

КАЙТМАЗОВ Артур

Выпускная квалификационная работа

**АНАЛИЗ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ И ФАКТОРОВ,
ВЛИЯЮЩИХ НА РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИБЫЛИ**

Уровень образования: магистратура

Направление: 38.04.01 «Экономика»

Основная образовательная программа ВМ.5632 «Учет, анализ, аудит»

Научный руководитель:

Доцент кафедры статистики, учета
и аудита, кандидат экономических
наук, доцент

Соколова Анастасия

Александровна

Рецензент:

Доцент Высшей инженерно-
экономической школы,
заместитель главного бухгалтера
Федерального государственного
автономного образовательного
учреждения высшего образования
«Санкт-Петербургский
политехнический университет
Петра Великого» Томшинская
Ирина Николаевна

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

1.1 Понятие и виды дивидендной политики

1.2 Теоретические подходы к реализации дивидендной политики

ГЛАВА 2. ПРАКТИЧЕСКАЯ РЕАЛИЗАЦИЯ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

2.1 Факторы, влияющие на способ распределения прибыли предприятием

2.2 Влияние дивидендной политики предприятия на ее инвестиционную привлекательность

2.3 Ключевые детерминанты дивидендной политики российских компаний

ГЛАВА 3. АНАЛИЗ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РЯДА КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

3.1 Методика отбора организаций для анализа и краткая информация о данных организациях

3.2 Анализ степени влияния ряда финансовых показателей компаний на их дивидендную политику

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

ВВЕДЕНИЕ

Выбор подходящей предприятию дивидендной политики, а также выполнение необходимых условий для ее осуществления – одна из ключевых задач компании. Осуществление той или иной дивидендной политики может свидетельствовать о различных целях, стратегиях и подходах, применяемых предприятием в ходе его финансовой деятельности. Поэтому, для того чтобы способ распределения прибыли предприятием благоприятно сказывался на его деятельности и помогал развитию корпорации, современные предприниматели уделяют особое внимание данному вопросу.

Актуальность темы исследования. В настоящее время, когда каждый человек при помощи смартфона может стать потенциальным инвестором, вопрос о выборе дивидендной политики становится все более острым. Компании стремятся повысить цену собственных акций, привлечь ценных инвесторов и вместе с тем дополнительные средства. При этом, конкуренция за средства инвесторов лишь усиливается и компании с менее выгодными условиями, а также с менее надежным и прогнозируемым ростом, могут довольно быстро потерять преданных акционеров, которые направят средства на поддержку более надежных, финансово привлекательных и бурно развивающихся компаний. Именно поэтому на сегодняшний день крупные компании стараются не отставать от существующих тенденций по формированию дивидендной политики и внимательно следят за тем, чтобы их дивиденды одновременно привлекали интерес со стороны инвесторов и позволяли сохранять средства для развития компании.

Целью магистерской диссертации является исследование закономерностей, оказывающих существенное влияние на выбор дивидендной политики организацией, а также определении таких особенностей деятельности компаний, которые были бы наиболее сильно связаны с выбором соответствующего подхода к дивидендным выплатам.

В соответствии с поставленной целью необходимо выполнить следующие задачи:

1. Изучить теоретические основы понятия дивидендной политики, обобщить ее виды, методики и оценки, вывести особенности, характерные для российских компаний;
2. Выявить основные существующие теории распределения прибыли и определить их принципиальные различия в подходе к выплате дивидендов;
3. Систематизировать ключевые факторы, влияющие на решение компании по распределению прибыли;
4. Выявить набор уникальных факторов, которые будут способствовать росту инвестиционной привлекательности организации;
5. Проанализировать и сформировать перечень уникальные особенности России в вопросах дивидендной политики;

- б. Провести анализ и сформировать список ряда особенностей проведения дивидендной политики крупными отечественными компаниями из разных отраслей;

Объектом исследования являются дивидендные политики, проводимые рядом крупных российских компаний.

Предметом исследования являются распространенные виды дивидендной политики, применяемые в настоящее время российскими компаниями.

Практическая значимость данной работы заключается в формировании списка ключевых особенностей подхода российских организаций к выбору дивидендной политики, влияющих на последующую финансовую деятельность компаний.

Степень изученности проблемы. Множество иностранных и отечественных ученых занимались рассмотрением представленной проблематики, среди них такие как Галанова В. А., Басова А. И., Антоян Д. Г., Кувари А., Модильяни Ф., Миллер М., Росс С., Брейли Р., Майерс С. Все вышеперечисленные ученые провели значительные исследования в данной теме.

Научная новизна заключается в исследовании применимости ряда сформированных факторов, влияющих на распределение прибыли, к уникальным особенностям российского рынка.

Методологической базой. В работе применяются метод множественного корреляционного анализа, позволяющий определить степень влияния ряда факторов на результирующий признак. Теоретико-методологической основой послужили исследования как отечественных, так и зарубежных специалистов по экономической теории, финансовому анализу, финансовому менеджменту и управлению предприятием. В процессе исследования использовались дедуктивный, абстрактно-логический, сравнительно-сопоставительный, системно-структурный анализ имеющихся данных по рассматриваемой проблематике. Информационно-эмпирической базой исследования являлись, аналитические отчеты и обзоры, финансовые показатели и отчетность ряда компаний, сведения из информационной системы Sбonds, а также научные труды российских и зарубежных ученых - экономистов.

