. 2003. Vol. 57. №321. p. 172-183.

«Определение политики выплаты дивидендов является одним из самых сложных вопросов среди тех, которые приходится решать менеджерам компании»<sup>4</sup>. Процесс разработки дивидендной политики может включать несколько этапов:

1) Оценка факторов, влияющих на размеры, сроки и саму целесообразность выплаты дивидендов.

2) Выработка типа дивидендной политики с учетом данных факторов и в соответствии с общей финансовой стратегией акционерного общества.

3) Оценка эффективности дивидендной политики и ее коррекция по результатам оценки.

В литературе выделяют три подхода к формированию дивидендной политики: консервативный, умеренный и агрессивный.

Консервативная дивидендная политика основана на том, что менеджмент предприятия не считает выплату дивидендов достаточно существенным фактором воздействия на результаты работы компании, поэтому она должна играть второстепенную роль, а дивиденды должны быть минимальными. В данном подходе выделяют две методики:

Методика выплаты дивидендов по остаточному принципу предполагает, что большая доля финансовых источников направляется на реализацию инвестиционных проектов. Оставшиеся финансовые средства используются для выплаты дивидендов. Преимуществом данной методики является быстрый и высокий рост развития предприятия. Она используется обычно в периоды повышенной инвестиционной активности компаний на начальных стадиях их развития компании. К недостаткам относится - не гарантированные и минимальные нестабильные выплаты дивидендов, что часто приводит к снижению инвестиционной привлекательности организации.

Методика стабильного размера дивидендных выплат заключается в том, что компания устанавливает фиксированный размер дивиденда на достаточно длительный период времени, иногда корректируемую на индекс инфляции.

---

<sup>4</sup> Булавко, Л.В. Принятие решения по дивидендам: краткосрочный и долгосрочный аспекты / Л.В. Булавко // Аудит и финансовый анализ. – 2014. – № 4. – С. 362.

Преимущество этой политики в ее надежности. Она создает чувство уверенности акционеров в неизменности размера текущего дохода вне зависимости от различных обстоятельств, определяет стабильность котировки акций на фондовом рынке. Недостатком же этой политики является ее слабая связь с финансовыми результатами деятельности предприятия, в связи с чем в периоды неблагоприятной конъюнктуры и низкого размера формируемой прибыли инвестиционная деятельность может быть сведена к нулю. Для того чтобы избежать этих негативных последствий, стабильный размер дивидендных выплат устанавливается обычно на сравнительно низком уровне, что и относит данный тип дивидендной политики к категории консервативной, минимизирующей риск снижения финансовой устойчивости предприятия из-за недостаточных темпов прироста собственного капитала. Данная методика, как правило, используется для привилегированных акций. Например, ОАО ОМЗ выплачивает ежегодный фиксированный дивиденд по привилегированным акциям в размере 12% номинальной стоимости акции<sup>5</sup>.

Ко второму подходу относится умеренная дивидендная политика, в которой выплаты имеют зависимость от финансового результата компании. В основе данного способа лежит методика выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов. Инвесторы компаний, использующие данную методику, стабильно получают фиксированные дивиденды, которые устанавливаются на минимальном уровне. Когда предприятия имеют высокие показатели чистой прибыли, акционеры получают также экстрадивиденды. Достоинством данной методики является то, что инвесторы могут получить фиксированный дивиденд и экстрадивиденд в период получения компанией высокой прибыли, однако, как правило, дивиденды (особенно фиксированные) невелики, что может несколько снизить интерес к акциям компании.

Третьим подходом к формированию дивидендной политики является агрессивная дивидендная политика, сущность которой состоит в том, что она

---

<sup>5</sup> Дивидендная политика открытого акционерного общества «ОМЗ» [Электронный ресурс] : — Утверждена решением Совета директоров ОАО Объединенные машиностроительные заводы. Протокол № 13 от 19 декабря 2002 года. — Режим доступа: [http://www.omz.ru/share/corporate\\_governance/disclosure\\_of\\_information/constituent\\_and\\_internal\\_documents](http://www.omz.ru/share/corporate_governance/disclosure_of_information/constituent_and_internal_documents)

направлена в первую очередь на удовлетворение интересов инвесторов. В рамках этого подхода выделяются две основные методики:

Первая методика – это методика стабильного уровня дивидендов (или постоянного процентного распределения прибыли). В ее основе лежит выделение постоянного процента из чистой прибыли на выплату дивидендов по акциям. Для инвесторов компаний, использующих данную методику, недостатком является сильная зависимость суммы выплат от колебаний прибыли. В случае значительного снижения прибыли компании произойдет снижение величины дивидендов, что может негативно сказаться на стоимости акции. Данный метод часто устанавливается в отношении привилегированных акций, в частности для многих компаний телекоммуникационного сектора<sup>6</sup>.

Вторая методика - политика постоянного роста размера дивидендов. В соответствии с данной методикой происходит стабильное повышение уровня дивидендных выплат в расчете на одну акцию. Обычно, определяется фиксированный процент прироста дивидендов относительно предыдущего периода и условие роста дивидендных выплат до определенного предела в размере процента от предыдущей суммы дивидендов. Так, ОАО ММК в дивидендной политике, утвержденной накануне IPO, оговаривало увеличение доли чистой прибыли, направляемой на дивиденды, с 10% до 25%. Подобная политика вызывает особенный повышенный интерес среди инвесторов, что часто приводит к росту цены акции. Однако компании, использующие данный метод к формированию дивидендной политики, обязуются обеспечивать постоянный рост дивидендных выплат в условиях динамично меняющейся конъюнктуры, даже при отрицательном значении чистой прибыли, что может привести к финансовым и инвестиционным трудностям.

Подходы формирования дивидендной политики и их методики с преимуществами и недостатками представлены в таблице 1.1<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Романовский М., Вострокнутова А. Корпоративные финансы / Романовский М., Вострокнутова А. / Стандарт третьего поколения. — СПб. Питер, 2011. — С. 420.

<sup>7</sup> Силова, Е.С. Дивидендная политика российских компаний // Вестник Челябинского государственного университета. – 2015. – № 6(187). – С. 135.

Таблица 1.1 – Типы дивидендной политики

Тип политики	Преимущества	Недостатки
Консервативная политика		
Выплаты дивидендов по остаточному принципу	Обеспечение максимально возможных темпов роста	Нестабильность, неопределенность будущих дивидендов - негативный фактор для потенциальных инвесторов
Фиксированные дивидендные выплаты	Стабильный доход привлекателен для инвесторов	низкий доход для инвесторов
Умеренная (компромиссная) политика		
Выплаты гарантированного минимума и экстрадивидендов	Возможность гибко увеличивать дивиденды при росте прибыли и не сокращать их при ее снижении. Поощряет заинтересованность акционеров в повышении прибыльности компании	Затрудняет быстрый рост компании
Агрессивная политика		
Стабильный уровень дивидендов	Позволяет быстро привлечь массу неквалифицированных инвесторов (строительство пирамид)	«Проедание» прибыли. Отсутствие ресурсов для долгосрочного развития
Постоянное возрастание размера дивидендов		

Стоит отметить, что также существует методика неденежных выплат или выплаты дивидендов акциями. Она проводится как при неблагоприятном финансовом состоянии, так и при временном недостатке финансовых средств для реализации инвестиционных программ при общей финансовой устойчивости. Например, в Великобритании дивиденды, выплачиваемые в виде ценных бумаг, стали популярны в 1973 году после решения об освобождении их от налогов. Когда в 1975 году налоговая система изменилась (дивиденды в виде акций облагались таким же подоходным налогом, как и денежные средства в виде дивидендов), выгоды налоговые снизились<sup>8</sup>.

В зарубежной практике к выплате дивидендов акциями прибегают с целью снижения цены акции, если существующий курс не устраивает компанию. Предполагается, что существует некая средняя цена акции, которая устраивает

<sup>8</sup> Романовский М., ВострокнUTOва А. Корпоративные финансы/ Романовский М., ВострокнUTOва А. / Стандарт третьего поколения. — СПб. Питер, 2011. — С. 422

потенциального инвестора. Высокие значения цен акций воспринимаются рынком как сигнал переоцененности акций и возможность того, что инвесторы будут испытывать проблемы с их реализацией. Дополнительный выпуск, как правило, уменьшает показатели прибыли на акцию и соответственно приводит к снижению цены акций компании.

Для руководства выплата дивиденда акциями имеет смысл, так как не размывается число акционеров, как при публичном размещении дополнительного количества акций. Не все акционеры будут продавать дополнительно полученные акции и предложение акций на рынке будет небольшим. Реально корпорация получит капитал стоимостью, как нераспределенная прибыль, но в виде акционерного капитала. Данные средства могут быть направлены для финансирования как текущей, так и инвестиционной деятельности. Акционеры соглашаются с руководством компании о выплате дивидендов акциями, если: существует не предпочтение дивидендных выплат наличными из-за налогообложения; акционеры осознают, что информация о невыплате дивиденда будет рассмотрена рынком как отрицательный сигнал и цена акции может упасть еще больше.

Четкая, функциональная взаимосвязь между дивидендной политикой и курсовой ценой акции достаточно сложно определяется. Так как на цену акции могут влиять множество различных случайных факторов. Тем не менее, эффективная дивидендная политика может способствовать уменьшению колебания курсовой цены. А в финансовом менеджменте разработаны приемы искусственного регулирования курсовой цены (приобретение акции, консолидация и дробление), которые при определенных условиях могут оказать влияние на величину выплачиваемых дивидендов.

Теоретические дискуссии по поводу того, какой из рассмотренных подходов наиболее эффективный продолжают до сих пор. Однако фактические данные большинства крупных компаний на развитых рынках свидетельствуют, что отдается предпочтение регулярно выплачивать дивиденды. «В частности, проведенное американскими учеными в 1987 г. обследование показало, что 76%

компаний, котирующих ценные бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже и Американской фондовой бирже (American Stock Exchange, ASE) и включенных в файлы системы «Standard and Poor's Compustat», стабильно выплачивали дивиденды своим акционерам»<sup>9</sup>. Также следует отметить, что далеко не всегда высокие дивиденды отражают стабильное финансовое положение компании. Например, "АвтоВАЗ", отечественный автомобильный гигант, проводил странную с точки зрения экономики дивидендную политику. В предкризисный 2007 г. совет директоров "АвтоВАЗа" принял решение рекомендовать общему собранию акционеров выплатить дивиденды на одну акцию в 2,8 раза больше, чем в 2006 г., при росте чистой прибыли на 57,3% и серьезных трудностях со сбытом автомобилей<sup>10</sup>.

## **1.2 Факторы, определяющие дивидендную политику**

В середине 1950-х годов Джон Линтер, американский экономист, провел серию интервью с корпоративными менеджерами наиболее крупных компаний США о дивидендной политике. Опираясь на полученные данные, были сделаны следующие выводы:

- крупные «зрелые» компании со стабильной прибылью, как правило, имеют высокий коэффициент дивидендных выплат; развивающиеся компании могут иметь низкие дивидендные выплаты (или не иметь их вообще);

- для инвесторов более важен коэффициент изменения дивидендов, чем их абсолютный уровень;

- изменения дивидендных выплат должно происходить только в долгосрочном периоде. Краткосрочное изменение прибыли не должно влиять на коэффициент дивидендных выплат.

По мнению Дж. Линтера в каждой акционерной компании формируется свод правил, согласно которому решаются вопросы о выплате дивидендов.

---

<sup>9</sup> Романовский М., Вострокнудова А. Корпоративные финансы: учеб. пособие для вузов / М. Романовский, А. Вострокнудова. — СПб. Питер, 2011. — с. 420.

<sup>10</sup> Ружанская, Л., Лукьянов С. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов / Л. Ружанская, С. Лукьянов // Вопросы экономики. – 2010. – №3. – С. 133.

Прежде всего, следует провести систематизацию факторов дивидендной политики, разделив их по месту возникновения на внешние и внутренние. К внешним можно отнести следующие группы факторов: требования законодательства; требования двусторонних соглашений и односторонних обязательств акционерного общества; макроэкономические факторы. К внутренним - группы субъективных и объективных внутрифирменных факторов.

Требования законодательства. Факторы данной группы объективны, поскольку влияют на все предприятия, либо на строго определенную их категорию. Эти факторы можно разделить на две подгруппы: к первой относятся условия, при которых дивиденды могут быть объявлены, ко второй - требования, регламентирующие источники, форму и процедуру их выплаты.

В большинстве стран законодательством разрешена одна из двух схем дивидендных выплат: на выплату дивидендов может использоваться либо только прибыль компании (включая прибыль текущего года и нераспределенную прибыль прошлых лет), либо прибыль и эмиссионный доход. Например, в Великобритании и в США выделяют несколько основных правила, имеющих отношение к дивидендной политике компаний: правило эрозии капитала, правило неплатежеспособности и правило злоупотребления реинвестированием прибыли.

Согласно правилу эрозии капитала сумма дивидендов не может превышать сумму нераспределенной прибыли, отраженной в балансе.

Правило неплатежеспособности означает запрет на выплату дивидендов компанией, если сумма ее обязательств перед кредиторами превышает величину реальных активов<sup>11</sup>. Так как способность фирмы платить по своим долговым обязательствам зависит скорее от ее ликвидности, указанное ограничение защищает кредиторов от риска невозврата займа. То есть, когда денежные средства компании весьма ограничены, ей не разрешается отдавать предпочтение акционерам в ущерб кредиторам.

---

<sup>11</sup> Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент: учеб. пособие для вузов /В.В. Ковалев – М.: Финансы и статистика, 2004. - С. 662.

Налоговое законодательство США запрещает злоупотребление реинвестированием прибыли. Несмотря на то что злоупотребление реинвестированием прибыли — понятие довольно расплывчатое, принято считать, что оно означает существенное превышение удерживаемой прибыли в сравнении с текущими и будущими инвестиционными потребностями компании. Цель этого закона — запретить компаниям удерживать прибыль исключительно ради того, чтобы избежать налогов. Если Налоговая администрация (Internal Revenue Service — IRS) сможет доказать факт злоупотребления удержанием прибыли, компания может быть оштрафована. Когда фирма действительно обеспечивает себе избыточно прочную ликвидную позицию, ее руководство должно быть готово к тому, чтобы предъявить IRS достаточно убедительные аргументы в пользу удержания прибыли. В противном случае выгоднее выплачивать избыточные денежные средства акционерам в виде дивидендов<sup>12</sup>.

В России источником ограничений на выплату дивидендов является Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ. Согласно указанному нормативному акту акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов, если выполняется одно из следующих условий:

- не произведена полная оплата уставного капитала предприятия;
- не выкуплены акции, которые акционерное общество обязалось выкупить у акционеров по их требованию;
- если на день принятия решения о выплате дивидендов компания отвечает признакам банкротства или данные признаки появятся в результате выплаты дивидендов;
- если на день принятия такого решения стоимость чистых активов меньше уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше их размера после выплаты

---

<sup>12</sup> Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. Основы финансового менеджмента: учебное пособие / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. – Изд. 12-е пер. с англ. — М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2008. — С. 826

дивидендов. Тем самым объявление дивидендов запрещено, если выполняется либо в результате выплаты будет выполняться следующее неравенство:

$$\text{СЧА} < \text{УК} + \text{РФ} + (\text{Рл} - \text{Рн}), \quad (1)$$

где СЧА - стоимость чистых активов акционерного общества;

УК - уставный капитал акционерного общества;

РФ - резервный фонд акционерного общества;

Рл - ликвидационная стоимость привилегированных акций;

Рн - номинальная стоимость привилегированных акций.

Помимо перечисленных выше условий запрещено объявлять дивиденды:

- по обыкновенным акциям и привилегированным акциям, размер дивиденда по которым не определен, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, размер дивиденда по которым оговорен в уставе общества;

- по привилегированным акциям определенного типа, по которым размер дивиденда определен уставом общества, если не принято решение о полной выплате дивидендов (в том числе о полной выплате всех накопленных дивидендов по кумулятивным привилегированным акциям) по всем типам привилегированных акций, предоставляющим преимущество в очередности получения дивидендов.

Несложно заметить, что требования, ограничивающие способность компании объявлять дивиденды, в основном касаются платежеспособности и финансовой устойчивости.

Также следует отметить, что общество не вправе выплачивать объявленные дивиденды по акциям:

- если на день выплаты общество отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством Российской Федерации о

несостоятельности (банкротстве) или если указанные признаки появятся у общества в результате выплаты дивидендов;

- если на день выплаты стоимость чистых активов общества меньше суммы его уставного капитала, резервного фонда и превышения над номинальной стоимостью определенной уставом общества ликвидационной стоимости размещенных привилегированных акций либо станет меньше указанной суммы в результате выплаты дивидендов;

Требования двусторонних соглашений и односторонних обязательств акционерного общества включают в себя контрактные ограничения на выплату дивидендов, а также правила листинга некоторых фондовых бирж, касающихся дивидендов. Так, кредитные учреждения в целях гарантийного обслуживания долга могут предъявлять требования к заемщику, устанавливая минимальный процент реинвестируемой прибыли или устанавливая определенный коэффициент, при котором выплаты не производятся. Также допуск и торговля на крупных фондовых биржах производится, если на протяжении длительного периода времени не было фактов уменьшения акционерным обществом дивидендных выплат.