Обоснование структуры: Структура получившейся работы базируется на вышеупомянутых цели и задачах. Данная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников. В первой главе рассматриваются ключевые определения и существующие виды дивидендных политик, а также основные научные теории, связанные с рассматриваемой проблемой. Во второй главе повествование строится вокруг факторов, оказывающих влияние на дивидендную политику. Помимо этого, раскрываются принципы, влияющие на инвестиционную привлекательность компании, а также затрагиваются ключевые особенности российской истории и практики

дивидендных выплат. В заключительной главе представлен практический анализ оценки влияния ряда выведенных ранее признаков на итоговые суммы дивидендных выплат, осуществлённых несколькими отечественными компаниями.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ

1.1 Понятие и виды дивидендной политики

На сегодняшний день, можно с уверенностью сказать, что дивидендная политика оказывает весьма значительное влияние на цену акций предприятия. В самую первую очередь необходимо дать формальное определение самому понятию «дивиденды». Дивиденд – это часть прибыли предприятия, которая приходится на одну его акцию и, по сути, со всей представляет собой текущий доход акционера. Помимо этого, уровень дивидендных выплат может сигнализировать об успешной работе предприятия, в которое своим деньги вложили его акционеры. Данное понятие встречается также и в области гражданского права. Согласно ему под дивидендом понимается та часть прибыли акционерного общества, которая была получена по итогам деятельности этого предприятия за определенный временной период и была начислена на каждую акцию с учетом их категории¹. Более широкое понятие дивиденда указано в Налоговом кодексе Российской Федерации, согласно ему, дивиденд – это выгода любого рода от участия в распределении прибыли как акционерных обществ, так и коммерческих организаций других организационно – правовых форм².

Что касается дивидендной политики, то она является неотъемлемой частью финансовой политики каждой организации и включает в себя разработку определенной устоявшейся концепции распределения чистой прибыли и формирования доли собственников в ней. Доля собственника в свою очередь зависит от его вклада, установки баланса между потребляемой и капитализируемой прибылью, выработки конкретных мероприятий, способствующих увеличению рыночной стоимости организации и так далее. В процессе деятельности организации дивидендная политика оказывает влияние на движение денежных потоков предприятия и его ликвидность, а также способствует сокращению или увеличению его собственного капитала, воздействует на стоимость акций, на принятие финансовых и инвестиционных решений.

Стоит отметить, что при разработке дивидендной политики каждому предприятию необходимо будет руководствоваться рядом установленных принципов, такими как:

¹ Гражданский кодекс Российской Федерации (ГК РФ).

² Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ).