К макроэкономическим факторам можно отнести:

1) Налоговую систему. Конкретные ставки отдельных налогов и система налоговых льгот существенным образом влияет на пропорции распределения прибыли. Если уровень налогообложения личных доходов граждан значительно ниже уровня налогообложения хозяйственной деятельности и имущества предприятия, это создает предпосылки к повышению доли прибыли, направляемой на выплаты дивидендов. И наоборот, если налоговая система предусматривает льготы по реинвестированию прибыли. По ее направлению на благотворительные и иные цели, это создает предпосылки стимулирования таких форм использования прибыли.

2) Темп инфляции. Инфляционное обесценение активов имеет особое место среди факторов, влияющих на формирование дивидендной политики. Так, в условиях гиперинфляции инвестор предпочтет получение

прибыли сегодня обещанной сверхприбыли завтра. Это приводит к тому, что акционеру сложно отказаться от дивидендных выплат с целью инвестирования полученной компанией прибыли даже в высокодоходные проекты.

3) Стадия конъюнктуры товарного рынка. В период подъема конъюнктуры рынка, на котором предприятие реализует свою продукцию, эффективность капитализации прибыли в процессе ее распределения возрастает. Действие этого благоприятного фактора позволяет получить в предстоящем периоде большую норму прибыли на реинвестируемый капитал, чем в предшествующие периоды.

Внутренние факторы оказывают решающее воздействие на пропорции распределения прибыли, так как позволяют формировать их применительно к конкретным условиям и результатам хозяйствования данного предприятия. К числу важнейших из этих факторов относятся:

Соблюдение интересов акционеров. Сложившаяся структура собственников данной корпорации (состоятельные инвесторы, институциональные инвесторы, бывшие работники данной корпорации и т. п.) также непосредственно влияет на размер и выплаты дивидендов. Так, например, стратегические инвесторы (акционеры), стремящиеся максимизировать свою общую полезность от владения акциями в долгосрочном периоде, могут настаивать на реинвестировании всей прибыли, в свою очередь финансовые инвесторы могут иметь противоположные интересы.

Уровень текущей прибыли, и инвестиционные возможности корпорации являются одними из основных критериев выбора дивидендной политики. Большинство компаний практически постоянно сталкивается с проблемой поиска финансовых источников для обновления материально-технической базы, наращивания производственных мощностей. В результате происходит ограничения дивидендных выплат. А реинвестирование прибыли – это более приемлемая и относительно безрисковая форма финансирования предприятия, расширяющего свою деятельность. В частности, в этом состоит одна из причин ее широкого распространения. Так, проведенное британскими учеными

исследование деятельности в послевоенное время четырехсот двух зарегистрированных на Лондонской бирже компаний, действующих в сфере производства, торговли, строительства и транспорта, показало, что новые инвестиционные проекты на 91 % осуществлялись за счет реинвестирования прибыли<sup>13</sup>.

К факторам, характеризующим инвестиционные возможности компаний, относятся: конъюнктурный цикл товарного рынка, участником которого является акционерная компания (в период подъема конъюнктуры эффективность капитализации чистой прибыли существенно возрастает); стадия жизненного цикла компании, так как, например, на ранних стадиях жизненного цикла она вынуждена больше средств инвестировать в свое развитие, ограничивая выплату дивидендов; степень готовности планируемых к финансированию инвестиционных проектов. В случае отсутствия возможностей выгодного инвестирования прибыли в развитие компании акционер предпочтет не ожидание эффективных будущих проектов данного предприятия, а получение более высоких дивидендов сейчас с целью их вложения в другие компании.

Хотя административного законодательного регулирования пропорций распределения чистой прибыли предприятий не существует, в учредительных документах многих компаний специально оговаривается минимальная доля прибыли отчетного года, обязательная к реинвестированию<sup>14</sup>.

Поддержание достаточного уровня ликвидности компании. Обеспечение достаточного уровня ликвидности активов является необходимым условием принятия решения о дивидендных выплатах. Поскольку выплата дивидендов вызывает сокращение активов компании, значит, необходим достаточный объем денежных средств на расчетном счете или наличие денежных эквивалентов, свободно конвертируемых в деньги. То есть к дате выплаты дивидендов акционерное общество должно по возможности максимизировать

---

<sup>13</sup> Dixon R Financial Management, 2-nd ed. ACCA Longman Group UK Ltd, 1991.

<sup>14</sup> Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент: учеб. пособие для вузов /В.В. Ковалев – М.: Финансы и статистика, 2004. - С. 663.

кассовый остаток и высоколиквидные средства. Теоретически коммерческая организация может взять кредит для выплаты дивидендов, однако это не всегда возможно и связано с дополнительными расходами. Таким образом, коммерческая организация может быть прибыльной, но не готовой к выплате дивидендов по причине отсутствия реальных денежных средств. Руководство, принимая решение об объявлении дивидендов, должно четко оценивать возможности изменения структуры активов и нахождения необходимых денежных средств. Так в соответствии с российским законодательством: «В случае невыплаты объявленных дивидендов в установленный срок акционер вправе обратиться с иском в суд о взыскании с общества причитающейся ему суммы дивидендов, а также процентов за просрочку исполнения денежного обязательства на основании статьи 395 Гражданского кодекса Российской Федерации»<sup>15</sup>.

Доступность альтернативных источников капитала. На возможность выплаты и размер дивидендов помимо фактически полученной суммы прибыли, финансового левериджа, уровня рентабельности собственного капитала влияет и стоимость капитала. К факторам, характеризующим возможность формирования финансовых ресурсов компании, относятся:

- 1) стоимость привлечения дополнительного акционерного капитала;
- 2) стоимость привлечения заемного капитала в форме облигационных займов;
- 3) стоимость привлечения заемного капитала в форме банковского кредита;
- 4) уровень кредитоспособности компании, определяемый ее текущем финансовым положением;
- 5) прочие характеристики займа. Договор о кредитовании компании может включать условия по ограничению размера выплачиваемых дивидендов с целью обеспечения достаточного размера средств предприятия, необходимых

---

<sup>15</sup> Постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 N 19 (ред. от 16.05.2014) "О некоторых вопросах применения Федерального закона "Об акционерных обществах" [Электронный ресурс] : постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 N 19 (ред. от 16.05.2014) // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?base=ARB&n=18894&req=doc>

для обслуживания долга. Например, установление максимальной дивидендной доходности акций<sup>16</sup>.

Совокупный доход акционеров складывается из прироста стоимости капитала компании и дивидендного дохода. Таким образом, факторы, влияющие на величину двух данных источников, оказывают влияние на максимизацию полезности от владения акцией. Если на рынке имеются альтернативные варианты инвестирования средств с аналогичной степенью риска, но приносящие большую норму прибыли на вкладываемый капитал, акционеры компании могут требовать большие дивидендные выплаты. Таким образом, уровень дивидендных выплат в компаниях конкурентах также оказывает воздействие на дивидендную политику. Важным фактором, влияющим на проводимую компанией дивидендную политику, является угроза возможной утраты контроля над управлением компанией. Для поддержания стабильного уровня дивидендных выплат часто прибегают к дополнительной эмиссии акций, которая приводит к появлению новых акционеров и размыванию капитала фирмы. Низкий уровень дивидендов может вызвать снижение курсовой стоимости акций, а в результате и к сбросу акций, что в случае приобретения данных ценных бумаг конкурентами приведет к утрате акционерной компанией финансовой самостоятельности.

Информационное значение дивидендных выплат. В условиях рынка информация о дивидендной политике компании тщательно отслеживается инвесторами, брокерами, финансовыми аналитиками и другими рыночными агентами. Сбои в выплате дивидендов, любые нежелательные отклонения от сложившейся практики могут привести к снижению рыночной цены акций. Поэтому нередко коммерческая организация вынуждена поддерживать дивидендную политику на достаточно стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры. В результате для многих акционеров степень стабильности дивидендной политики служит индикатором успешной деятельности данной компании.

---

<sup>16</sup> Шохин Е.И. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Е.И. Шохин. — М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004. — С.161.

При построении дивидендной политики менеджер компании должен учитывать данные факторы. Однако разные исследователи предлагают различные классификации факторов, определяющих дивидендную политику компаний. Рассмотрим некоторые из них. «Джеймс К. Ван Хорн и Джон М. Вахович выделяют шесть основных факторов, которые, по их мнению, влияют на дивидендную политику: юридические норма, регламентирующие процессы выплаты дивидендов, потребность фирмы в денежных средствах, ликвидность фирмы, способность занимать деньги, наличие ограничений в долговых соглашениях, контроль над компанией»<sup>17</sup>.

Автор Т. В. Кириченко в своем исследовании также выделила шесть факторов. К ним относятся: «темп роста организации, наличие ограничительных договоров, лимитирующих выплачиваемые дивиденды, доходность, стабильность доходов, эффективность контроля над деятельностью организации, степень финансирования за счет заемного капитала»<sup>18</sup>.

Опираясь на все вышесказанное, можно сделать вывод, что анализ и оценка данных факторов позволяет выбрать тот или иной тип дивидендной политики предстоящего периода. При реализации дивидендной политики каждая акционерная компания исходит из своих собственных проблем, условий, ценностей. Крайняя сложность формирования дивидендной политики связана с ее многофакторностью и с недостаточностью информации для прогнозирования долгосрочного влияния на рыночную стоимость компании.

### **1.3 Традиционные теории дивидендной политики. Влияние дивидендов на стоимость компании**

Влияют ли дивидендные выплаты на рыночную стоимость компании - является основным вопросом в теории дивидендной политики. По мнению Р.

---

<sup>17</sup> Ткачева, А.В. Исследование факторов, влияющих на дивидендную политику коммерческой организации // Финансовые исследования. – 2008. – № 2. – С. 25-36.

<sup>18</sup> Ткачева, А.В. Исследование факторов, влияющих на дивидендную политику коммерческой организации // Финансовые исследования. – 2008. – № 2. – С. 25.

Брейли и С. Майерса данный вопрос входит в десятку нерешённых проблем теории финансов. И на сегодняшний день данная проблема остается предметом дебатов в среде представителей доктрины и практиков.

Полемика о дивидендной политике представлена сегодня тремя противоположными точками зрения. Первая группа (консерваторы правого толка) полагает, что с увеличением дивидендных выплат происходит рост стоимости компании. Другая группа (левые радикалы) считает, что с увеличением дивидендных выплат происходит снижение стоимости компании. К третьей группе (центристы) относятся ученые, по мнению которых дивидендная политика не имеет никакого отношения к стоимости.

Вопросу, как формируется дивидендная политика и как она влияет на стоимость компании, посвящены многочисленные научные исследования. Выделяют следующие основные теории дивидендной политики: теория иррелевантности дивидендов, теория существенности дивидендной политики, теория налоговой дифференциации, сигнальная теория дивидендов, теория клиентуры, инвестиционная теория, агентская теория, теория жизненного цикла, поведенческая теория удовлетворения предпочтений инвесторов.

Первый подход получил название «Теория иррелевантности дивидендов», основными разработчиками которой стали М. Миллер и Ф. Модильяни. Сущность данной концепции состоит в том, что если компания получила прибыль  $N$  и имеет возможность ее инвестировать в проект  $M$ , генерирующий такую же доходность, как и в среднем в компании, то она может выбрать любой из вариантов: а) реинвестировать прибыль в полном объеме; б) выплатить всю прибыль в виде дивидендов и профинансировать проект за счет дополнительной эмиссии акций; в) часть прибыли выплатить в виде дивидендов, далее компенсировать отток средств дополнительным выпуском акций и затем профинансировать проект за счет двух источников — нераспределенной прибыли и поступлений от эмиссии акций.

При принятии решений в области финансовых вложений инвестор стремится максимизировать общую доходность, представляющую сумму

дивидендной и капитализированной доходностей. При учете ряда ограничений (отсутствие налогов; нулевые транзакционные издержки; безразличие инвесторов между доходами от прироста капитала и текущими дивидендами; отсутствие информационной асимметрии между менеджерами и инвесторами относительно будущих перспектив и др.) выплаты дивидендов не меняют общей доходности, а приводят лишь к изменению ее структуры. То есть, любой из представленных выше вариантов, определяемых лишь инвестиционными решениями, равноприемлем для инвесторов, следовательно, дивидендная политика не влияет ни на стоимость компании ни на благосостояние акционеров. Однако большое количество ограничений делает данную теорию сложно применимой на практике.

Последователи теории иррелевантности дивидендов полагают, что оптимальная стратегия в дивидендной политике заключается в выплате дивидендов только после того, как изучены все возможности реинвестирования чистой прибыли. То есть представители данной теории предлагают, что методика выплаты дивидендов по остаточному принципу является наиболее эффективной дивидендной политикой.

Оппонентами теории Модильяни Миллера (представители теории существенности дивидендной политики) считают, что дивидендная политика существенна, так как она влияет на величину совокупного богатства акционеров. Основными представителями данного направления считаются М. Гордон и Дж. Линтнер. Модель Дж. Линтнера 1956 года основана на ряде интервью с менеджерами компаний об проводимой ими дивидендной политике. Исследуемая выборка состояла из американских компаний и включала промежуток времени с 1918 по 1941 гг. Основной их аргумент выражается в том, что инвесторы всегда предпочитают текущие дивиденды доходам, лишь потенциально возможным в будущем, в том числе и возможному приросту акционерного капитала. Кроме того, текущие дивидендные выплаты уменьшают уровень неопределенности инвесторов относительно целесообразности и выгоды инвестирования в данную

компанию. Напротив, если дивиденды не выплачиваются, неопределенность увеличивается, возрастает и приемлемая для акционеров норма дохода, что приводит к снижению рыночной оценки акционерного капитала, т.е. к уменьшению благосостояния акционеров.

Таким образом, основной вывод из рассуждений Гордона и Линтнера таков: в формуле общей доходности дивидендная доходность имеет приоритетное значение. Увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости фирмы, т.е. увеличению благосостояния ее акционеров<sup>19</sup>. Возражения противников данной теории в основном сводятся к тому, что использовать аргумент наличия фактора риска нельзя, т.к. выплаченные дивиденды акционер реинвестирует в акции данного или другого предприятия. Фактор риска учитывается индивидуально каждым инвестором и зависит от общего уровня риска хозяйственной деятельности, а не от характеристик дивидендной политики.

Росс, Като, Левенштейн, которые являются авторами “Сигнальной теории дивидендов” (или “сигнализирующая”), рассматривают уровень дивидендных выплат как существенный фактор влияния на рыночную стоимость акций, т.к. многие методы определения текущей стоимости акций используют в качестве составляющей расчетов именно величину ранее выплаченных дивидендов и их прогноз на будущий период. Но данная теория применима в том случае, если рынок информационно прозрачен и “передает сигналы” большому количеству участников рынка с минимальными издержками, что в российских условиях затруднено.

Теория налоговой дифференциации базируется на результатах исследований Н. Литценбергера и К.Рамасвами в начале 80-х годов XX века. Согласно данной концепции с позиции акционеров приоритетное значение имеет не дивидендная, а капитализированная доходность, в случае, если в стране доход от капитализации облагался по меньшей налоговой ставке, чем

---

<sup>19</sup> Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент: учеб. пособие для вузов /В.В. Ковалев – М.: Финансы и статистика, 2004. — С. 659.

доход от получения дивидендов. В соответствии с этой теорией, если две компании различаются лишь в способах распределения прибыли, то акционеры фирмы, имеющей относительно высокий уровень дивидендов, должны требовать повышенный доход на акцию, чтобы компенсировать потери в связи с повышенным налогообложением. Таким образом, компании невыгодно платить высокие дивиденды, а ее рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли. В различных странах по-разному подходят к проблемам установления ставок налогообложения этих двух видов доходов по отдельным категориям налогоплательщиков. Например, в 2014 году в Германии и в Японии ставка налога на доход от капитализации была выше, чем на дивиденды, а во Франции — ниже; в Великобритании, Австралии, Канаде ставки налога на дивидендный доход и реинвестированную прибыль одинаковы<sup>20</sup>. Исходя из данной теории, в случае, если доход от капитализации облагался налогом по меньшей ставке, чем налог на полученные дивиденды, инвесторы могут согласиться заплатить более высокую цену за акции компаний, которые выплачивают достаточно низкие дивиденды.

Согласно теории клиентуры компания устанавливает определенную политику выплат дивидендов, которая затем привлекает «клиентуру», состоящую из тех инвесторов, которые предпочитают именно эту дивидендную политику. Так если основной состав акционеров заинтересован в получении дивидендов, то именно эту дивидендную политику следует предпочесть предприятию. Акционеры, несогласные с такой практикой, реинвестируют капитал в другие компании, и состав акционеров станет однородным.

Автором Инвестиционной теории дивидендов является американский экономист Дж. Уолтер, который доказывает, что дивидендная политика связана с максимизацией котировки его акций, то есть ростом рыночной стоимости предприятия за счет его инвестиционной деятельности. При этом, если уровень

---

<sup>20</sup>Абалакина, Т. В., Абалакин, А. А. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании [Электронный ресурс] / Т.В. Абалакина, А.А. Абалакин // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ». — 2014. — №5. — Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/?p=issue-5-13>

доходности инвестиций предприятия превышает уровень доходности его акций, то размер дивидендных выплат может снижаться, и в этом инвестиционная теория является более гибкой. При данной теории если уровень доходности инвестиций предприятия ниже уровня доходности его акций, то размер дивидендных выплат должен возрастать.