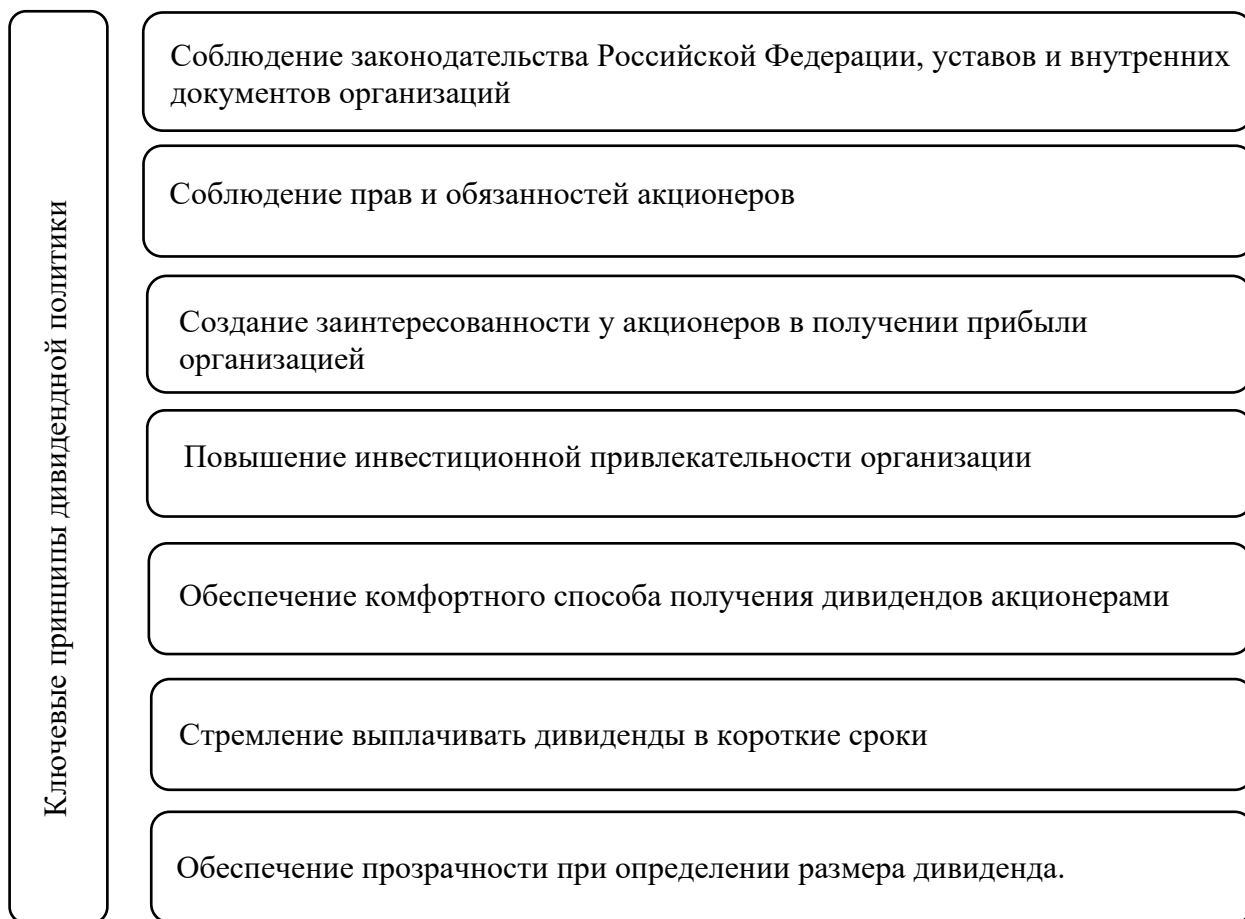


Рисунок 1. Основные принципы, применяемые при составлении дивидендной политики

Источник: составлено автором

Немаловажный вклад в определение понятия дивидендной политики внесли такие ученые как Ф. Модильяни и М. Миллер. В основу созданной ими теории лег вопрос о степени влияния выбора источника финансирования на стоимость капитала и компании в целом. Таким образом, ключевую роль в данной теории играют следующие ключевые предпосылки:

- рациональность поведения инвесторов;
- одинаковые ожидания индивидов относительно будущей доходности и уровня риска;
- совершенный рынок капитала;
- полнота информация, которой обладают все экономические агенты;
- отсутствие корпоративных налогов.

При применении перечисленных выше предпосылок, Модильяни и Миллер пришли к такому выводу, что итоговая стоимость компании определяется исключительно ее будущими доходами, а это значит, что по сути соевй она не зависит от структуры капитала. В следствии чего суммарная величина дивидендов зависит от типа проводимой инвестиционной политики, а также от результатов этой политики.

Само же понятие «дивидендная политика» непосредственно подразумевает под собой такую политику, которую та или иная компания проводит по части распределения общей суммы чистой прибыли на капитализируемую часть и непосредственно дивиденды. Капитализируемая часть может направляться на дальнейшее развитие компании, а дивиденды – часть прибыли, выплачиваемая акционерам организации. Дивиденды выплачиваются акционерам непосредственно исходя из долей, принадлежащих акционерам, то есть по сути являются доходами от владения долей в организации.

Капитализируемую часть прибыли, как правило организация может направить как на развитие, так и на финансирование текущих операций, либо же на инвестиционную деятельность. Выбор зависит непосредственно от цели компании. Цель, к которой стремится организация — это установка соответствующей дивидендной политики, т.е. такого соотношения между капитализируемой частью и дивидендными выплатами, при котором возможно было бы максимизировать как привлекательность акций компании в глазах акционеров, так и капитализацию средств, которые в дальнейшем пойдут на пользу компании. При этом необходимо организовать данный процесс таким образом, чтобы сохранить достаточное количество средств для дальнейшего развития и выполнения стратегических целей организации.

Перед формированием дивидендной политики, компании первым делом необходимо провести оценочный анализ основных факторов и показателей, которые необходимо учитывать при создании дивидендной политики.

Перечислим некоторые такие основные факторы, которые следует учитывать компаниям при формировании собственной дивидендной политики корпорации. Такими факторами являются:

1. Государство, в котором непосредственно функционирует организация, а также процесс правового регулирования акционерных обществ в данном государстве.
2. Определенный уровень денежных средств, который необходим для поддержания ликвидности компании на приемлемом уровне.
3. Пожелания самих акционеров, а также, как правило, оценка дивидендных политик непосредственных конкурентов.
4. Формирование необходимого уровня инвестиционных ресурсов организации.
5. Соотношение заемного и собственного капиталов, а также конкретная величина стоимости заемного капитала.
6. Уровень влияния принятой дивидендной политики на информационное поле, складывающееся вокруг организации.

Для определения степени воздействия данных факторов, стоит обратить внимание на примеры влияния данных факторов на дивидендные политики организаций в настоящее время. Для осуществления данной цели перейдем к их более подробному рассмотрению.

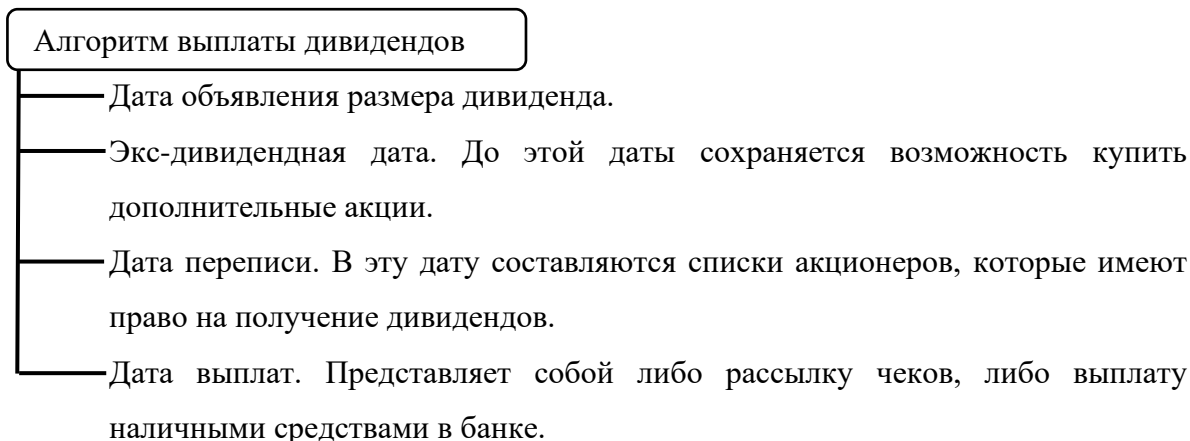
Очевидным образом правовое регулирование акционерных обществ, а в особенности, дивидендных выплат, в первую очередь напрямую зависит от имеющихся законодательных норм, потому что нормативно-правовые акты, регулирующие данную сферу, как правило носят не рекомендательный, а обязательный характер. Главным законодательным актом в Российской Федерации, который и определяет основные положения деятельности акционерных обществ, в том числе и основные положения дивидендных политик, является ФЗ N 208 «Об акционерных обществах». В этом законе определены, например, возможные источники выплат дивидендов, периодичность этих выплат, а также процедура и порядок их выплаты.

Вопросы формирования дивидендной политики остаются актуальными в бизнес-среде, так как дивиденды фактически являются единственным источником, при помощи которого акционеры могут регулярно получать денежные средства. Так, например, можно отдельно отметить, что на развивающихся рынках дивидендные выплаты на сегодняшний день становятся важным источником получения доходов от инвестиций.

Одновременно с этим дивидендная политика является и одной из центральных тем в корпоративном управлении, ведь дивиденды – это как правило существенные денежные расходы предприятия. С одной стороны, логично предположить, что каждое отдельное предприятие желает, как можно больше вложенных в него средств вернуть своим акционерам. Однако, необходимо учитывать, что компания также может, а как правило и вовсе должна инвестировать деньги своих акционеров в развитие бизнеса, что естественным образом скорее всего отрицательно повлияет на желаемую величину выплачиваемых дивидендов в данном периоде. Именно по этой причине и необходима дивидендная политика, в которой бы достигался некий консенсус между государством, предприятием и его акционерами³.

Важно учитывать, что дивидендная политика в целом является одним из главных элементов управления финансовой системой каждой компании. Она представляет собой некий свод конкретных правил, которые в свою очередь определяют наличие возможности распределения части прибыли, затем устанавливает соответствующие правила расчёта, а также правила распределения дивидендов, сроки и конкретные условия осуществления выплат, а также их периодичность, например, исходя из результатов года, ежеквартально, ежемесячно или раз в полугодие. Иными словами, процесс выплаты дивидендов можно представить в виде некоего алгоритма:

³ Галанова В. А., Басова А.И. (2006). Рынок ценных бумаг 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика. С. 14. [В.А. Galanova, A.I. Basova. (2006). Securities Market. 2nd ed. rev. and extra - M.: Finance and Statistics. p. 14 (In Russian).]



*Рисунок 2. Алгоритм выплаты дивидендов
Источник: составлено автором*

Согласно Российскому законодательству, порядок выплаты дивидендов обязательным образом оговаривается при выпуске ценных бумаг и излагается на обратной стороне акции или сертификата акций. Размер выплачиваемых дивидендов напрямую зависит от результатов деятельности компании, в частности от величины чистой прибыли, которая была получена компанией после уплаты всех налогов и отражается в годовой бухгалтерской отчетности⁴.

При этом необходимо учитывать, что есть ряд установленных законом ситуации, при наступлении которых дивиденды выплачивать нельзя и общество на собрании соответственно не имеет право принять решение об осуществлении выплаты. Решение о невыплате дивидендов может быть принято по следующим причинам:

1. Не оплачен полностью уставный капитал общества;
2. Не выкуплены все акции в соответствии с требованием акционеров;
3. На момент принятия этого решения общество соответствует признакам несостоятельности (банкротства) или оно станет отвечать этим признакам после уплаты дивидендов. Соответствующие признаки утверждены Федеральным законом № 127 – ФЗ от 26.10.2002 г.⁵;
4. На момент принятия такого решения стоимость всех чистых активов общества не превышает уставного капитала общества, резервного фонда и разницы между ликвидационной и номинальной стоимостью размещённых привилегированных акций.

⁴ Юсупова О.А. Управленческий аудит заготовительно-складских процессов промышленного предприятия //Монография; Федеральное агентство по образованию, Омский государственный институт сервиса, каф. Бухгалтерского учета, анализа и аудита. Омск, 2010. С. 45-49.

⁵ Федеральный закон РФ [Электронный ресурс] от 26 октября 2004 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (с изменениями и дополнениями, ред. от 29 декабря 2014 г.) // СПС «КонсультантПлюс». – Электрон.Дан. – М., 2004-2014. Режим доступа: <http://www.consultant.ru>

Иными словами - выплата дивидендов не будет производиться в том случае, если на момент этой выплаты положение общества ухудшилось и соответствует вышеприведённым признакам, даже в том случае, если собранием такое решение уже принято⁶.

Также определяется и форма выплат. Существует две возможные формы выплаты дивидендов: денежные и выплаты в виде имущества компании. Денежная форма выплаты дивидендов является наиболее распространенной в мировой практике, в России именно эта форма и является стандартом. Подобная форма выплат предполагает, что всем держателям долей компании, то есть ее акционерам будут назначены выплаты в виде определенной суммы, которая в свою очередь была заранее предложена Советом директоров и затем одобрена собранием акционеров компании. В конце 1990-х годов, в период начала образования акционерных обществ на территории Российской Федерации часто применялась также и практика выплат дивидендов в виде некоего количества дополнительных акций. Однако после внесения изменений в ст. 28 ФЗ «Об акционерных обществах» этот способ практически не используется. Таким образом, с момента существования современного российского фондового рынка уже ни одна публичная компания не выплачивала дивиденды акциями.