Еще одной классической теорией дивидендной политики является агентская теория. «Изначально агентская теория дивидендов была выдвинута в теоретической работе Ф. Истербрука 1984 года, в которой показано, что одной из причин, по которой компании выплачивают дивиденды, может быть снижение агентских издержек путем ограничения денежного потока, доступного менеджерам»<sup>21</sup>. Таким образом, теория агентских издержек использует дивидендную политику как механизм уравнивания интересов акционеров и менеджеров. «Еще А. Смит открыл, что менеджеры первых акционерных обществ вели себя не всегда безукоризненно, а попытки контролировать их со стороны акционеров редко были успешными в результате высоких издержек в первую очередь»<sup>22</sup>.

Современная агентская теория пытается объяснить структуру капитала как результат попыток минимизирования издержек разделения собственности и контроля. Агентские издержки меньше в фирмах с большим участием менеджеров в собственности (Jensen, Meckling, 1976) и в фирмах с мжоритарным акционером, который имеет больше возможностей контролировать менеджмент (Slifer, Vishney, 1986).

Теория жизненного цикла компании представляет собой законченную и подтвержденную форму агентской теории. Согласно теории жизненного цикла, молодые компании испытывают трудности с выплатой дивидендов акционерам, так как могут иметь недостаток денежных средств. Также компании, находящиеся на ранней стадии, направляют свою чистую прибыль на инвестиционные возможности для расширения деятельности предприятия.

---

<sup>21</sup> Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. – С. 234.

<sup>22</sup> Силова, Е.С. Дивидендная политика российских компаний // Вестник Челябинского государственного университета. – 2015. – № 6(187). – С. 136.

Обратная ситуация складывается со зрелыми компаниями. В них существует достаточный свободный денежный поток, который менеджеры могут направить на выплату дивидендов инвесторам, так как на зрелой стадии производства компании в меньшей степени вкладываются в инвестиционные проекты. Таким образом, согласно объяснениям исследователей теория жизненного цикла фирмы предполагает, что наиболее благоприятная стадия для выплаты дивидендов в компании является стадия зрелости (Ben-David, 2010). Необходимо отметить, что проверка данной теории была проведена на американском рынке за период времени с 1973 по 2002 гг. На основе проведенного исследования, теория нашла свое подтверждение.

Говоря о теориях, объясняющих дивидендные выплаты, нельзя не упомянуть поведенческую теорию удовлетворения предпочтений инвесторов (Baker, Wurgler ). В отличие от рассмотренных ранее данная теория является поведенческой и стоит в некотором роде особняком. Основная идея заключается в том, что менеджеры компании строят дивидендную политику, ориентируясь на текущие предпочтения инвесторов относительно выплаты или невыплаты дивидендов. Но в отличие от теории клиентуры, предпочтения инвесторов объясняются в первую очередь не объективными факторами (налоговые льготы и т.п.), а «настроением» инвесторов на рынке.

Опираясь на все вышесказанное, можно сделать вывод, формирование дивидендной политики проходит ряд этапов, предусматривающих последовательное выполнение действий, направленных на выявление основных факторов, определяющих формирование дивидендной политики в компании. После оценки влияния на компанию различных факторов выбирается приемлемый для существующих условий тип дивидендной политики. При формировании дивидендной политики необходимо учитывать, что классическая формула: «курс акций прямо пропорционален дивиденду и обратно пропорционален процентной ставке по альтернативным вложениям» применима на практике далеко не во всех случаях. О чем свидетельствуют как эмпирические данные, так и различные теоретические подходы. Если

инвесторы хорошо информированы о причинах невыплаты дивидендов, о программах развития предприятия и направлениях реинвестирования прибыли, они могут высоко оценить стоимость акций предприятия даже и без выплаты дивидендов.

## 2 Предварительный анализ данных, связанных с дивидендной политикой российских публичных компаний

### 2.1 Выдвижение гипотез исходя из основных теоретических подходов к дивидендной политике

На сегодняшний день анализ факторов, влияющих на дивидендные выплаты, вызывает все больший интерес у исследователей, так как в нем рассматриваются множество противоречивых явлений, которые оказывают непосредственное влияние на принятие финансовых решений в компании.

Нами было отмечено, что в современной финансовой науке существует множество теорий, описывающие факторы, влияющие на принятия решения о выплате дивидендов. Большая часть из них подтверждает зависимость величины дивидендов от результатов финансово-хозяйственной деятельности и других характеристик фирмы. Как уже было сказано в разработку теоретических основ дивидендной политики весомый вклад внесли Ф. Модильяни, М. Миллер, С. Росс, М. Гордон, Дж. Линтнер, Р. Литценбергер и др. Краткие выводы разработанных ими теорий представлены таблице 2.1.

Таблица 2.1 - Основные теоретические подходы к дивидендной политике

Теории дивидендной политики	Авторы	Выводы
Теория независимости дивидендов (теория иррелевантности, теория Модильяни-Миллера (ММ))	Миллер, Модильяни, Хо, Лам, Сами, Омрэн, Пойнтон	Начисление дивидендов по остаточному принципу (после удовлетворения инвестиционных потребностей и формирования достаточных резервов для развития)
Сигнальная теория	Росс, Като, Левенштейн, Айвазян и др.	Выплата высоких дивидендов «сигнализирует» об устойчивости фирмы и ее доходов, а также о ее хороших перспективах в будущем
Теория налоговых предпочтений	Литценбергер, Рамасвами, Блэк, Груллон, Микаэли	Дивидендная политика определяется налоговыми предпочтениями акционеров и критерием минимизации налоговых выплат

## Окончание таблицы 2.1

Теория дивидендной политики	Авторы	Выводы
Теория предпочтительности дивидендов	Гордон, Линтнер, Нэсер, Рэдди и др.	Получение дивидендов является более надежным и предпочтительным для инвесторов, чем доход от прироста капитала. Фирмы имеют целевой коэффициент дивидендных выплат и стремятся сглаживать траекторию дивидендов, реагируя на изменения основных финансовых показателей компании.
Теория удовлетворения предпочтений инвесторов	Бейкер и Верглер	Инвесторы по психологическим или институциональным причинам предпочитают акции с тем или иным уровнем выплат, а во-вторых, менеджеры компаний стараются подстроить дивидендную политику под меняющийся спрос инвесторов на выплаты.

Для отбора факторов, являющихся детерминантами дивидендных выплат, нами были проанализированы основные теоретические подходы к дивидендной политике и исходя из них были отобраны независимые переменные:

1) Инвестиционные возможности компании. М. Миллером и Ф. Модильяни было доказано, что при соблюдении определенных условий дивидендная политика не влияет на увеличение стоимости акции. Величина дивидендов зависит от проводимой инвестиционной политики и ее результатов. Также нами было отмечено, что последователи теории иррелевантности дивидендов полагают, что оптимальная стратегия в дивидендной политике заключается в выплате дивидендов только после того, как изучены все возможности реинвестирования чистой прибыли. Можно предположить, что наличие хороших инвестиционных возможностей должно отрицательно влиять на дивиденды, поскольку компании будут требовать больше средств для реализации инвестиционных проектов, и альтернативная стоимость выплаты дивидендов будет выше.

Эмпирические работы на данных США в целом подтверждают выдвинутую гипотезу. Так, Rozeff (1982) выявляет отрицательное влияния инвестиционных возможностей на вероятность принятия решения о выплате дивидендов. Jensen, Solberg and Zorn (1992) показывают, что дивиденды отрицательно зависят от инвестиционных возможностей и положительно – от рентабельности. Smith and Watts (1992) на уровне отраслей подтверждают отрицательное влияние инвестиционных возможностей на дивиденды и положительное влияние размера компании.

2) Коэффициент Тобина. Согласно Сигнальной модели Росса выплаты дивидендов могут служить сигналами о будущей прибыли компании и ее истинной стоимости. Соответственно, объявление дивидендов является важной информацией для рынка, так как в отличие от других сигналов оно должно быть подкреплено наличием соответствующего объема денежных средств. Опираясь на модель Росса можно предположить, что если компания имеет высокий коэффициент Тобина, то она должна принять решение о выплате дивидендов, чтобы не снизить рыночную стоимость компании.

К. Аноуар (2011) использовал данный показатель на французском рынке. «Существуют периоды, когда инвесторы увеличивают спрос на акции, по которым выплачиваются дивиденды, и они готовы переплачивать за них. В результате появляется так называемая дивидендная премия, т.е. превышение цены акции над фундаментальной стоимостью компании из-за повышенного спроса у инвесторов на акции»<sup>23</sup>.

Федоровой Е.А. в статье «Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка»<sup>24</sup> были выделены в качестве параметров (согласно модели Росса), влияющих на принятие решений о выплате дивидендов - финансовый рычаг и коэффициент Тобина. В данной работе были использованы данные российских публичных компаний с 2002 по 2012 г. и

---

<sup>23</sup> Лукашов, А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы // Управление корпоративными финансами. – 2015. – № 2. – С. 37.

<sup>24</sup> Федорова, Е.А., Лукаевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // Финансы и кредит. – 2014. – №19(595). – С.3.

предложен подход к разработке моделей прогнозирования выплаты дивидендов для российских компаний.

3) Рентабельность активов. Майрон Гордон и Джон Линтнер выступали как оппоненты теории независимости дивидендной политики и в своих трудах утверждали, что дивидендная политика существенна и влияет на величину совокупного богатства акционеров. Согласно этой модели, фирмы имеют целевой коэффициент дивидендных выплат и стремятся сглаживать траекторию дивидендов, лишь реагируя на изменения основных финансовых показателей компании. Инвесторы всегда стремятся исключить или свести к минимуму финансовый риск, поэтому для них предпочтительней получить дивиденды, чем ожидать будущих доходов, которые возможны в случае продажи акций. Рынок акций не вполне стабилен, цена акции зависит от политических и экономических факторов, а также от внутренних процессов в самой компании. Отсутствие норм, регулирующих минимально гарантированную величину дивидендных выплат, приводит к тому, что их объем напрямую зависит от результатов деятельности компании. К долгосрочным результатам деятельности компании можно отнести ее рыночную капитализацию, размер совокупных активов и результат деятельности предприятия за определенный период времени. Таким образом, если предприятие обладает необходимым размером источника выплаты дивидендов – чистой прибылью, то вероятность принятия решения о выплате дивидендов увеличивается. Однако существует высокая вероятность того, что использование показателя чистой прибыли в абсолютном выражении в модели, приведет к высокой гетероскедастичности, делающей полученные оценки несостоятельными. Поэтому в большинстве работ в качестве параметров используются ROE, ROA или их модификации.

Yirong Gou, Min Maung, Craig Wilson (2005) находят положительную связь между изменением дивидендов и рентабельностью активов среди американских компаний с 1975-2005 г. Ружанская и Лукьянова (2010) на выборке уральских компаний демонстрируют, что более рентабельные компании с большей

вероятностью платят дивиденды, но на размер дивидендов рентабельность значимо не влияет. Однако стабильного влияния долговой нагрузки и инвестиционных возможностей выявлено не было.

4) Размер компании. Согласно модели Гордона размер компании относится к долгосрочным результатам ее деятельности, поэтому если организация имеет высокую капитализацию или совокупный объем активов, то у нее вероятно имеется больше возможностей для поиска источников для выплаты дивидендов.

Данная гипотеза была подтверждена К. Аноуаром среди французских публичных компаний. Lloyd, Jahera and Page (1985) указывают, что дивиденды могут положительно зависеть от размера компании, так как крупные компании имеют более легкий доступ к рынку капитала, их издержки привлечения внешнего финансирования ниже. Fama and French (2002) отмечают, что размер компании может отражать волатильности доходов, что также предсказывает его положительное влияние на дивиденды.

Пирогова и Волкова в работе 2009 года проводили исследование дивидендной политики компаний трех стран: Российской Федерации, Индии и Китая за период 1995-2008 гг. Ими были построены большое количество моделей и исследованы различные факторы (предельная налоговая ставка, реальная процентная ставка рентабельность, размер компании, бета, наличие инвестиционных возможностей, темп роста компании, долговая нагрузка, число акционеров), влияющие на принятие решения о выплате дивидендов. Для российского рынка значимыми оказываются лишь факторы размера компании (активы компании) и темпа ее роста (темп роста активов)<sup>25</sup>.

5) Дивидендная премия. Основная идея теории удовлетворения предпочтений инвесторов заключается в том, что менеджеры компании строят дивидендную политику, ориентируясь на текущие предпочтения инвесторов

---

<sup>25</sup> Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. – С. 234.

относительно выплаты или невыплаты дивидендов<sup>26</sup>. Для эмпирического тестирования предложенной модели реакция менеджеров оценивается по изменениям доли компаний, начинающих выплату дивидендов, а также продолжающих ее и прекращающих. Так в своей работе Бейкер и Верглер рассматривают рынок США, в период исследования – 1962-2000 гг. Ими было сделано предположение, что существует значительная зависимость между размером дивидендной премии в год  $t$  и количеством компаний, которые на следующий год  $t + 1$  принимают решение начать выплаты дивидендов. «Среди компаний каждого типа берется среднее арифметическое отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости капитала компании, и разность натуральных логарифмов получившихся величин называется дивидендной премией»<sup>27</sup>.

Ряд эмпирических исследований показывает значительную корреляцию между увеличением числа компаний, начинающих выплаты, и увеличением дивидендной премии в предыдущем периоде. Так в работе Neves, Pindado, Torre (2006) теория удовлетворения предпочтений инвесторов находит подтверждение и на европейских рынках за период 1986-2003 гг.<sup>28</sup>

Однако необходимо отметить, что рассматриваемая теория находит подтверждение не во всех исследованиях. Основная причина не использования данной теории состоит в том, что желание менеджеров удовлетворять нерациональные предпочтения инвесторов сильно зависит от правовой системы. Так в странах с англо-саксонской правовой системой данная теория чаще проходит подтверждения, по сравнению со странами, имеющими романо-германскую правовую систему. Это объясняется тем, что акционеры стран с англо-саксонским правом лучше защищены и имеют больше прав.

б) Финансовый рычаг. Высокий долг увеличивает рискованность новых займов, делая внешнее финансирование еще менее предпочтительным и

---

<sup>26</sup> Baker M., Wurgler J. A catering theory of dividends // The journal of finance. 2004. Vol. 59(3). p. 1107.

<sup>27</sup> Baker M., Wurgler J. A catering theory of dividends // The journal of finance. 2004. Vol. 59(3). p. 1108.

<sup>28</sup> Neves E., Pindado J., Torre C. Dividends: New evidence on the catering theory // Universidad de Salamanca. 2006. URL: [http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt\\_14\\_06.pdf](http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_14_06.pdf)

повышая дополнительные издержки выплаты дивидендов. Таким образом, предполагается, что с ростом финансового рычага происходит снижение дивидендах выплат.

Higgins (1972) показал, что темп роста активов и высокий финансовый рычаг – отрицательно влияют на выплату дивидендов.

7) Коэффициент текущей ликвидности. Для того чтобы принять решение о выплате дивидендов компания обязана владеть определенным объемом денежных средств на расчетном счете или наличных денежных эквивалентов, свободно конвертируемых в деньги, так как выплата дивидендов вызывает сокращение активов компании. Таким образом, предполагается, что чем выше коэффициент ликвидности, тем выше вероятность принятия решения о выплате дивидендов.

Данная гипотеза была подтверждена Grullon, Michaely, Swaminathan (2002), изучая информационную составляющую дивидендов на американском рынке<sup>29</sup>. Список факторов и соответствующих теорий, которые будут анализироваться в исследовании, представлены в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Теоретические подходы и соответствующие им параметры

Теория дивидендной политики	Параметры
Теория иррелевантности дивидендов (теория ММ)	Инвестиционные возможности
Сигнальная теория	Коэффициент Тобина
Теория предпочтительности дивидендов	Рентабельность активов. Размер компании
Теория удовлетворения предпочтений инвесторов	Дивидендная премия
Прочее	Финансовый рычаг Коэффициент текущей ликвидности

В эмпирических исследованиях инвестиционные возможности компании обычно оцениваются либо по прошлым темпам роста внеоборотных активов или выручки, либо по оценке рынком перспектив компании – отношению капитализации к балансовой стоимости собственного капитала. Gaver and Gaver (1993) при исследовании влияния инвестиционных возможностей на

<sup>29</sup> Neves E., Pindado J., Torre C. Dividends: New evidence on the catering theory // Universidad de Salamanca. 2006. URL: [http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt\\_14\\_06.pdf](http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_14_06.pdf)

финансовые решения компании отмечают, что все эти показатели по отдельности имеют свои недостатки. Расчет остальных финансово-экономических показателей не вызывает сложностей.

Переменные были рассчитаны следующим образом:

а) инвестиционные возможности (INVEST) рассчитаны как темп прироста внеоборотных активов в предыдущем периоде (см. формулу 2.1):

$$\Delta BA = \frac{BA_t - BA_{t-1}}{BA_{t-1}} * 100\% \quad (2.1)$$

где  $BA_t$  – внеоборотные активы t-го периода.

б) коэффициент Тобина (q-TOBIN) рассчитывается как отношение рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости активов компании предыдущего периода;

в) финансовый рычаг (FIN\_LEVERAGE) рассматривается как отношение заёмного капитала к собственным средствам предыдущего периода.

г) Рентабельность активов (ROA), рассчитываемым как отношение чистой прибыли к средней величине активов по балансу за год предыдущего периода;

д) размер компании ( $\ln(\text{ASSETS})$ ) представлен как логарифм совокупных активов за предыдущий период;

е) дивидендная премия (DIV\_PREM) рассматривается как разность натуральных логарифмов среднего значения отношения рыночной капитализации к балансовой стоимости компании для компаний, которые выплачивают и не выплачивают дивиденды за предыдущий период. Формула расчета может быть представлена следующим образом (см. формула 2.2):

$$\text{ДивПремия} = \ln\left(\text{cn}\left(\frac{\text{Market value}}{\text{Book value}}_{\text{плат}}\right)\right) - \ln\left(\text{cn}\left(\frac{\text{Market value}}{\text{Book value}}_{\text{неплат}}\right)\right) \quad (2.2)$$

ж) коэффициент текущей ликвидности (LIQUIDITY\_RATIO) рассчитан как отношение текущих (оборотных) активов к краткосрочным обязательствам (текущим пассивам) за предыдущий период.

При проведении данного исследования ожидается получить положительную зависимость между принятием решений о выплате дивидендов и коэффициентом Тобина, общим объемом активов, размером чистой прибыли, дивидендной премией и коэффициентом ликвидности, и обратную зависимость между принятием решения о выплате дивидендов и инвестиционными возможностями компании, финансовым рычагом.

## **2.2 Описание выборки российских публичных компаний: анализ описательных статистик и корреляционный анализ**

Главная задача нашего исследования – выяснить, какие факторные признаки влияют на принятие решения собрания акционеров о выплате дивидендов. Для этого была собрана выборка из 39 публичных российских компаний, обыкновенные акции которых котировались на ММВБ в 2009-2015 гг. на протяжении хотя бы одного года, и по которым есть необходимая информация о финансово-экономических показателях. Данные были получены из аналитической базы RUSLANA (от Bureau van Dijk) (см. Приложение А).

Незначительное количество наблюдений объясняется жёсткими критериями при отборе. Изначально в выборку были включены 234 российские публичные компании. Однако нами были исключены компании, о которых отсутствовала информация в базе данных RUSLANA, а также компании, имеющие экстремальных значения переменных. В результате в окончательную исследуемую выборку попали 39 российских публичных компаний. В выборку включены нефинансовые компании различных отраслей: химической, металлургической, нефтеперерабатывающей, машиностроительной и другие. Исследование охватывает период с 2009 по 2015 гг. Также стоит отметить, что российский фондовый рынок еще недостаточно развит и поэтому

отечественные компании предоставляют мало данных о своей финансовой деятельности. Соответственно, чем дальше исследуемый отрезок времени находится от сегодняшнего дня, тем меньше информации предоставлено российскими публичными компаниями по выбранным нами исследуемым факторам.

Стоит отметить, что в большинстве современных эмпирических исследований при построении регрессий наряду с проверкой той или иной теории тестируется и зависимость дивидендных выплат от показателей (размер компании, рентабельность, инвестиционные возможности, долговая нагрузка, доля основных средств в активах). Среди зависимых переменных обычно фигурирует или бинарная переменная или коэффициент дивидендных выплат. Наше исследование основывается на регрессии, построенной с использованием бинарной зависимой переменной. Переменная принимает значение 1, если компания принимала решения о выплате дивидендов за текущий период, и 0 – если компания принимала решения не выплачивать дивиденды за текущий период. Данные о принятии решения относительно выплаты дивидендов собирались вручную с использованием сайтов компаний-эмитентов, а также с помощью сайта Investfuyns группа Cbonds<sup>30</sup>.

На предварительном этапе моделирования, необходимо провести проверку для выбранных факторов на нормальность распределения для построения качественной модели и получения достоверного результата. Также нами были исключены значения параметров, имеющие явные, ярко выраженные «выбросы» из собранной выборки.

В таблице 2.3 содержится информация о среднем значении и стандартном отклонении для переменных q-TOBIN, INVEST, FIN\_LEVERAGE за периоды с 2009-2014 гг.

---

<sup>30</sup> Investfuyns группа Cbonds [Электронный ресурс] — Investfuyns. Режим доступа: <http://investfunds.ru/>

Таблица 2.3 - Описательные статистики независимых переменных

Год	q-TOBIN		INVEST, %		FIN_LEVERAGE	
	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
2009	0,64	0,45	-	-	1,76	2,12
2010	0,66	0,42	8,42	6,19	1,51	1,83
2011	0,49	0,33	8,88	7,02	1,65	1,93
2012	0,48	0,34	6,54	7,35	1,74	1,76
2013	0,39	0,36	6,06	7,76	1,95	1,95
2014	0,38	0,52	8,86	7,18	2,01	1,98

Опираясь на данные описательной статистики независимой переменной – q-TOBIN (см. Приложение Б), можно сделать следующие выводы: среднее значение q-Tobin равно 0,53; стандартное отклонение составило 0,39; данная независимая переменная в среднем изменяется от 0,39 до 0,64 в течение периода с 2009 по 2014 гг.; стандартное отклонение по данной переменной в среднем изменяется от 0,33 до 0,52; максимальное значение отношения рыночной капитализации к балансовой стоимости компании равно 1,7 и приходится на 2010 год, а минимальное значение коэффициент принимает в 2014 и равняется 0,0087; выборка неоднородна, т.к. она имеет коэффициент вариации 0,74, что больше «критического значения» равного 0,33; при нормальном распределении коэффициенты асимметрии и эксцесса имеют значения, близкие к нулю, в нашем распределении коэффициент эксцесса равен 2,40, что указывает на то что распределение «вытянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке больше нуля, что свидетельствует о правосторонней асимметрии. Однако среднее и медиана при нормальном распределении должны иметь приближенные друг к другу значения. В нашей описательной статистике, среднее и медиана практически удовлетворяют этому правилу. Таким образом, основываясь на всем вышесказанном, можно сделать

предварительный вывод о том, что независимая переменная q-TOBIN не соответствует закону нормальному распределению.

Для более точного заключения о нормальности распределения зависимой переменной, стоит провести процедуру проверки с помощью более сильного критерия, например, критерия Жака-Бера. Нулевая гипотеза: переменная имеет нормальное распределение. Значение тестовой статистики Жака-Бера равно 112,67, что значительно больше его критического значения хи-квадрат равного 9,2103, полученного при 1% уровне значимости с двумя степенями свободы, о чем и свидетельствует р-значение равное  $3,25 \cdot 10^{-25}$ . Следовательно, нулевая гипотеза отвергается при однопроцентном уровне значимости. Таким образом, независимая переменная q-Tobin не имеет нормальное распределение.

Инвестиционные возможности, рассчитанные как темп прироста основных средств, в среднем изменяется от 6,06 % до 8,88 % в течении периода с 2009 по 2014 г. Стандартное отклонение по данной переменной в среднем изменяется от 6,19% до 7,76 %. Максимальное значение INVEST равно 22,56% и приходится на 2014 год, а минимальное значение коэффициент принимает в 2012 г., и оно равно -11 %. Среднее значение INVEST равно 7,75%, стандартное отклонение составило 7,15%. В нашем распределении коэффициент эксцесса практически равен нулю: полученное значение - -0,602, что указывает на то, что распределение «втянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке меньше нуля, что свидетельствует о левосторонней асимметрии. Также значение тестовой статистики Жака-Бера равно 7,38253, что меньше его критического значения хи-квадрат равного 9,2103, полученного при 1% уровне значимости с двумя степенями свободы, о чем и свидетельствует р-значение равное 0,0249405. Следовательно, нулевая гипотеза не отвергается при однопроцентном уровне значимости. Таким образом, независимая переменная INVEST имеет нормальное распределение.

Финансовый рычаг, рассчитанный как отношение заёмного капитала к собственным средствам предыдущего периода, в среднем изменяется от 1,51 до 2,01 в течении периода с 2009 по 2014 г. Стандартное отклонение по данной

переменной в среднем изменяется от 1,76 до 2,12. Максимальное значение FIN\_LEVERAGE равно 3,01 и приходится на 2009 год, а минимальное значение коэффициент принимает в 2012 и равно 0,06. Среднее значение FIN\_LEVERAGE равно 1,25, стандартное отклонение составило 0,85. В нашем распределении коэффициент эксцесса практически равен нулю: полученное значение равно 0,43, что указывает на то, что распределение немного «вытянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке меньше нуля, что свидетельствует о левосторонней асимметрии. Также значение тестовой статистики Жака-Бера равно 14,4544, что больше его критического значения хи-квадрат равного 9,2103, полученного при 1% уровне значимости с двумя степенями свободы, о чем и свидетельствует р-значение равное 0,000726547. Следовательно, нулевая гипотеза отвергается при однопроцентном уровне значимости. Таким образом, независимая переменная FIN\_LEVERAGE не имеет нормальное распределение.

В таблице 2.4 содержится информация о среднем значении и стандартном отклонении для переменных ROA, LIQUIDITY\_RATIO, Ln(ASSETS) за периоды с 2009-2014 гг.

Таблица 2.4 - Описательные статистики независимых переменных

Year	ROA		LIQUIDITY_RATIO		Ln(ASSETS)	
	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
2009	4,38	5,93	1,29	1,11	16,42	2,26
2010	5,79	5,61	1,70	1,40	16,55	2,23
2011	6,87	4,51	1,52	1,05	16,69	2,21
2012	6,66	5,52	1,56	1,19	16,79	2,20
2013	4,76	4,82	1,49	1,14	16,87	2,19
2014	3,96	4,82	1,39	1,35	16,98	2,20

Рентабельность активов, один из основных факторов, отражающий информацию об эффективности функционирования компании, в среднем изменяется от 3,96 до 6,87 % в течении периода с 2009 по 2014 г. Стандартное

отклонение по данной переменной в среднем изменяется от 4,82 до 5,93 % . Максимальное значение ROA равно 16,47 % и приходится на 2009 год, а минимальное значение принимает в 2014 году и равен -5,7 % Среднее значение ROA равно 5,61 % , стандартное отклонение составило 5,14 . В нашем распределении коэффициент эксцесса равен -0,74, что указывает на то, что распределение «втянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке больше нуля, что свидетельствует о правосторонней асимметрии. Также значение тестовой статистики Жака-Бера равно 7,88969, что меньше его критического значения хи-квадрат равного 9,2103, полученного при 1% уровне значимости с двумя степенями свободы, о чем и свидетельствует р-значение равное 0,143009. Следовательно, нулевая гипотеза не отвергается при однопроцентном уровне значимости. Таким образом, независимая переменная ROA имеет распределение близкое к нормальному.

Коэффициент текущей ликвидности, рассчитанный как отношение текущих (оборотных) активов к краткосрочным обязательствам (текущим пассивам) за предыдущий период, в среднем изменяется от 1,29 до 1,7 в течении периода с 2009 по 2014 г. Стандартное отклонение по данной переменной в среднем изменяется от 1,05 до 1,4. Максимальное значение liquidity равно 7,3 и приходится на 2009 год, а минимальное значение коэффициент принимает в 2012 и равно 0,1. Среднее значение liquidity равно 1,51, стандартное отклонение составило 1,18. В нашем распределении коэффициент эксцесса равен 1,99, что указывает на то, что распределение немного «вытянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке больше нуля, что свидетельствует о правосторонней асимметрии. Также значение тестовой статистики Жака-Бера равно 90,1357, что больше его критического значения хи-квадрат равного 9,2103, полученного при 1% уровне значимости с двумя степенями свободы, о чем и свидетельствует р-значение равное  $2,68 \cdot 10^{-20}$ . Следовательно, нулевая гипотеза отвергается при однопроцентном уровне значимости. Таким образом, независимая переменная liquidity не имеет нормальное распределение.

Размер компании, рассчитанный как логарифм совокупных активов за предыдущий период, в среднем изменяется от 16,42 до 16,9 в течении периода с 2009 по 2014 г. Стандартное отклонение по данной переменной в среднем изменяется от 2,19 до 2,26. Максимальное значение  $\ln(\text{ASSETS})$  равно 21,972 и приходится на 2014 год, а минимальное значение коэффициент принимает в 2010 и равен  $-12,504$ . Среднее значение  $\ln(\text{ASSETS})$  равно 16,7, стандартное отклонение составило 0,85. В нашем распределении коэффициент эксцесса равен 0,57, что указывает на то, что распределение немного «вытянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке меньше нуля, что свидетельствует о левосторонней асимметрии. Также значение тестовой статистики Жака-Бера равно 11,0624, что больше его критического значения хи-квадрат равного 9,2103, полученного при 1% уровне значимости с двумя степенями свободы, о чем и свидетельствует р-значение равное 0,00396116. Следовательно, нулевая гипотеза отвергается при однопроцентном уровне значимости. Таким образом, независимая переменная  $\ln(\text{ASSETS})$  не имеет нормальное распределение.

Дивидендная премия, рассчитанная как разность натуральных логарифмов  $\text{market value} - \text{to} - \text{book value}$  (отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости собственного капитала компании) для компаний, которые выплачивают и не выплачивают дивиденды за предыдущий период имеет среднее значение равное 0,348. Стандартное отклонение данной переменной принимает значение 0,32. Максимальная величина дивидендной премии равна 0,8, минимальное значение составляет 0,32. В нашем распределении коэффициент эксцесса равен  $-1,5733$ , что указывает на то, что распределение немного «втянуто» вдоль вертикальной оси. Коэффициент асимметрии в выборке больше нуля, что свидетельствует о правосторонней асимметрии. Согласно критерию Жарка-Бера и его значимости, данная переменная не имеет нормальное распределение

После исключения из выборки аномальных наблюдений и проведения анализа описательных статистик, необходимо установить, какая связь

существует между переменными. Одним из этапов корреляционно-регрессионного анализа является построение корреляционной матрицы, представленной в таблице 2.5. Корреляционная матрица необходима для того, чтобы выявить факторы, теснота связи которых будет значительна. В свою очередь теснота связи измеряется коэффициентом парной корреляции, диапазон значений которого от -1 до 1. Отрицательное значение свидетельствует об обратной связи между факторами, а положительное о прямой связи. Если коэффициент парной регрессии близок к единице между зависимой и объясняющей переменной, то это говорит об очень высокой прямой связи между переменными. Если в модель включаются факторы, которые прямо или опосредованно связаны друг с другом (явление мультиколлинеарности), возникает опасность того, что воздействие каждого из таких факторов на результат будет искажено присутствием других факторов и тогда модель как инструмент для принятия управленческих решений потеряет свою ценность. Считается, что мультиколлинеарность имеет место, когда коэффициент парной корреляции между какими-либо двумя факторными признаками превышает 0,8.

Таблица 2.5 - Корреляционная матрица

	DIV	DIV_ PRE M	q- TOBI N	INVES T	FIN_ LEVE RAGE	ROA	LIQUID ITY_ RATIO	Ln (ASSETS )
DIV	1,00	0,19	0,38	-0,31	-0,15	0,44	0,11	0,43
DIV_ PREM		1,00	-0,16	-0,04	0,07	-0,06	-0,02	0,05
q- TOBIN			1,00	0,09	-0,22	0,34	0,26	0,14
INVEST				1,00	0,27	0,19	-0,10	0,14
FIN_ LEVERAGE					1,00	-0,15	-0,44	-0,30
ROA						1,00	0,34	0,49
LIQU IDITY_RATI O							1,00	0,28
Ln (ASSETS)								1,00

Опираясь на данные корреляционной матрицы, следует, что нет таких пар факторов, для которых была бы характерна сильная корреляция. Но стоит отметить взаимосвязь между такими факторами как FIN\_LEVERAGE и LIQUIDITY\_RATIO, и ROA и Ln (ASSETS), которая составила соответственно -0,44 и 0,49. Для данных пар коэффициент парной корреляции больше 0,35, но меньше 0,6, что свидетельствует о наличии средней степени зависимости между объясняющими переменными. Таким образом, мы можем одновременно включать переменные в модель.

Исходя из корреляционной матрицы, также можно сделать вывод об основных взаимосвязях между переменными. Достаточно слабая положительная взаимосвязь существует между переменной q-TOBIN, представленной отношением рыночной капитализации к балансовой стоимости компании, и такими финансовыми характеристиками, как размер фирмы, инвестиционные возможности, ликвидность компании, финансовый рычаг, дивидендная премия. Однако следует отметить, положительный коэффициент корреляции между коэффициентом Тобина и рентабельностью компании, который равен 0,34. Это свидетельствует о том, что существует прямая зависимость между спросом инвесторов на акцию и размером полученной прибыли данной компанией. Дивидендная премия также положительно коррелирована с размером компаний и финансовым рычагом, однако с инвестиционными возможностями (и оставшимися факторами) данная переменная имеет обратную связь. Размер компании положительно коррелирован со всеми объясняющими переменными, кроме размера финансового рычага. Отрицательная незначительная зависимость наблюдается между инвестиционными возможностями компании и уровнем текущей ликвидности, и размером дивидендной премии. В свою очередь с остальными факторами наблюдается положительная взаимосвязь.