Из всего сказанного выше, следует вывод, что, компаниям необходимо заниматься разработкой дивидендной политики. Это позволит, при правильном управлении свободными денежными средствами, существенным образом повысить получение реальной прибыли. Так как, дивидендная политика, как и управление структурой капитала, оказывает существенное влияние на цену акций предприятия.

На сегодняшний день как правило выделяют три основные дивидендные политики, а также их комбинации. Данными дивидендными политиками пользуются не только российские компании, но также и зарубежные корпорации:

1. **Консервативная дивидендная политика** представляет собой такую дивидендную политику, при которой на первое место ставятся непосредственно финансовые потребности самой организации, тем самым дивидендная часть распределяется по остаточному принципу. Также дивиденды могут выплачиваться в минимальном, фиксированном размере.
2. **Агрессивная дивидендная политика** – вариант политики, направленной на увеличение капитализации и привлечение акционеров путем постоянного увеличения дивидендов вне зависимости от конкретного результата деятельности организации. Большая часть чистой прибыли такой организации будет напротив всегда направляться на выплату дивидендов.

⁶ Юсупова О.А. Отраслевые особенности нефтеперерабатывающих предприятий и их влияние на организацию и проведение управленческого аудита заготовительно-складских процессов // Сибирская финансовая школа, 2008. № 2(67). С. 152-155

3. **Умеренная дивидендная политика** по сути является наиболее стабильным вариантом разделения прибыли на капитализируемую и дивидендную часть. Подобная политика сконцентрирована на обеспечении стабильной выплаты дивидендов, а также именно эта политика наиболее точно коррелирует с итоговыми финансовыми результатами организации.

В среднем, рассматривая существующие типы дивидендной политики, можно сказать, что консервативный тип дивидендной политики применяется в тех случаях, когда используется остаточный принцип начисления дивидендов. Умеренный тип дивидендной политики позволяет поддерживать определенный норматив коэффициента выплаты дивиденда при незначительных корректировках в долгосрочной перспективе. Агрессивный же тип дивидендной политики отражает стремление компании к осуществлению максимизации дивидендных выплат⁷.

Таким образом, основная **задача дивидендной политики** напрямую заключается в том, чтобы найти наиболее оптимальное соотношение между размером прибыли, направляемым на выплату дивидендов и той частью прибыли, которая останется у компании для собственного развития. Корпорации, которые четко обозначают свои цели и направления развития своей дивидендной политики, как правило имеют наибольшую привлекательность в глазах потенциальных инвесторов. Иными словами, наличие определенности компании в отношении своей дивидендной политики позволяет ей повысить собственную репутацию и имидж на рынке ценных бумаг, а также и увеличивает шансы для стабильного развития подобной компании.

1.2 Теории дивидендной политики

Последовательность определения итогового размера дивидендов компании, согласно дивидендной теории Ф. Модильяни и М. Миллера выглядит следующим образом:

- 1) составление инвестиционного бюджета, а также расчет требуемой суммы инвестиций с учетом необходимого уровня доходности;
- 2) формирование определенной структуры источников финансирования конкретного проекта при условии максимально возможного направления чистой прибыли на исполнение инвестиционных целей;
- 3) в том случае, если не вся прибыль использована на цели инвестирования, то оставшаяся часть прибыли выплачивается собственникам компании (акционерам) в виде дивидендов.

В итоге, согласно теории Модильяни - Миллера влияние дивидендных выплат на благосостояние акционеров компенсируется иными средствами финансирования, например, дополнительной эмиссией ценных бумаг. Одно из основных положений данной

⁷ Юсупова О.А. Управленческий аудит заготовительно-складских процессов: методика проведения // Сибирская финансовая школа, 2008. № 5(70). С. 156-161.

теории заключается в том, что падение рыночной цены акции, которое было вызвано дополнительной эмиссией, полностью компенсируется выплатой суммы дивидендов, в следствии чего, для акционеров разницы между дивидендами и накоплением, согласно данной теории, не существует.

По мнению Ф. Модильяни и М. Миллера, грамотный акционер в первую очередь ориентируется вовсе не на размер текущих дивидендных выплат, а на имеющиеся благоприятные тенденции в развитии компании, а также устойчивые прибыли в будущем. Другими словами, не сам размер текущих дивидендных выплат, а именно ожидаемые прибыли и повышение спроса на акции определяют поведение инвестора. Однако необходимо отметить, что на практике, как правило, сокращение размера дивидендов приводит также и к падению курса акций, а увеличение, соответственно, к росту курса акций.

Современная финансовая наука в целом предлагает множество теорий, которые объясняют дивидендную политику компаний. Большая часть из них подтверждает зависимость величины дивидендов от результатов финансово-хозяйственной деятельности и других характеристик фирмы. Весомый вклад в разработку теоретических основ дивидендной политики за рубежом внесли М. Миллер, Ф. Модильяни, С. Росс, М. Гордон, Дж. Линтнер, Р. Литценбергер и др.⁸. Краткие сведения об авторах и основные выводы теорий, получивших наибольшее признание, представлены в табл. 1.