Что касается коэффициентов корреляции между зависимой переменной и регрессами, то она является средней, что может впоследствии снизить качество регрессионных моделей. Принятие решения о выплате дивидендов

положительно связано с размером дивидендной премии, коэффициентом Тобина, уровнем рентабельности, ликвидности и размером компании. Рост инвестиционных возможностей и финансового рычага влияют на принятие решения о не выплате дивидендов среди российских публичных компаний. Однако, в исследуемой выборке корреляция между зависимой переменной и инвестиционными возможностями равна 0,31. Таким образом, можно сделать вывод, что вопрос о том на сколько сильно влияют инвестиционные возможности компании на формировании дивидендной политики остается неопределенным. Если рассматривать вопрос с экономической точки зрения, полученные взаимосвязи в данном случае являются логичными. Так нами было обосновано, что чем больше размер компании, ее прибыль, дивидендная премия, спрос на ее акции, тем чаще менеджеры компаний принимают решение о выплате дивидендов акционера. Также ожидается получить отрицательное влияние инвестиционных возможностей и финансового рычага на принятие решений о выплате дивидендов среди российских компаний. Следует отметить, что зависимая переменная  $DIV$  имеет наибольшее значение коэффициента корреляции с такими регрессорами как размер рентабельность активов, и размер компании – 0,44 и 0,43. Таким образом, можно предположить, что в итоговой модели данные факторы будут обладать большей объясняющей способностью.

После выдвижения исследуемых гипотез, проведения описания выборки, анализа описательных статистик и корреляционной матрицы, можно перейти непосредственно к регрессионному анализу исследуемых данных для проверки значимости отобранных факторов при формировании дивидендной политики российских публичных компаний. Корреляционный анализ показал отсутствие сильной взаимосвязи между объясняющими переменными. Следовательно, в итоговую модель могут быть включены все регрессоры. Кроме того, между зависимой и независимыми переменными не наблюдается сильная степень корреляции, что может в дальнейшем повлиять на качество полученной модели. Так, например, судя по коэффициенту корреляции между зависимой

переменной и LIQUIDITY\_RATIO, можно сделать вывод, что, вероятно, данный регрессор никак не влияет на принятие решения о выплате дивидендов. То есть данный фактор может оказаться не значимыми при формировании дивидендной политики российскими компаниями. Данную гипотезу необходимо проверить на дальнейших этапах исследования. Тем не менее, этот фактор должен быть включен в исследование, так как он необходим для достоверности модели и на данный момент не доказана его незначимость.

### 3 Тестирование теоретических подходов к формированию дивидендной политике на российском рынке

#### 3.1 Построение регрессионной пробит-модели принятия решения о выплате дивидендов

Целью данной работы является выявление значимых факторов при принятии решения о дивидендных выплатах. После проведения предварительного анализа данных, который включал в себя выдвижение гипотез, описание выборки, анализ описательных статистик и корреляционный анализ, для достижения поставленной цели были применены методы анализа панельных данных с помощью регрессионной пробит-модели. Преимуществом панельных данных является то, что они учитывают данные как в пространстве, так и во времени. Тем самым, проведен анализ поведенческих аспектов дивидендной политики с учетом не только индивидуальных характеристик российских публичных компаний, но и с учетом изменения их во времени в период с 2009 по 2014 гг. Для проведения данного исследования был использован прикладной программный пакет для эконометрического моделирования GNU Regression, Econometrics and Time-series Library (Gretl).

Для выбора используемого метода построения регрессии необходимо провести тесты Дарбина – Ву - Хаусмана и Бреуша - Пэгана для панельных данных с целью выявления ненаблюдаемого эффекта или его отсутствия. Результаты тестов представлены в таблице 3.1.

Таблица 3.1 - Тесты для анализа панельных данных

Показатели	Тест Хаусмана	Тест Бриша-Пэгана
Нулевая гипотеза:	ОМНК оценки состоятельны	Дисперсия специфических для наблюдений ошибок = 0

Окончание таблицы 3.1

Показатели	Тест Хаусмана (Hausman)	Тест Бриша-Пэгана (Breusch-Pagan)
Асимптотическая тестовая статистика	Хи-квадрат(3) = 78,8967	Хи-квадрат(1) = 0,613087
p-значение	5,29E-17	0,433628

Проведение тестов показало следующие результаты: согласно стандартному тесту Дарбина-Ву-Хаусмана нулевая гипотеза состоит в том, что ненаблюдаемые эффекты распределены независимо от объясняющих переменных. Если это верно, то модель с фиксированным эффектом и МНК менее эффективна. Судя по p-значению статистики Дарбина – Ву – Хаусмана связь между факторами и ненаблюдаемым эффектом присутствует. Таким образом, рассматриваемые данные нельзя моделировать со случайным эффектом. Теперь необходимо установить, присутствует ли в самом деле ненаблюдаемый эффект. Если же ненаблюдаемый эффект отсутствует, то моделирование сведется к применению стандартного пробит-анализа. Рассмотрим результаты теста Бреуша — Пагана. Его нулевая гипотеза неформально может быть сформулирована следующим образом: случайный эффект отсутствует. В нашем примере значение тестовой статистики  $\chi^2$  равно 0,613087, а p-значение — велико, следовательно, нулевая гипотеза не отвергается. Выходит, что случайным эффектом в данном случае можно пренебречь и допустимо использовать стандартный пробит-анализ, представленный в таблице 3.2.

Таблица 3.2. Характеристика и оценки параметров исходной модели

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t- статистика	P- значение
const	-3,22029	1,30432	-2,4689	0,01355

Окончание таблицы 3.2

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t- статистика	P- значение
DIV_PREM	0,45645	0,336995	1,3545	0,17559
q-TOBIN	0,922266	0,33807	2,728	0,00637
INVEST	-0,02183	0,015237	-1,791	0,0733
FIN_LEVERAGE	-0,084483	0,149722	0,5643	0,57258
ROA	0,111373	0,032745	3,4013	0,00067
LIQUIDITY_RATIO	0,208822	0,116598	1,4326	0,15197
Ln (ASSETS)	0,163613	0,07384	2,2158	0,02671
R-квадрат Макфаддена	0,216978			
Испр. R-квадрат	0,170212			
Количество 'корректно предсказанных' случаев	153 (78,46%)			

Из построенной модели, представленной в таблице 3.2, можно сделать несколько выводов:

1) Отношение объясненной суммы квадратов к общей сумме квадратов равно 0,216978. Исправленный R-квадрат равен 0,170212, что свидетельствует тому, что модель приемлемо описывает зависимость принятия решения о выплате дивидендов от найденных факторов, не только из-за большого количества включения в модель объясняющих переменных. В данном пункте следует отметить, что для всех логитовых и пробитовых моделей характерен низкий уровень R-квадрат<sup>31</sup>. Оценить в целом степень соответствия модели эмпирическим данным из выборки можно с помощью показателя - количество 'корректно предсказанных' случаев, то есть это значение характеризует количество ситуаций, в которых модель корректно определила прогнозируемое

<sup>31</sup> Куфель Т. Эконометрика. Решение задач с применением пакета программ GRETL / Т. Куфель. – М.: Горячая Линия – Телеком, 2007. – С.167.

значение. Для представленной модели получен следующий результат: 78,46% корректно предсказанных случаев, что свидетельствует о хорошей объясняющей способности данной модели.

2) Факторы q-TOBIN, INVEST, ROA, Ln(ASSETS) получили значимые оценки, при различных процентах значимости.

3) Остальные 3 объясняющих переменных (DIV\_PREM, FIN\_LEVERAGE, LIQUIDITY\_RATIO) оказались незначимыми. Однако при дальнейших преобразованиях, возможно, некоторые факторы приобретут значимость.

Для получения корректных результатов необходимо провести тест на мультиколлинеарность. В качестве теста на мультиколлинеарность используем метод инфляционных факторов (VIF). Расчет VIF представлен следующем образом:

$$VIF(j) = \frac{1}{(1-R(j)^2)} \quad , \quad (3.1)$$

где  $R(j)^2$  – это коэффициент множественной корреляции между переменной j и другими независимыми переменными;

В случае строгого наличия мультиколлинеарности значения VIF будут больше 10, что свидетельствует о взаимосвязи объясняющих переменных. Тест на мультиколлинеарность представлен в таблице 3.3.

Таблица 3.3 - Тест на мультиколлинеарность с помощью метода анализа факторов инфляции дисперсии (VIF)

Переменная	VIF	Переменная	VIF
DIV_PREM	1,044	ROA	3,731
q-TOBIN	1,395	LIQUIDITY_RATIO	3,408
INVEST	1,083	Ln (ASSETS)	2,524
FIN_LEVERAGE	2,279		

Опираясь на данные таблицы 3.3, можно сделать вывод, что в модели отсутствует мультиколлинеарность, так как все значения VIF меньше 10. Однако, значения VIF для факторов FIN\_LEVERAGE, ROA, LIQUIDITY\_RATIO, Ln (ASSETS) сравнительно велики, что может говорить о взаимозависимости между регрессорами. Таким образом, данный результат стоит учитывать, при дальнейшем моделировании и исключении факторов из модели.

На следующем этапе проведем отбор факторов, пригодных для включения в итоговую модель. Для того чтобы получить более адекватную модель будем использовать метод пошагового отбора. Для этого необходимо поочередно удалять незначимые факторы, начиная с того, у которого наибольшее р-значение. Первым из модели был удален фактор FIN\_LEVERAGE, в том числе для устранения корреляции этой переменной с регрессором LIQUIDITY\_RATIO. Далее были исключены последовательно факторы: DIV\_PREM, LIQUIDITY\_RATIO - по принципу наибольшего р-значения, пока не остались только значимые факторы. В результате была получена следующая модель:

Таблица 3.4 - Характеристика и оценки параметров исправленной пробит-регрессии

	Коэффициент	Ст. ошибка	t- статистика	P- значение	Угл. коэф.*
const	-3,01997	1,19851	-2,5198	0,01174	
q-TOBIN	0,532678	0,328771	2,8064	0,00501	0,550919
ROA	0,109377	0,032277	3,3887	0,0007	0,043599
Ln (ASSETS)	0,149708	0,071893	2,0824	0,03731	0,156938
ROA	0,109377	0,032277	3,3887	0,0007	0,043599
Ln (ASSETS)	0,149708	0,071893	2,0824	0,03731	0,156938

Окончание таблицы 3.4

	Коэффициент	Ст. ошибка	t- статистика	P- значение	Угл. коэф.*
INVEST	-0,001993	0,015136	-2,106	0,03527	-0,000758
R-квадрат Макфаддена	0,22843				
Испр. R-квадрат	0,17835				
Количество 'корректно предсказанных' случаев	162 (84,38%)				

Из построенной модели, представленной в таблице 3.4, следует, что модель описывает 84,38% решений о выплате или невыплате дивидендов. Исправленный R-квадрат равен 0,17835, для сравнения, в первой модели исправленный R-квадрат равен 0,17021 то есть благодаря исключению отдельных факторов, удалось увеличить данный показатель на 0,0084, что свидетельствует об улучшении объясняющей способности модели. Также следует отметить увеличение количества корректно предсказанных случаев, оно увеличилось на 5,92% со 153 до 162.

На заключительном этапе протестируем полученную модель. Полученная модель верифицируется подстановкой имеющихся наблюдений, и производится сравнение полученных значений зависимого признака с фактическими данными. В качестве примера возьмём ПАО «М.видео». В модель подставим значения переменных данной компании, которые были собраны и рассчитаны с помощью официального сайта компании М.Видео<sup>32</sup>. Так на 2014 год коэффициент Тобина у данной компании был равен 0,74; рентабельность 7,5%; натуральный логарифм активов компании равен 18,1; а также был увеличен объем основных средств на 17,25%. В результате нами было получено значение зависимой переменной DIV равной 0,56, что больше 0,5. Таким образом, ссылаясь на нашу модель, можно сделать вывод, что компания М.Видео в 2014 году выплатила дивиденды. И действительно на годовом общем собрании

<sup>32</sup>Инвест. М.Видео [Электронный ресурс] — М.Видео. Режим доступа: <http://invest.mvideo.ru/>

акционеров ОАО «Компания М.видео», состоявшемся 16 июня 2015 года было принято решение о выплате дивидендов. Следовательно, можно сделать вывод, что построенная модель достаточно точно описывает вариацию зависимого признака, и пригодна для составления прогнозных значений.

### **3.2 Эмпирические результаты и экономическая интерпретация полученных результатов**

На основе проведенных ранее исследований, в данной работе была выдвинута гипотеза о том, что дивидендная политика российских компаний базируется на определенных теориях формирования дивидендной политики. В ходе проведенного регрессионного анализа данная гипотеза частично подтвердилась.

В итоговой модели было получено четыре значимых факторов: инвестиционные возможности компании, коэффициент Тобина, рентабельность активов и размер компании. Как и предполагалось в связи с высокой парной корреляцией между факторами FIN\_LEVERAGE и LIQUIDITY\_RATIO и незначимостью показателя DIV\_PREM, из модели были удалены данные факторы. Рассмотрим более подробно оценки параметров, которые оказались значимыми в полученной модели:

1) INVEST. Угловым коэффициентом данного фактора равен  $-0,000758$ . Это значит, что при повышении на 1 % инвестиционных возможностей компании (темпа прироста основных средств) в среднем вероятность принятия решения о выплате дивидендов снижается на 0,001%. Полученные результаты свидетельствуют о том, что увеличение объема инвестиций оказало отрицательное влияние на величину дивидендных выплат, т.е. связь обратная. Иными словами, увеличение инвестиционной активности предприятия приводит к снижению вероятности выплаты дивидендов. Таким образом, вывод теории Модильяни — Миллера о выплате дивидендов по остаточному принципу нашел свое подтверждение в российских условиях. То есть

предположение о том, что существует большая вероятность того, что менеджеры начнут или продолжат выплачивать дивиденды в компаниях, которые имеют низкие инвестиционные возможности, было подтверждено. Однако следует принять во внимание низкое значение данного коэффициента, что свидетельствует тому, что темп изменения внеоборотных активов не оказывают решающего влияния при формировании дивидендной политики российских публичных компаний.

2)  $q$ -TOBIN. Угловой коэффициент данного фактора равен 0,550919. Следовательно, если у компании данный коэффициент увеличивается на 1%, то вероятность принятия решения о выплате дивидендов увеличивается в среднем на 0,55%. Согласно сигнальной теории дивиденды являются существенным фактором, влияющим на рыночную стоимость акции, так как многие методы определения текущей стоимости акции используют в качестве составления расчетов именно величину ранее выплаченных дивидендов и их прогнозов на будущий период. Таким образом, рост дивидендных выплат определяет рост расчетной цены акции при принятии решения о ее покупке, а это влечет увеличение рыночных цен, что приносит дополнительный доход акционерам при их продаже акций. Кроме того, выплата солидных дивидендов “подает сигнал” рынку о том, что фирма находится на подъеме. Следовательно, для поддержания высокого уровня данного коэффициента компания должна выплачивать дивиденды, иначе произойдет снижение рыночной стоимости фирмы. Таким образом, сигнальная теория также нашла свое подтверждение на российском рынке.

3) ROA. Этот фактор получил угловой коэффициент равный 0,043599. Это значит, что увеличение рентабельности компании на 1% приводит к увеличению вероятности принятия решения о выплате дивидендов в среднем на 0,044%. Данный результат не противоречит экономическому смыслу, ведь при увеличении чистой прибыли увеличиваются и возможности компании по ее распределению. Таким образом, вывод теории М. Гордона и Д. Линтнера также нашел свое подтверждение в российских условиях. Основным выводом модели

Линтнера является то, что компании стараются сглаживать траекторию выплачиваемых дивидендов. Они имеют целевой уровень доли прибыли, направляемой на дивиденды, и стараются избегать снижения дивидендов, поэтому увеличивают их или начинают выплачивать их, только если предвидят долгосрочное увеличение прибыли.

Следует отметить, что модель Линтнера получила подтверждение в работе Fama and Blahnik (1968)<sup>33</sup>. При проведении тестирования дивиденд текущего периода ставился в зависимость от дивиденда предыдущего периода, период исследования – 1918-1941 гг. Исходя из полученных оценок, был сделан вывод, что в среднем компании в США имели целевой коэффициент дивидендных выплат 50% и увеличивали дивиденды на 30% от увеличения прибыли. Также ученые Ш. Кания и Ф. Бэкон также подтвердили положительное воздействие прибыльности компаний на принятие решений относительно выплат дивидендов.

4) Ln (ASSETS). Коэффициент данного фактора равен 0,149708. Это значит, что при повышении на 1 % логарифма общих активов компании в среднем вероятность принятия решения о выплате дивидендов увеличивается на 0,15%. Полученные результаты свидетельствуют о том, что рост размера компании оказало положительное влияние на принятие решения о дивидендных выплатах, т.е. связь прямая. Данный результат не противоречит экономическому смыслу, так если организация имеет высокий объем совокупных активов, то у нее имеется больше возможностей для поиска источников для выплаты дивидендов. Можно сделать вывод о том, что более крупные компании в РФ в среднем платят дивиденды чаще. Таким образом, данный фактор также подтвердил вывод теории М. Гордона и Д. Линтнера о выплате дивидендов.

Примечательно, что наш результат не противоречит работе Пирогова и Волкова 2009 года, где они проводят исследование дивидендной политики компаний трех стран: Российской Федерации, Индии и Китая за период 1995-

---

<sup>33</sup> Fama E., Blahnik H. Dividend Policy: An empirical analysis // Journal of the American statistical association. 1968. Vol. 63. №324. p. 1132-1161.

2008 гг. И где также была подтверждена данная теория. Подобные результаты также были подтверждены в работе Федоровой Е.А., Лукаевич И.Я., которые проводили анализ теорий дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка с 2002 по 2012 г.<sup>34</sup> Также Аноуар в своем исследовании на французском рынке подтвердил положительное влияние размера компании на принятие решений относительно выплат дивидендов. Шагалева Г.Б. исследовала дивидендные выплаты компаний РФ, Венгрии и Польши. Выборка суммарно состояла из 514 наблюдений по 141 компании, из которых 97 российских компаний, 31 польская, 13 венгерских. Период наблюдения 2004-2008 гг. По Российской Федерации выявлена значимая зависимость вероятности выплат от размера компании<sup>35</sup>.

Следует отметить, что первоначальные гипотезы о значимости определённых факторов не подтвердились. Оказалось, такие факторы как Financial Leverage, liquidity, DivPrem косвенно затрагивают дивидендную политику предприятия, поэтому они не учитываются в процессе принятия решения о выплате дивидендов.

Так нами не была подтверждена теория удовлетворения предпочтений инвесторов. Данный результат совпадает с полученным в рамках ранее проведенного исследования на российском рынке, автором которого является А. А. Зальцман. Тестирование теории удовлетворения предпочтений инвесторов не нашло своего подтверждения в выше указанной работе. Автор называет следующие объяснения, послужившими возможными причинами полученного результата. Во-первых, «удовлетворение предпочтений инвесторов в среднем на российском рынке действительно отсутствует»<sup>36</sup>. Во-вторых, «полученные результаты могут быть связаны с низким качеством анализируемых данных: для получения достаточного количества наблюдений в

---

<sup>34</sup> Федорова, Е.А., Лукаевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // Финансы и кредит. – 2014. – №19(595). – С.3.

<sup>35</sup> Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. –С. 238.

<sup>36</sup> Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. –С. 237.

выборку включались мелкие компании, акции которых неликвидны и рыночная оценка которых может быть не слишком показательной»<sup>37</sup>.

Нами уже было отмечено, что теория удовлетворения предпочтений инвесторов находит подтверждение не во всех странах, так как «желание менеджеров удовлетворять нерациональные предпочтения инвесторов сильно зависит от правовой системы». В первую очередь, данная теория находит подтверждение в англо-саксонских странах. Напротив, в романо-германских странах, менеджеры не стремятся удовлетворить предпочтения инвесторов. Англо-саксонские страны представляют собой аутсайдерскую модель корпоративного управления, в которой большое количество акций принадлежит значительному числу акционеров. Поведение компаний в этих странах направлено на максимизацию благосостояния акционеров, поэтому при осуществлении дивидендной политики менеджеры в данных компаниях берут во внимание предпочтения инвесторов. Между тем, в романо-германских странах, большинство компаний представляют собой инсайдерскую модель. В данной модели большинство акций вероятно принадлежит малому количеству акционеров. В России владельцы большого пакета акций зачастую являются собственниками предприятий, чьи интересы в первую очередь направлены на расширение своего бизнеса и максимизацию прибыли. Таким образом, настроение миноритарных акционеров не оказывает своего влияния на дивидендную политику компаний.

Далее остановимся на ограничениях, возникших при проведении данного эконометрического исследования. Одним из основных ограничений является размер выборки. Она включает в себя 39 российских публичных компаний различных отраслей и период времени с 2009 по 2014 гг. Необходимо отметить, что по большому количеству российских компаний были доступны данные только за малое число лет, в основном за последние годы. Исследуемая выборка включает в себя компании различных по размерам и отраслям. Однако,

---

<sup>37</sup> Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. – С. 233.

как уже отмечалось выше, собранная выборка имеет низкое качество из-за малого количества предоставляемой информации российскими компаниями.

Рассмотрев ограничения, возникшие при проведении данного эконометрического исследования, можно сделать общий вывод по данной работе. При принятии решения о выплате дивидендов российскими компаниями подтверждаются три теории формирования дивидендной политики: теория независимости дивидендов (Ф. Модильяни и М. Миллер), теория предпочтительности дивидендов (М.Гордон и Д. Линтнер), сигнальная теория (Росс, Като). Теория удовлетворения предпочтений инвесторов (Бейкер и Верглер) нами не была подтверждена. Увеличение размера выборки и включение других факторов может значительно улучшать качество полученной модели.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Одним из признаков качественного корпоративного управления является четко выстроенная и соблюдаемая дивидендная политика, учитывающая интересы как мажоритарных, так и миноритарных акционеров, потребность компании в сохранении и наращении конкурентной позиции на рынке.

«Дивидендная политика является одним из наиболее спорных вопросов, обсуждаемых в литературе по корпоративным финансам. И по-прежнему она сохраняет важное место в исследованиях экономики как развитых, так и развивающихся стран»<sup>38</sup>. Формирование дивидендной политики проходит ряд этапов, предусматривающих последовательное выполнение действий, направленных на выявление основных факторов, определяющих дивидендную политику компании. После оценки влияния на компанию различных факторов выбираются приемлемый для существующих условий подход и метод дивидендной политики, а также соответствующий уровень дивидендных выплат на одну акцию. Завершающим этапом является анализ эффективности дивидендной политики по оценке динамики дивидендных выплат и учету влияния дивидендов на стоимость компании. Точки зрения на значения дивидендных выплат на стоимость компании и на осуществления задачи максимизации богатства акционеров различны. Считается, что изменение дивидендов может существенно влиять на рыночную стоимость акций, поэтому инвесторы заинтересованы в максимально точном предсказании дивидендных решений компании. Для улучшения качества прогноза целесообразно использовать не только объявляемые менеджментом ориентиры в выборе дивидендной политики, но и различные характеристики компании, включая ее финансовые показатели и структуру акционерного капитала.

---

<sup>38</sup> Макарова Е.А. Сравнение подходов исследования дивидендной политики компаний развитого и развивающегося рынков капитала / Е.А. Макарова // Корпоративные финансы. 2015. – № 1. – С. 95.

Несмотря на значительные изменения, произошедшие за последнее десятилетие в области дивидендной политики в Российской Федерации, многие ее аспекты остаются предметом многочисленных исследований и дискуссий среди ученых и практиков. В частности, одной из проблем является наличие неопределенности относительно не только величины будущих дивидендов, но и самой возможности их выплаты.

Для того, чтобы проанализировать дивидендную политику российских компаний, в данном исследовании была поставлена следующая цель: рассмотреть основные теории дивидендной политики и доказать их применимость в российской практике. Для этого нами определены факторы, которые при принятии дивидендных решений в российских компаниях, являются значимыми. К таким факторам были отнесены коэффициент Тобина, рентабельность активов, размер компании и инвестиционные возможности.

В ходе проведенного исследования были получены следующие выводы. Теоретические дискуссии по поводу того, какой подход выплаты дивидендов наиболее эффективный продолжают до сих пор. Однако фактические данные большинства крупных компаний на развитых рынках свидетельствуют, что отдается предпочтение регулярно выплачивать дивиденды. Существует множество теорий дивидендных выплат. Большая часть из которых подтверждает зависимость дивидендной политики от результатов финансово-хозяйственной деятельности. Выявлено, что не все теории дивидендной политики могут быть применены к российской практике. Так, при проведении регрессионного анализа с помощью метода анализа панельных данных, было установлено, что теория удовлетворения предпочтений инвесторов не влияла на построение дивидендной политики в российских компаниях в период с 2009 по 2014 гг. Одна из причин данного явления в том, что в России владельцы большого пакета акций зачастую являются собственниками предприятий, чьи интересы в первую очередь направлены на расширение своего бизнеса и максимизацию прибыли. При этом настроение миноритарных акционеров не оказывает значимого влияния на дивидендную политику компаний. Тем не

менее, нами была подтверждена гипотеза о применении российскими компаниями теорий независимости дивидендов (Ф. Модильяни и М. Миллер), предпочтительности дивидендов (М.Гордон и Д. Линтнер) и сигнальной теории (Росс, Като).

Рассмотренные финансовые характеристики публичных акционерных обществ, позволяют сделать вывод, что совет директоров в российских компаниях с большей вероятностью принимают решение о выплате дивидендов, если компания имеет низкие инвестиционные возможности, высокое значение отношения рыночной стоимости компании к балансовой стоимости (коэффициент Тобина), высокую прибыль и значительный размер активов.

Первоначальные гипотезы о значимости финансового левериджа, коэффициента ликвидности, показателя дивидендной премии не подтвердились. То есть данные факторы косвенно затрагивают дивидендную политику предприятия, поэтому они не учитываются в процессе принятия решения о выплате дивидендов.

В заключении, хотелось бы отметить, что выбор факторов и формирование самой выборки играют существенную роль при тестировании теорий дивидендной политики. Дальнейшие исследования могут заключаться в расширении выборки за счет данных новых лет о выплатах дивидендов и роста числа публичных компаний, а также включением в модель других нестандартных параметров. Например, помимо финансового состояния и результатов хозяйственной деятельности предприятия, а также его инвестиционной программы большое значение в Российской Федерации имеет его отраслевая принадлежность. То есть модель можно улучшить посредством включения показателя отраслевой принадлежности компании.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1 Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 N 51-ФЗ (ред. от 06.04.2015) [Электронный ресурс] : // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/gkrf1/>

2 Налоговый кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 N 146-ФЗ(ред. от 08.03.2015) [Электронный ресурс] : // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/nalog1/>

3 Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: федер. закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ ред. от 06.04.2015 // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/stockcomp/>

4 Постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 N 19 (ред. от 16.05.2014) "О некоторых вопросах применения Федерального закона "Об акционерных обществах" [Электронный ресурс] : постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 N 19 (ред. от 16.05.2014) // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?base=ARB&n=18894&req=doc>

5 Дивидендная политика открытого акционерного общества «Новолипецкий металлургический комбинат» [Электронный ресурс] : — Решением Совета директоров открытого акционерного общества «Новолипецкий металлургический комбинат». Протокол № 228 от 24 апреля 2015 года. — Режим доступа: <http://lipetsk.nlmk.ru/about/docs>

6 Дивидендная политика открытого акционерного общества «ОМЗ» [Электронный ресурс] : — Утверждена решением Совета директоров ОАО Объединенные машиностроительные заводы. Протокол № 13 от 19 декабря 2002 года. — Режим доступа: [http://www.omz.ru/share/corporate\\_governance/disclosure\\_of\\_information/constituent\\_and\\_internal\\_documents](http://www.omz.ru/share/corporate_governance/disclosure_of_information/constituent_and_internal_documents)

7 Абалакина, Т. В., Абалакин, А. А. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании [Электронный ресурс] / Т.В. Абалакина, А.А. Абалакин // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ». — 2014. — №5. — Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/?p=issue-5-13>

8 Белавин П., Перцев Е. Слияние на бытовой почве [Электронный ресурс] / П. Белавин, Е. Перцев // Коммерсантъ. — 2013. — №68 (5099). — Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/2173045?fp=12>

9 Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов : учеб. пособие для вузов /Р. Брэйли, С. Майрс. – М.: Олимп-Бизнес, 2012., – 1008 с.

10 Бригхем Ю. Финансовый менеджмент. 10-е издание / Бригхем Ю., Эдхардт М. // Пер. с англ. Спб., 2012. 960 с.

11 Булавко, Л.В. Принятие решения по дивидендам: краткосрочный и долгосрочный аспекты / Л.В. Булавко // Аудит и финансовый анализ. – 2014. – № 4. – С. 362-370.

12 Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. Основы финансового менеджмента : учеб. пособие / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович. – Изд. 12-е пер. с англ. — М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2008. – 1232 с.

13 Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. –С. 233-241.

14 Зальцман, А.А. Дивидендная политика российских компаний и внутрикорпоративные решения // Вестник Университета (Государственный университет управления). – 2014. – №11. – С. 98-103.

15 Зальцман, А.А. Финансовые и нефинансовые детерминанты дивидендного выбора : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Зальцман Александр Александрович. – Москва, 2015. – 204 с.

16 Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент : учеб. пособие для вузов /В.В. Ковалев – М.: Финансы и статистика, 2004. – 768 с.

17 Куфель Т. Эконометрика. Решение задач с применением пакета программ GRETL / Т. Куфель. – М.: Горячая Линия – Телеком, 2007. – С.200.

18 Лукасевич, И. Я. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ // Управление корпоративными финансами. – 2014. – №4(22). – С. 228-241.

19 Лукашов, А.В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы // Управление корпоративными финансами. –2015. – № 2. – С. 35-47.

20 Макарова, Е.А. Сравнение подходов исследования дивидендной политики компаний развитого и развивающегося рынков капитала / Е.А. Макарова // Корпоративные финансы. – 2014. – № 1. – С. 95-105.

21 Пирогов, Н.К., Волкова, Н.Н. Дивидендная политика компаний на развивающихся рынках // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2009. – №4(12). – С. 57-77.

22 Полугодина, В.В. Эмпирическое моделирование дивидендной политики российских компаний / В.В. Полугодина, Д.В. Репин // Корпоративные финансы. – 2015. – № 3(11). – С. 20-34.

23 Радыгин, А.Д., Энтов, Р.М., Абрамов, А.Е. и др. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы. Отчет по первому этапу исследований // Институт экономики переходного периода. – 2015. – С. 55-81. – Режим доступа: <http://www.iet.ru/files/text/usaid/cg-otchet.pdf>

24 Райзберг, Б.А. Словарь современных экономических терминов / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лазовский. – 4-е изд. – М.: Айрис-пресс, 2008.- 480 с.

25 Романовский М., ВострокнUTOва А. Корпоративные финансы : учеб. пособие для вузов / М. Романовский, А. ВострокнUTOва. — СПб. Питер, 2011. —592 с.

26 Ружанская, Л., Лукьянов С. Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов / Л. Ружанская, С. Лукьянов // Вопросы экономики. – 2010. – №3. – С. 132-146.

27 Силова, Е.С. Дивидендная политика российских компаний // Вестник Челябинского государственного университета. – 2015. – № 6(187). – С. 136-143.

28 Теплова, Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных площадках // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – №2. – С. 1-15.

29 Теплова, Т.В., Зальцман, А.А., Рассадкин, Л.Ю., Погосян, Ю.А. Дивидендная политика // Вестник НАУФОР. – 2012. – № 2. – С. 56-59.

30 Ткачева, А.В. Исследование факторов, влияющих на дивидендную политику коммерческой организации // Финансовые исследования. – 2008. – № 2. – С. 24-30.

31 Федорова, Е.А., Лукасевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка // Финансы и кредит. – 2014. – №19(595). – С.2-8.

32 Шагалева, Г.Б. Особенности дивидендной политики компаний развивающихся рынков капитала: Автореф. дис. канд. экон. наук. – М., 2011. – 27с.

33 Шохин Е.И. Финансовый менеджмент: учеб. пособие / Е.И. Шохин. — М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004. — С.408.

34 Baker M., Wurgler J. A catering theory of dividends // The journal of finance. 2004. Vol. 59( 3). p. 1133.

35 Bauer, Larry and Bhattacharyya, Nalinaksha, Rethinking Lintner: An Alternative Dynamic Model of Dividends. // Second Singapore International Conference on Finance. 2015. URL: <http://ssrn.com/abstract=914197>

36 Dixon R. Financial Management / R. Dixon – 2-nd ed. ACCA Longman Group UK Ltd, 1991.

37 Fama E., Blacomin H. Dividend Policy: An empirical analysis // Journal of the American statistical association. 1968. Vol. 63. №324. p. 1132-1161.

38 Frankfurter George M., Wood Bob G, Wensley James. Dividend policy. Theory and practice // Academic press. 2003. Vol. 57. №321. p. 172-183.

39 Holder, Mark E. Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory // Financial management. 2014. URL: [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_m4130/is\\_3\\_27/ai\\_53649447](http://findarticles.com/p/articles/mi_m4130/is_3_27/ai_53649447).

40 Jeong J. An Investigation Of Dynamic Dividend Behavior In Korea // International Business & Economics Research Journal. 2011. Vol. 10(6), p. 21-31.

41 Lambrecht B., Myers S. A Lintner Model of Payout and Managerial Rents // Journal of Finance. 2012. Vol. 67(5). p. 1761-1810.

42 Neves E., Pindado J., Torre C. Dividends: New evidence on the catering theory // Universidad de Salamanca. 2006. URL: [http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt\\_14\\_06.pdf](http://www3.uva.es/empresa/uploads/dt_14_06.pdf)

43 Perez-Gonzalez F. Large Shareholders and Dividends: Evidence from U.S. Tax Reforms // Unpublished Working Paper, Columbia University, New York. 2015 URL: <http://web.stanford.edu/~fperezg/lgsh.pdf>

44 Аналитика [Электронный ресурс] — Wood & Company Режим доступа: <http://www.wood.cz/>

45 Дивидендная доходность акций российских компаний и банков [Электронный ресурс] — Дивидендная доходность акций. Режим доступа: <http://www.slon.ru/articles/99173>.