Таблица 1

Основные теоретические подходы к дивидендной политике

Теория дивидендной политики	Авторы	Выводы
Теория независимости дивидендов (теория иррелевантности, теория Модильяни–Миллера (ММ))	Миллер, Модильяни, Хо, Лам, Сами, Омрэн, Пойнтон	Процесс начисления дивидендов осуществляется по остаточному принципу (после удовлетворения необходимых инвестиционных потребностей компании и формирования достаточных резервов для ее развития)
Сигнальная теория	Росс, Като, Левенштейн, Айвазян и др.	Выплата высоких дивидендов «сигнализирует» об устойчивости фирмы и ее доходов, а следовательно, и о ее хороших перспективах в будущем
Теория предпочтительности дивидендов	Гордон, Линтнер, Нэсер, Рэдди и др.	Получение дивидендных выплат является значительно более надежным и предпочтительным для инвесторов, чем доход от прироста капитала
Теория налоговых предпочтений	Литценбергер, Рамасвами, Блэк, Бреннан, Груллон, Микаэли и др.	Дивидендная политика корпорации определяется налоговыми предпочтениями ее акционеров и критерием минимизации налоговых выплат

Источник: составлено автором

⁸ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-бизнес. 2012.

Наиболее существенный вклад в изучение дивидендной политики внесли М. Миллер и Ф. Модильяни⁹. В своих работах ученые доказали, что при соблюдении ряда условий дивидендная политика не будет влиять на увеличение стоимости акций фирмы и соответственно самой компании. Величина дивидендов, выплачиваемых компанией, зависит от проводимой ею инвестиционной политики, а также ее результатов. Теория Модильяни–Миллера, после своей публикации, смогла вызвать широкий резонанс в научных кругах. Среди ее недостатков тем не менее, помимо жестких допущений и ограничений, была отмечена и такая особенность, как безучастность самих инвесторов при выборе дивидендной политики.

Не менее известной в научной среде является сигнальная теория дивидендов или теория «сигнализации», которая была предложена С. Россом¹⁰. Согласно данной теории, выплаты дивидендов могут служить для инвесторов сигналами о будущей прибыли компании, а также ее истинной стоимости. Таким образом, объявление дивидендов, согласно данной теории, является важной информацией для рынка, так как в отличие от других сигналов оно должно обязательно быть подкреплено наличием соответствующего объема денежных средств. Кроме того, выплата высоких дивидендов «сигнализирует» инвесторам компании об устойчивости фирмы, а также ее доходов, следовательно и о ее хороших перспективах в будущем. Поскольку значительные дивидендные выплаты как правило ограничивают возможности развития компании за счет имеющихся в ее распоряжении внутренних источников финансирования, компания будет вынуждена прибегать к использованию заемных средств. По данной причине подобные компании довольно часто имеют значительную долю займов в собственной структуре капитала, другими словами - характеризуются высоким уровнем финансового рычага. Это значит, что для компаний существует необходимость своевременного и полного обслуживания собственных займов. Также стоит отметить, что поддержка высокого уровня дивидендных выплат побуждает менеджмент компании к получению максимальной отдачи от используемых активов и генерации денежных потоков, которые были бы достаточны для выполнения обязательств перед кредиторами и акционерами этой компании в будущем.

Прямыми оппонентами Модильяни и Миллера выступили Гордон и Линтнер, которые предложили собственную теорию предпочтения дивидендов, именуемую как «синица в руках»¹¹. Согласно данной теории, инвесторы куда больше заинтересованы в своевременном получении дивидендных выплат сегодня, нежели предполагаемого дохода от прироста капитала в будущем.

⁹ Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*. Oct. 1961. P. 411–433.

¹⁰ Ross S.A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach // *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1977. № 8. P. 28–40.

¹¹ Gordon M.J., Gould L.I. The Cost of Equity Capital: A Reconsideration // *Journal of Finance*. 1979. № 33. P. 849–861

В свою очередь, экономисты Р. Литценбергер и К. Рамасвами предложили подход, который получил название теории налоговых предпочтений¹². Согласно данной теории, после получения дивидендов возникает необходимость немедленной уплаты налогов, в то же время налог на прирост капитала, по сути, уплачивается только при продаже акций, долей или паев. Таким образом, налог на прирост капитала в теории может быть отсрочен до бесконечности. В том же случае, если налоги на дивиденды превышают налоги на прирост капитала, что актуально для большинства развитых стран (нужно отметить, что в России налог на дивиденды по юридическим и физическим лицам меньше, чем налог на прибыль), то компании, согласно теории ученых, должны минимизировать дивидендные выплаты и как следствие предоставить возможность инвесторам получить прибыль от роста стоимости акций в будущем.

Перечисленные выше теории по сути своей стали основой для дальнейших исследований целого ряда ученых. Например, Ф. Блэк определил, что интеграция налогов в модель Модильяни и Миллера как правило приводит к тому, что компании лучше будет отказаться от дивидендов¹³. В своей работе Ф.Блэк отмечает, что в том случае, если теорема Модильяни и Миллера верна, то фирма, которая платит регулярные дивиденды на сумму, равную половине ее обычной прибыли будет обладать примерно такой же стоимостью, что и аналогичная фирма, которая не выплачивает дивиденды и никогда не будет платить никаких дивидендов. Ф.Блэк считает, что подобное предположение является верным, так как де факто, у акционеров фирмы есть большое количество способов заработать деньги, не получая их непосредственно в виде дивидендов. Наиболее очевидным является то, что фирма может просто выкупить часть своих акций у собственных акционеров. Подобный способ имеет существенное преимущество – налоги на проданные акции компании для большинства инвесторов будут существенно менее высокими, чем налоги на полученные акционерами дивиденды.

М. Бреннан в собственной «теории клиентуры» установил, что уровень дохода до вычета налогов по акциям с высокими дивидендами должен быть значительно выше, чем по акциям с низкими дивидендными выплатами¹⁴. Согласно мнению автора, дивидендная политика компании в первую очередь ориентирована преимущественно на ожидания инвесторов. При этом сами инвесторы как правило выбирают компанию непосредственно с учетом ее дивидендной политики.

К. Джон и Л. Лэнг в своих работах обращают внимание на то, что повышение дивидендных выплат не обязательно должно будет свидетельствовать о долгосрочном

¹² Litzenger R.H., Ramaswamy K. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journal of financial Economics. June 1979. P. 163–196.

¹³ Black Fischer. The Dividend Puzzle // Journal of Portfolio Management. 1970. № 2. P. 5–8.

¹⁴ Brennan M.J. Taxes, Market Valuation and Corporate Finance Policy // National Tax Journal. 1970. № 23. P. 417–427.

увеличении стоимости компании¹⁵. Таким образом, указанные авторы строят свою работу, посвященную дивидендной политике на ключевом предположении, согласно которому рынок не должен трактовать всю имеющуюся в его распоряжении информацию о повышении дивидендных выплат как положительную новость относительно стоимости компании. Причина этого заключается в том, что в ряде отдельных случаев - увеличение дивидендов может говорить о постепенном снижении инвестиционных возможностей компании.

Ученые Е. Фама и К. Френч в своем исследовании, проведенном на основе данных об изменении поведения в отношении дивидендной политики ряда американских компаний, чьи акции обращались на NASDAQ, AMEX, NYSE в течении 73х лет (с 1926 по 1999) определили, что в большинстве случаев именно такие показатели, как размер компании, уровень рентабельности и инвестиционные возможности влияют на величину дивидендных выплат¹⁶. Таким образом, те компании, которые никогда не выплачивали дивидендов, как правило, являются куда более мелкими и менее рентабельными, чем компании - плательщики дивидендов. При этом подобные компании имеют больше инвестиционных возможностей, а их собственные инвестиционные затраты намного больше, чем их заработанная прибыль. Стоит также отметить, что характерными чертами компаний, которые раньше платили дивиденды, но затем перестали проводить такие выплаты, как правило являются низкая прибыль и скромный размер инвестиций.

В. Айвазян же приводит мнение, что высокие уровень долговой нагрузки снижает вероятность высоких дивидендных выплат¹⁷. Если рассматривать данную теорию более подробно, то Айвазян показал, что с последовательным увеличением рентабельности, постепенно увеличивается и уровень дивидендов, что в свою очередь является подтверждением теории остаточного денежного потока о дивидендах. Таким образом, более высокий уровень долговой нагрузки как правило соответствует значительно более низким дивидендным выплатам, что и позволяет автору заключить вывод о том, что финансовые ограничения в том числе оказывают влияние и на дивидендную политику предприятия. Также В. Айвазян добавляет, что отношение рыночной стоимости компании к ее балансовой стоимости, бизнес-риски, размер компании – все эти признаки также оказывают влияние на ее дивидендную политику.

В целом стоит сказать, что из всех вышеперечисленных теорий наибольшее внимание мы уделили именно теории независимости дивидендов М. Миллера и Ф. Модильяни. Это объяснимо, так как именно эта теория де факто является

¹⁵ John K., Lang L. Strategic Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and evidence, NYU.: Working Paper. 1991

¹⁶ Fama E.F., French K.R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? // Journal of Financial Economics. 2001. № 60. P. 3–43.

¹⁷ Aivazian V., Booth L. and Cleary S. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms? // Journal of Financial Research. 2003. № 26. P. 371–387.

основополагающей для абсолютного большинства исследований, посвященных дивидендной политике. Именно способ начисления дивидендов по остаточному принципу, проводимый после удовлетворения инвестиционных потребностей организации на сегодняшний день считается «мейнстримом» для развитых экономик среди существующих теорий дивидендной политики. Однако, необходимо учитывать, что данная теория лишь частично выполнима в следствии целого ряда условий и ограничений, введенных самими авторами, включая, например, рациональность экономических субъектов, а также совершенство рынка капитала. Важно также отдельно отметить и то, что теория минимизации дивидендов актуальна ввиду устойчиво сложившейся мировой налоговой практики, действующей в пользу максимизации налогообложения текущих доходов.

Несмотря на это, стоит отметить, что названные нами выше теории значимости дивидендов в той или иной мере все же находят свое отражение на практике. Например, с точки зрения большинства участников рынка наиболее актуальной является теория С. Росса, так как она учитывает величину дивиденда как некий весьма конкретный рыночный ориентир, который необходим при принятии решений инвесторами. Иной пример - теория «синицы в руках», которая будет более чем справедлива в условиях высоких инвестиционных рисков, а также экономической неопределенности. Ориентация эмитента на исполнение ожиданий акционеров в рамках теории клиентуры в свою очередь может также иметь практическое приложение в тех компаниях, которые можно охарактеризовать относительно однородным составом инвесторов.

Нужно сказать, что как в теории финансов, так и на практике широко известен следующий тезис: главная забота менеджеров – «обеспечить акционерам «справедливый» уровень дивидендных выплат»¹⁸. Однако вопрос непосредственно о том, какой уровень дивидендов является справедливым, по сей день остается открытым. Безусловно весьма очевидно, что степень справедливости величины дивидендов в современной экономике определяется целым рядом особенностей конкретного акционерного общества, включая, например, его уровень развития, его размер, отраслевую принадлежность, эффективность, потенциал роста, а также состав акционеров и прочие факторы.