46 Инвест. М.Видео [Электронный ресурс] — М.Видео. Режим доступа: <http://invest.mvideo.ru/>

47 Investfuyns группа Cbonds [Электронный ресурс] — Investfuyns. Режим доступа: <http://investfunds.ru/>

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

### Исходные данные для анализа факторов, влияющих на принятие решения о выплате дивидендов среди российских публичных компаний

Таблица А.1 – Исходные данные для анализа факторов

Название компании	Div 2014	Div 2013	Div 2012	Div 2011	Div 2010	q-Tobin 2014	q-Tobin 2013	q-Tobin 2012	q-Tobin 2011	q-Tobin 2010	q-Tobin 2009	Invest, % (2014)	Invest, % (2013)	Invest, % (2012)	Invest, % (2011)	Invest, % (2010)
НЕФТЯНАЯ КОМПАНИЯ ЛУКОЙЛ	1	1	1	1	1	0,44	0,50	0,55	0,54	0,58	0,57	18,86	11,72	12,91	4,79	1,78
СУРГУТНЕФТЕГАЗ	1	1	1	1	1	0,28	0,48	0,53	0,55	0,83	0,76	30,22	14,63	8,00	16,51	8,41
АКЦИОНЕРНАЯ КОМПАНИЯ ПО ТРАНСПОРТУ НЕФТИ ТРАНСНЕФТЬ	1	1	1	1	1	0,08	0,06	0,05	0,04	0,04	0,03	14,46	5,65	6,95	11,12	14,04
МАГНИТОГОРСКИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОМБИНАТ	1	1	0	1	1	0,27	0,23	0,23	0,29	0,72	0,60	10,05	-27,42	5,47	-6,15	7,46
МОСЭНЕРГОСБЫТ	1	1	1	1	1	0,25	0,22	0,41	0,41	1,26	0,34	11,23	9,45	-2,29	30,54	32,22
НЕФТЕГАЗОВАЯ КОМПАНИЯ СЛАВНЕФТЬ	0	0	1	1	1	0,65	0,68	0,74	0,67	0,54	0,51	6,21	4,51	11,43	-1,34	1,42
ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО ЭНЕРГЕТИКИ И ЭЛЕКТРИФИКАЦИИ МОСЭНЕРГО	1	1	1	1	1	0,07	0,10	0,20	0,26	0,50	0,53	2,62	21,01	1,99	2,56	2,06
СЛАВНЕФТЬ-МЕГИОННЕФТЕГАЗ	0	0	1	1	0	0,50	0,40	0,31	0,36	0,49	0,41	1,48	0,19	8,03	14,66	3,79
Э.ОН РОССИЯ	1	1	1	1	0	1,13	1,13	1,24	1,13	1,81	1,09	-2,38	-2,18	9,97	14,18	10,40
МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ УРАЛА	1	1	1	1	1	0,07	0,08	0,28	0,28	0,49	0,36	8,02	5,30	3,86	6,95	4,78
МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ СЕВЕРО-ЗАПАДА	0	1	1	0	0	0,04	0,05	0,15	0,21	0,63	0,68	6,25	18,28	10,74	8,10	0,82

Продолжение таблицы А.1

Название компании	Div 2014	Div 2013	Div 2012	Div 2011	Div 2010	q- Tobin 2014	q- Tobin 2013	q- Tobin 2012	q- Tobin 2011	q- Tobin 2010	q- Tobin 2009	Invest, % (2014)	Invest, % (2013)	Invest, % (2012)	Invest, % (2011)	Invest, % (2010)
ДАЛЬНЕВОСТОЧНОЕ МОРСКОЕ ПАРОХОДСТВО	0	0	0	0	0	0,11	0,17	0,34	0,36	0,77	0,44	5,04	-18,48	15,77	6,40	-11,67
КУБАНСКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	0	0	1	0	0	0,21	0,22	0,49	0,61	0,67	0,81	-13,51	40,92	23,45	14,38	14,49
ФОСАГРО	1	1	1	1	1	3,01	2,32	3,33	3,66	3,84	4,82	28,50	8,31	40,18	-8,19	25,01
УГОЛЬНАЯ КОМПАНИЯ ЮЖНЫЙ КУЗБАСС	0	0	1	1	0	0,17	0,46	0,76	0,61	0,57	0,64	16,12	2,27	-5,44	16,87	11,34
СЛАВНЕФТЬ- ЯРОСЛАВНЕФТЕОРГСИНТЕ З	0	0	0	0	0	0,71	0,20	0,31	0,27	0,52	0,23	5,64	14,53	8,48	15,98	5,96
РАКЕТНО-КОСМИЧЕСКАЯ КОРПОРАЦИЯ ЭНЕРГИЯ ИМЕНИ С.П.КОРОЛЁВА	0	1	1	1	1	0,05	0,07	0,10	0,19	0,50	0,44	20,46	16,17	37,08	25,57	21,25
КАЛУЖСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	0	0	0	0	0	0,08	0,12	0,29	0,75	0,70	0,98	0,68	16,21	30,76	13,27	19,60
УРАЛЬСКАЯ КУЗНИЦА	0	0	0	0	0	0,16	0,26	0,40	0,45	0,59	0,66	21,45	24,26	13,94	24,01	20,41
СРЕДНЕУРАЛЬСКИЙ МЕДЕПЛАВИЛЬНЫЙ ЗАВОД	1	1	1	1	1	0,10	0,12	0,11	0,07	0,15	0,13	-0,60	-5,19	-0,12	0,96	-0,42
МОСКОВСКАЯ КОНДИТЕРСКАЯ ФАБРИКА КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ	0	0	0	0	1	0,08	0,19	0,22	0,17	0,37	0,34	20,61	3,94	6,80	-3,42	-10,91
КОРШУНОВСКИЙ ГОРНО- ОБОГАТИТЕЛЬНЫЙ КОМБИНАТ	0	0	0	0	0	0,51	0,63	0,74	0,58	1,17	0,90	6,43	15,31	7,54	26,95	21,58
ИЖСТАЛЬ	0	0	0	0	0	0,01	0,02	0,05	0,03	0,03	0,05	1,18	7,50	-7,74	17,11	11,95
РУСПОЛИМЕТ	0	0	0	0	0	0,15	0,17	0,26	0,40	0,64	0,38	9,36	-7,57	21,79	17,20	25,99
НЕФТЕКАМСКИЙ АВТОЗАВОД	0	0	0	0	0	0,21	0,25	0,28	0,28	0,57	0,65	12,94	-0,85	-23,39	5,20	11,35
ЛИПЕЦКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	0	1	1	1	1	0,23	0,26	0,33	0,38	0,54	0,68	8,62	-7,36	13,51	33,91	29,96

Окончание таблицы А.1

Название компании	Div 2014	Div 2013	Div 2012	Div 2011	Div 2010	q- Tobin 2014	q- Tobin 2013	q- Tobin 2012	q- Tobin 2011	q- Tobin 2010	q- Tobin 2009	Invest, % (2014)	Invest, % (2013)	Invest, % (2012)	Invest, % (2011)	Invest, % (2010)
КУРГАНСКАЯ ГЕНЕРИРУЮЩАЯ КОМПАНИЯ	1	0	0	0	0	0,85	1,10	0,72	0,68	0,72	1,19	17,98	11,56	-15,67	16,54	43,58
СЕВЕРО-ЗАПАДНОЕ ПАРОХОДСТВО	0	0	0	0	1	0,35	0,55	1,04	0,51	0,25	0,28	7,99	9,30	12,60	30,06	6,04
ЯКУТСКАЯ ТОПЛИВНО- ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ	1	1	1	0	0	1,11	0,91	0,66	0,29	0,41	0,49	6,18	-12,96	32,25	6,37	13,19
СОЛИКАМСКИЙ МАГНИЕВЫЙ ЗАВОД	0	0	0	0	0	0,30	0,51	0,56	1,00	0,10	0,18	2,88	4,73	14,22	25,80	18,56
ТАГАНРОГСКИЙ КОТЛОСТРОИТЕЛЬНЫЙ ЗАВОД КРАСНЫЙ КОТЕЛЬЩИК	0	0	0	0	0	0,19	0,23	0,25	0,25	0,62	0,64	24,71	-2,47	-12,18	20,59	37,75
ЧЕЛЯБИНСКИЙ КУЗНЕЧНО- ПРЕССОВЫЙ ЗАВОД	0	0	1	1	0	0,20	0,26	0,28	0,35	0,40	0,43	13,79	6,42	18,83	15,55	4,46
ЭЛЕКТРОЦИНК	0	0	0	0	0	0,07	0,11	0,23	0,41	0,19	0,23	5,57	-1,29	2,12	-1,91	6,25
ЧЕЛЯБИНСКИЙ ЗАВОД ПРОФИЛИРОВАННОГО СТАЛЬНОГО НАСТИЛА	0	0	0	0	0	0,12	0,14	0,63	0,38	0,25	0,21	0,51	17,81	-17,11	1,80	-5,45
ВЛАДИМИРСКИЙ ХИМИЧЕСКИЙ ЗАВОД	0	1	1	1	1	0,56	0,85	1,19	0,84	1,31	0,99	3,35	-2,03	11,78	-11,59	17,89
НАУЧНО- ПРОИЗВОДСТВЕННОЕ ОБЪЕДИНЕНИЕ НАУКА	1	1	0	0	1	0,79	0,54	0,63	0,64	7,30	6,52	11,76	4,05	6,37	24,91	1,75
ДОНСКОЙ ЗАВОД РАДИОДЕТАЛЕЙ	0	0	0	0	0	0,24	0,46	0,60	1,13	1,18	1,07	98,39	48,88	34,41	17,11	3,49
МОРИОН	0	0	0	0	0	0,23	0,36	0,82	0,78	0,90	0,75	22,56	10,56	8,31	8,18	1,21
ЗАВОД ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ ТЕХНИКИ И ЭКОПИТАНИЯ ДИОД	0	0	1	1	1	0,16	0,18	0,29	0,70	1,60	1,48	-6,27	-8,68	1,78	15,10	16,61

Таблица А.2 - Исходные данные для анализа факторов

Название компании	ROA 2014	ROA 2013	ROA 2012	ROA 2011	ROA 2010	ROA 2009	liquidity, 2014	liquidity, 2013	liquidity, 2012	liquidity, 2011	liquidity, 2010	liquidity, 2009
НЕФТЯНАЯ КОМПАНИЯ ЛУКОЙЛ	3,89	6,14	10,59	9,95	10,14	8,52	1,17	1,3	1,44	1,11	1,34	1,28
СУРГУТНЕФТЕГАЗ	1,99	9,20	12,41	11,49	10,67	10,84	6,82	6,98	6,54	6,85	7,03	9,18
АКЦИОНЕРНАЯ КОМПАНИЯ ПО ТРАНСПОРТУ НЕФТИ ТРАНСНЕФТЬ	2,49	8,18	9,04	8,60	7,32	8,51	1,74	2,87	2,33	2,21	3,58	5,11
МАГНИТОГОРСКИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОМБИНАТ	-0,15	1,24	0,36	0,54	2,37	1,23	0,78	0,49	0,58	0,48	0,84	0,89
МОСЭНЕРГОСБЫТ	10,23	7,98	10,17	12,09	14,92	14,74	1,03	1,02	1,19	1,04	1,03	0,97
НЕФТЕГАЗОВАЯ КОМПАНИЯ СЛАВНЕФТЬ	-3,42	6,05	9,16	1,08	3,07	3,55	0,28	0,79	0,63	0,63	0,76	1,12
ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО ЭНЕРГЕТИКИ И ЭЛЕКТРИФИКАЦИИ МОСЭНЕРГО	-0,79	2,21	2,36	3,77	3,39	0,66	2,39	2,7	2,22	1,83	2,17	1,78
СЛАВНЕФТЬ-МЕГИОННЕФТЕГАЗ	5,39	7,64	11,23	2,78	1,87	5,94	1,71	3,21	4,33	2,29	2,48	4,13
Э.ОН РОССИЯ	13,22	11,04	13,66	12,14	9,93	4,05	2,83	7,57	4,68	6,72	3,49	4,59
МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ УРАЛА	2,68	-1,54	0,27	4,71	3,54	3,26	0,81	1	0,93	1,01	1,06	0,94
МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ СЕВЕРО-ЗАПАДА	-5,70	-0,03	0,13	1,64	-1,73	0,14	1,08	1,26	1,03	1,31	1,05	0,88
ДАЛЬНЕВОСТОЧНОЕ МОРСКОЕ ПАРОХОДСТВО	-3,17	-1,40	-2,36	0,96	2,36	-3,19	1,17	1,2	1,29	1,25	3,18	0,36
КУБАНСКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	7,60	2,77	15,57	9,48	9,00	-3,97	1,11	1,14	1,27	1,06	1,38	1,1
ФОСАГРО	5,25	4,90	14,65	8,22	12,56	16,38	0,91	1,25	2,45	2,37	3,61	0,1
УГОЛЬНАЯ КОМПАНИЯ ЮЖНЫЙ КУЗБАСС	4,68	2,17	4,59	15,74	11,89	-1,80	1,86	4,25	3,11	2,21	7,63	1,73
СЛАВНЕФТЬ-ЯРОСЛАВНЕФТЕОРГСИНТЕЗ	14,4 4	10,6 7	8,10	7,45	8,69	8,17	0,47	0,4	0,17	0,88	0,24	0,13
РАКЕТНО-КОСМИЧЕСКАЯ КОРПОРАЦИЯ ЭНЕРГИЯ ИМЕНИ С.П.КОРОЛЁВА	1,20	0,83	1,63	3,72	5,98	5,32	0,64	0,61	0,68	0,67	0,84	0,73
КАЛУЖСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	-0,94	2,89	3,33	11,4 3	5,43	6,61	0,45	0,74	0,93	0,51	1,42	1,32
УРАЛЬСКАЯ КУЗНИЦА	10,9 9	12,1 6	15,6 0	7,21	13,7 0	16,4 8	2,56	1,08	2,5	5,36	2,66	3,51
СРЕДНЕУРАЛЬСКИЙ МЕДЕПЛАВИЛЬНЫЙ ЗАВОД	10,5 9	2,40	9,65	3,65	0,84	0,53	0,17	0,11	0,11	0,36	0,3	0,38

Продолжение таблицы А.2

Название компании	ROA 2014	ROA 2013	ROA 2012	ROA 2011	ROA 2010	ROA 2009	liquidity, 2014	liquidity, 2013	liquidity, 2012	liquidity, 2011	liquidity, 2010	liquidity, 2009
СЛАВНЕФТЬ-ЯРОСЛАВНЕФТЕОРГСИНТЕЗ	14,4 4	10,6 7	8,10	7,45	8,69	8,17	0,47	0,4	0,17	0,88	0,24	0,13
РАКЕТНО-КОСМИЧЕСКАЯ КОРПОРАЦИЯ ЭНЕРГИЯ ИМЕНИ С.П.КОРОЛЁВА	1,20	0,83	1,63	3,72	5,98	5,32	0,64	0,61	0,68	0,67	0,84	0,73
КАЛУЖСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	-0,94	2,89	3,33	11,4 3	5,43	6,61	0,45	0,74	0,93	0,51	1,42	1,32
УРАЛЬСКАЯ КУЗНИЦА	10,9 9	12,1 6	15,6 0	7,21	13,7 0	16,4 8	2,56	1,08	2,5	5,36	2,66	3,51
СРЕДНЕУРАЛЬСКИЙ МЕДЕПЛАВИЛЬНЫЙ ЗАВОД	10,5 9	2,40	9,65	3,65	0,84	0,53	0,17	0,11	0,11	0,36	0,3	0,38
МОСКОВСКАЯ КОНДИТЕРСКАЯ ФАБРИКА КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ	7,60	9,19	11,4 2	6,87	2,23	4,46	0,67	1,12	0,45	1,54	0,23	0,32
КОРШУНОВСКИЙ ГОРНО-ОБОГАТИТЕЛЬНЫЙ КОМБИНАТ	5,65	9,65	9,59	14,6 2	11,3 9	4,94	5,68	9,13	7,38	5,31	6,38	2,54
ИЖСТАЛЬ	-0,97	-3,37	-1,46	-3,45	1,16	-3,75	0,16	0,17	0,22	0,14	0,3	0,64
РУСПОЛИМЕТ	7,51	4,67	4,72	6,94	6,94	4,50	0,83	0,72	0,98	1,26	0,78	0,96
НЕФТЕКАМСКИЙ АВТОЗАВОД	0,44	5,85	7,29	3,57	-1,45	-3,27	0,48	0,59	0,78	1,06	0,68	0,54
ЛИПЕЦКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	2,75	11,3 4	11,0 7	9,12	9,99	15,4 8	1,37	1,53	1,46	1,47	1,76	1,31
КУРГАНСКАЯ ГЕНЕРИРУЮЩАЯ КОМПАНИЯ	5,89	-0,18	0,28	4,48	-4,63	1,76	1,39	1,02	1	1,29	0,68	1,36
СЕВЕРО-ЗАПАДНОЕ ПАРОХОДСТВО	5,55	-5,60	-5,55	3,44	-4,06	-4,32	0,55	1,88	2,22	0,74	1,12	1,1
ЯКУТСКАЯ ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ	10,4 4	9,39	8,20	9,77	8,43	5,04	1,1	2,26	1,49	1,94	2,42	0,63
СОЛИКАМСКИЙ МАГНИЕВЫЙ ЗАВОД	-5,01	-3,37	10,8 5	7,33	-4,87	-1,81	1,64	4,27	0,94	2,05	0,34	0,28
ТАГАНРОГСКИЙ КОТЛОСТРОИТЕЛЬНЫЙ ЗАВОД КРАСНЫЙ КОТЕЛЬЩИК	-1,19	0,78	2,73	4,21	2,12	4,31	0,94	1,47	0,7	2,58	1,41	1,18
ЧЕЛЯБИНСКИЙ КУЗНЕЧНО-ПРЕССОВЫЙ ЗАВОД	3,02	3,46	6,36	10,0 3	6,22	-4,40	1,32	1,34	2,21	1,46	0,92	0,51
ЭЛЕКТРОЦИНК	5,50	10,4 9	0,67	1,38	12,5 9	1,39	0,17	0,23	0,91	0,17	2,59	0,74

## Окончание таблицы А.2

Название компании	ROA 2014	ROA 2013	ROA 2012	ROA 2011	ROA 2010	ROA 2009	liquidity, 2014	liquidity, 2013	liquidity, 2012	liquidity, 2011	liquidity, 2010	liquidity, 2009
ЧЕЛЯБИНСКИЙ ЗАВОД ПРОФИЛИРОВАННОГО СТАЛЬНОГО НАСТИЛА	0,85	1,04	1,50	-0,36	-0,26	-0,17	0,22	0,28	0,28	0,2	0,3	0,34
ВЛАДИМИРСКИЙ ХИМИЧЕСКИЙ ЗАВОД	3,62	6,59	15,9 3	10,7 5	14,2 4	11,8 2	0,94	0,57	0,49	0,58	0,64	0,98
НАУЧНО-ПРОИЗВОДСТВЕННОЕ ОБЪЕДИНЕНИЕ НАУКА	3,58	1,55	4,76	12,8 9	15,3 0	10,6 4	0,49	0,47	0,51	0,38	0,68	0,92
ДОНСКОЙ ЗАВОД РАДИОДЕТАЛЕЙ	4,12	11,2 1	6,08	10,3 6	1,10	3,10	1,69	0,66	1,38	1,61	0,76	0,4
МОРИОН	7,73	11,8 6	10,5 0	10,0 7	7,71	10,9 2	1,57	2,44	2,5	2,38	2,26	0,76
ЗАВОД ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ ТЕХНИКИ И ЭКОПИТАНИЯ ДИОД	6,92	5,49	4,54	9,21	5,57	4,21	2,88	3,48	5,26	4,38	3,22	2,78

## Таблица А.3 - Исходные данные для анализа факторов

Название компании	Ln (Total assets , 2014	Ln (Total assets , 2013	Ln (Total assets , 2012	Ln (Total assets , 2011	Ln (Total assets , 2010	Ln (Total assets , 2009	Div Pre m, 2014	Div Pre m, 2013	Div Pre m, 2012	Div Pre m, 2011	Div Pre m, 2010	Finansi al Levera ge 2014	Finansi al Levera ge 2013	Finansi al Levera ge 2012	Finansi al Levera ge 2011	Finansi al Levera ge 2010	Finansi al Levera ge 2009
НЕФТЯНАЯ КОМПАНИЯ ЛУКОЙЛ	22,18	21,97	21,85	21,71	21,66	21,64	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,37	0,39	0,33	0,35	0,41	0,40
СУРГУТНЕФТЕГАЗ	21,83	21,47	21,31	21,23	21,05	20,96	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,07	0,07	0,06	0,07	0,06	0,06
АКЦИОНЕРНАЯ КОМПАНИЯ ПО ТРАНСПОРТУ НЕФТИ ТРАНСНЕФТЬ	21,63	21,47	21,41	21,34	21,23	21,07	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,81	0,61	0,70	0,86	1,05	1,08
МАГНИТОГОРСКИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ КОМБИНАТ	19,91	19,80	20,04	19,99	20,05	19,97	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,99	0,77	0,66	0,72	0,57	0,44
МОСЭНЕРГОСБЫТ	17,47	17,35	17,25	17,28	16,91	16,52	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	3,95	3,75	3,51	2,47	3,34	2,91
НЕФТЕГАЗОВАЯ КОМПАНИЯ СЛАВНЕФТЬ	19,52	19,46	19,41	19,29	19,30	19,29	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,14	0,76	0,78	0,60	0,48	0,34

Продолжение таблицы А.3

Название компании	Ln (Total assets ) 2014	Ln (Total assets ) 2013	Ln (Total assets ) 2012	Ln (Total assets ) 2011	Ln (Total assets ) 2010	Ln (Total assets ) 2009	Div Pre m, 201 4	Div Pre m, 201 3	Div Pre m, 201 2	Div Pre m, 201 1	Div Pre m, 201 0	Finansi al Levera ge 2014	Finansi al Levera ge 2013	Finansi al Levera ge 2012	Finansi al Levera ge 2011	Finansi al Levera ge 2010	Finansi al Levera ge 2009
КУБАНСКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	16,06	16,19	15,66	15,39	15,24	15,08	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	4,49	6,00	3,51	2,04	1,69	3,69
ФОСАГРО	18,08	17,74	17,66	17,14	17,22	16,94	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,01	2,42	2,93	0,64	0,10	0,95
УГОЛЬНАЯ КОМПАНИЯ ЮЖНЫЙ КУЗБАСС	18,64	18,47	18,44	18,50	18,31	18,19	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	3,01	4,93	2,77	1,33	1,78	2,72
СЛАВНЕФТЬ- ЯРОСЛАВНЕФТЕОРГСИ НТЕЗ	17,69	17,63	17,48	17,39	17,21	17,15	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,23	1,51	1,75	2,24	2,15	2,47
РАКЕТНО- КОСМИЧЕСКАЯ КОРПОРАЦИЯ ЭНЕРГИЯ ИМЕНИ С.П.КОРОЛЁВА	18,27	18,04	17,86	17,40	17,10	16,87	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	7,03	5,54	4,00	6,91	6,83	6,00
КАЛУЖСКАЯ СБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	15,33	15,32	15,14	14,78	14,63	14,42	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	2,84	2,86	2,66	1,59	1,40	1,11
УРАЛЬСКАЯ КУЗНИЦА	16,76	16,52	16,24	16,09	15,82	15,59	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,32	0,29	0,22	0,26	0,29	0,24
СРЕДНЕУРАЛЬСКИЙ МЕДЕПЛАВИЛЬНЫЙ ЗАВОД	16,69	16,70	16,75	16,75	16,74	16,74	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	2,82	2,52	2,22	3,73	3,45	3,34
МОСКОВСКАЯ КОНДИТЕРСКАЯ ФАБРИКА КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ	16,30	16,07	16,03	15,96	15,99	16,10	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,65	0,39	0,56	0,78	0,99	1,29
ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО ЭНЕРГЕТИКИ И ЭЛЕКТРИФИКАЦИИ МОСЭНЕРГО	19,67	19,64	19,41	19,39	19,36	19,34	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,44	0,31	0,30	0,31	0,32	0,35

Продолжение таблицы А.3

Название компании	Ln (Total assets , 2014	Ln (Total assets , 2013	Ln (Total assets , 2012	Ln (Total assets , 2011	Ln (Total assets , 2010	Ln (Total assets , 2009	Div Pre m, 2014	Div Pre m, 2013	Div Pre m, 2012	Div Pre m, 2011	Div Pre m, 2010	Finansi al Levera ge 2014	Finansi al Levera ge 2013	Finansi al Levera ge 2012	Finansi al Levera ge 2011	Finansi al Levera ge 2010	Finansi al Levera ge 2009
СЛАВНЕФТЬ-МЕГИОННЕФТЕГАЗ	18,82	18,80	18,80	18,72	18,56	18,52	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,65	0,58	0,41	0,48	0,29	0,28
Э.ОН РОССИЯ	18,67	18,69	18,71	18,61	18,45	18,34	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,12	0,10	0,09	0,11	0,10	0,10
МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ УРАЛА	18,16	18,07	18,02	17,98	17,91	17,86	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,83	0,77	0,57	0,51	0,51	0,53
МЕЖРЕГИОНАЛЬНАЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНАЯ СЕТЕВАЯ КОМПАНИЯ СЕВЕРО-ЗАПАДА	17,82	17,76	17,55	17,44	17,36	17,35	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,76	1,33	0,92	0,74	0,66	0,62
ДАЛЬНЕВОСТОЧНОЕ МОРСКОЕ ПАРОХОДСТВО	18,10	18,05	18,21	18,04	17,98	18,09	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,21	2,27	0,75	0,62	0,38	0,74
КОРШУНОВСКИЙ ГОРНО- ОБОГАТИТЕЛЬНЫЙ КОМБИНАТ	17,20	17,14	16,97	16,89	16,58	16,33	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,11	0,16	0,10	0,14	0,16	0,19
ИЖСТАЛЬ	16,40	16,39	16,31	16,39	16,20	16,07	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	6,08	5,80	7,87	4,56	2,55	1,97
РУСПОЛИМЕТ	16,15	16,05	16,13	15,88	15,69	15,39	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,61	1,82	2,26	1,79	1,70	1,37
НЕФТЕКАМСКИЙ АВТОЗАВОД	15,25	15,11	15,12	15,33	15,27	15,15	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	4,63	4,16	2,98	1,70	1,61	1,28
ЛИПЕЦКАЯ ЭНЕРГОСБЫТОВАЯ КОМПАНИЯ	14,14	14,05	14,12	13,98	13,57	13,21	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,55	1,48	1,57	1,71	1,10	2,10
КУРГАНСКАЯ ГЕНЕРИРУЮЩАЯ КОМПАНИЯ	15,73	15,53	15,41	15,55	15,37	14,80	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,59	1,16	0,92	1,25	1,19	0,62

Продолжение таблицы А.3

Название компании	Ln (Total assets 2014	Ln (Total assets 2013	Ln (Total assets 2012	Ln (Total assets 2011	Ln (Total assets 2010	Ln (Total assets 2009	Div Pre m, 2014	Div Pre m, 2013	Div Pre m, 2012	Div Pre m, 2011	Div Pre m, 2010	Finansi al Levera ge 2014	Finansi al Levera ge 2013	Finansi al Levera ge 2012	Finansi al Levera ge 2011	Finansi al Levera ge 2010	Finansi al Levera ge 2009
СЕВЕРО-ЗАПАДНОЕ ПАРОХОДСТВО	15,51	15,43	15,33	15,19	14,84	14,77	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,87	1,49	1,68	1,38	0,67	0,58
ЯКУТСКАЯ ТОПЛИВНО- ЭНЕРГЕТИЧЕСКАЯ КОМПАНИЯ	16,23	16,17	16,29	15,90	15,83	15,69	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,65	0,63	0,88	0,37	0,51	0,60
СОЛИКАМСКИЙ МАГНИЕВЫЙ ЗАВОД	15,42	15,39	15,34	15,19	14,89	14,68	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,02	1,09	0,85	1,25	1,06	9,36
ТАГАНРОГСКИЙ КОТЛОСТРОИТЕЛЬН ЫЙ ЗАВОД КРАСНЫЙ КОТЕЛЬЩИК	16,40	16,12	16,14	16,26	16,03	15,55	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	4,69	3,77	3,92	6,39	4,29	2,05
ТАГАНРОГСКИЙ КОТЛОСТРОИТЕЛЬН ЫЙ ЗАВОД КРАСНЫЙ КОТЕЛЬЩИК	16,40	16,12	16,14	16,26	16,03	15,55	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	4,69	3,77	3,92	6,39	4,29	2,05
ЧЕЛЯБИНСКИЙ КУЗНЕЧНО- ПРЕССОВЫЙ ЗАВОД	15,55	15,40	15,33	15,12	14,95	14,91	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	2,86	2,69	2,66	2,55	2,91	4,01
ЭЛЕКТРОЦИНК	15,38	15,33	15,34	15,32	15,34	15,27	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	4,50	1,56	1,20	1,11	0,93	1,25
ЧЕЛЯБИНСКИЙ ЗАВОД ПРОФИЛИРОВАННО ГО СТАЛЬНОГО НАСТИЛА	14,42	14,42	14,22	14,38	14,36	14,41	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	7,70	8,01	6,81	8,65	9,01	8,57
ВЛАДИМИРСКИЙ ХИМИЧЕСКИЙ ЗАВОД	13,94	13,90	13,92	13,80	13,91	13,71	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	2,07	1,76	1,80	1,46	1,48	1,40

Окончание таблицы А.3

Название компании	Ln (Total assets , 2014	Ln (Total assets , 2013	Ln (Total assets , 2012	Ln (Total assets , 2011	Ln (Total assets , 2010	Ln (Total assets , 2009	Div Pre m, 2014	Div Pre m, 2013	Div Pre m, 2012	Div Pre m, 2011	Div Pre m, 2010	Finansi al Levera ge 2014	Finansi al Levera ge 2013	Finansi al Levera ge 2012	Finansi al Levera ge 2011	Finansi al Levera ge 2010	Finansi al Levera ge 2009
НАУЧНО-ПРОИЗВОДСТВЕННОЕ ОБЪЕДИНЕНИЕ НАУКА	14,55	14,44	14,40	14,34	14,11	14,10	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	1,33	1,07	0,71	0,68	0,57	0,52
ДОНСКОЙ ЗАВОД РАДИОДЕТАЛЕЙ	14,07	13,39	12,99	12,70	12,54	12,50	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,73	0,48	0,84	1,09	1,30	1,68
МОРИОН	14,02	13,82	13,72	13,64	13,56	13,55	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,38	0,23	0,22	0,23	0,25	0,76
ЗАВОД ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ ТЕХНИКИ И ЭКОПИТАНИЯ ДИОД	14,45	14,51	14,60	14,58	14,44	14,29	0,62	0,81	0,02	0,01	0,28	0,30	0,49	0,71	0,75	0,73	0,53

**ПРИЛОЖЕНИЕ Б**  
**Описательная статистика независимых переменных**

Таблица Б.1 - Описательная статистика независимых переменных

	q- TOBI N	INVES T	FIN_ LEVE RAGE	ROA	LIQUI DITY _RATI O	Ln (ASSETS )	DIV_ PRE M
Среднее	0,53	7,75	1,25	5,61	1,51	16,7	0,35
Медиана	0,46	8,02	1,09	5,54	1,12	16,20	0,28
Минимум	0,02	-11,00	0,06	-5,70	0,10	12,50	0,01
Максимум	2,17	22,56	3,01	15,93	7,03	21,97	0,81
Стандартное отклонение	0,39	7,15	0,85	5,14	1,18	0,85	0,32
Вариация	0,74	0,92	0,87	0,92	0,78	0,97	0,92
Асимметрия	1,42	-0,36	-1,01	0,32	1,33	-0,30	0,27
Эксцесс	2,41	-0,62	0,43	-0,74	1,99	0,57	-1,57
5% перцентиль	0,05	-5,04	0,11	-3,38	0,22	13,69	0,01

**ПРИЛОЖЕНИЕ В**  
**Параметры эконометрических моделей**

Таблица В.1 - Параметры эконометрических моделей

Параметр	Авторы	Исследуемый рынок
Инвестиционные возможности (INVEST)	Rozeff (1982)	Рынок США
	Jensen, Solberg and Zorn (1992)	
	Smith and Watts (1992)	
Коэффициент Тобина (q-TOBIN)	Anouar (2011)	Французский рынок
	Федорова Е.А., Лукачевич И.Я. (2014)	Российский рынок (2002-2012 г.)
Рентабельность активов (ROA)	Yirong Gou, Min Maung, Craig Wilson (2005)	Рынок США (1975-2005 г.)
	Ружанская и Лукьянова (2010)	Российские рынок (уральские компании)
	Fama and Babiak (1968)	Рынок США (1918-1941)
Размер компании (ASSETS)	Anouar (2011)	Французский рынок
	Lloyd, Jahera and Page (1985)	-
	Fama and French (2002)	-
	Пирогов, Волкова (2009)	Рынок России, Индии, Китая (1995-2008 г.)
	Федорова Е.А., Лукачевич И.Я. (2014)	Российский рынок (2002-2012 г.)
	Шагалеева Г.Б. (2011)	Рынок России, Венгрии, Польши (2004-2008 г.)
Дивидендная премия (DIV_PREM)	Baker and Vergler (2004)	Рынок США (1962-2000 г.)
	Neves, Pindado, Torre (2006)	Европейский рынок (1986-2003 г.)
	Зальцман А.А. (2015)	Российский рынок (2003-2010)
Финансовый рычаг (FIN_LEVERAGE)	Higgins (1972)	Рынок США
Коэффициент текущей ликвидности (LIQUIDITY_RATIO)	Grullon, Michaely, Swaminathan (2002)	Рынок США