Исследования в области дивидендной политики, которые были проведены за рубежом, демонстрируют нам, что установка некоторого ориентировочного процента ожидаемых дивидендных выплат все же весьма желательна, исходя из того предположения, что абсолютное большинство работающих менеджеров, как правило, сознательно или даже бессознательно, но все же придерживаются долговременного нормативного коэффициента

¹⁸ Brealey R., Myers S. *Principy korporativnyh finansov [Principles of Corporate Finance]*. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2014. 1008 p.

дивидендных выплат. А это в свою очередь значит, что и абсолютное большинство инвесторов ожидают от эмитентов аналогичного подхода¹⁹.

Следует также отметить, что теории дивидендной политики все еще недостаточно разработаны даже в зарубежной финансовой литературе. В пользу данного утверждения можно привести слова Р. Брейли и С. Майерса, которые утверждали, что имеющиеся теории на данный момент являются чрезмерно «отрывочными», а установленные для них эмпирические доказательства являются «слишком чувствительны к самым незначительным изменениям деталей»²⁰.

¹⁹ Антоян Д. Г., Беломытцева О. С. Особенности дивидендных политики российских акционерных обществ / Д. Г. Антоян // Вестник Томского государственного университета . – 2014. – №3. – С. 81.

²⁰ Brealey R., Myers S. *Principles of Corporate Finance*. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2014. 1008 p.

ГЛАВА 2. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА НА ПРАКТИКЕ

2.1 Факторы, влияющие на способ распределения прибыли предприятием

Если мы попробуем максимально кратко переложить вышеизложенные теоретические аспекты рассматриваемой проблемы в практическую плоскость, то получится подобный тезис: ключевая задача менеджера – «обеспечить акционерам «справедливый» уровень дивидендов». Основной же вопрос при этом на практике прозвучит следующим образом – «какой именно уровень дивидендов является справедливым». Необходимо учитывать, что степень справедливости дивидендов определяется ни чем иным как особенностями конкретного акционерного общества, включая такие принципиально важные показатели, как его уровень развития, размер, отраслевую принадлежность, эффективность, потенциал роста, состав акционеров и т.д.

Существует несколько подходов к определению списка основных критериев, на которых основываются компании с целью определить - какую долю прибыли она готовы распределить среди свои акционеров. На основании ряда источников данные критерии можно разделить на несколько подкатегорий: *Факторы, характеризующие законодательные и корпоративные ограничения; Факторы, характеризующие инвестиционные потребности организации; Факторы, характеризующие финансовые возможности организации; Факторы, связанные с интересами и поведением акционеров и инвесторов.*

К списку факторов, *характеризующих законодательные и корпоративные ограничения* относят, например, **законодательные ограничения**. Как правило перечень подобного рода ограничений может быть достаточно разнообразен и существенным образом варьируется от страны к стране. Например, для ряда государств характерен подход, когда на выплату дивидендов может расходоваться прибыль отчетного периода и нераспределенная прибыль прошлых периодов. При этом, в том случае, если компания неплатежеспособна или объявлена банкротом, то выплата дивидендов в денежной форме, как правило, запрещена. В России ограничения на выплату дивидендов регламентируются статьей 43 Федерального закона «Об акционерных обществах». Примером законодательного ограничения для нашей страны могут послужить изменения, внесенные правительством РФ в 2012г., согласно которым компании, акции которых находятся в федеральной собственности, обязаны отправлять на выплату дивидендов не менее 25% (а с 2021г. Не менее 50%) чистой прибыли. Более подробно об этом ограничении рассказано в пункте работы 2.3, сейчас же важно понимать, что подобные ограничения имеют весьма серьезные воздействия на дивидендную политику компании.

К аналогичной группе относят и так называемые **ограничения, связанные с привилегированными акциями**. Для большинства развитых стран мира характерен

подход, при котором дивиденды по обыкновенным акциям не могут выплачиваться в том случае, если компания до этого не выплатит дивиденды по собственным привилегированным акциям. Компания в собственных внутренних регулирующих документах, а также в дивидендной политике отражает выплаты дивидендов и их размер в зависимости от типа акций. В статье 42 ФЗ «об акционерных обществах» прямо приводится соответствующее указание на рассматриваемое правило. Согласно российскому закону, компания не имеет право принимать решение, а также и объявлять о выплате дивидендов, причем речь идет и о дивидендах по итогам первого квартала, полугодия, девяти месяцев или отчетного года, по обыкновенным акциям, а также по привилегированным акциям, размер дивидендов по которым не определен, в том случае если не принято соответствующее решение о выплате дивидендов в полном размере по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов по которым определен уставом общества (включая дивиденды по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев отчетного года)²¹.

Существует также и ряд **ограничений контрактного характера**. В развитых странах высокую популярность получили контракты, которые зачастую, устанавливают либо некий предел, ниже которого не может опускаться величина нераспределенной прибыли компании, либо минимальный процент реинвестируемой прибыли такой компании. Цель подобных условий – точно убедиться в способности компании обеспечивать выполнение собственных долгосрочных долговых обязательств. Таким образом, если компания намеревается получить долгосрочный кредит, то ей необходимо будет удерживать собственные дивидендные выплаты в конкретных рамках, которые обозначены контрактом.

Иная группа факторов напрямую *зависит от потребности компании в инвестициях*. Одним из наиболее важных факторов данной группы является конкретная **стадия жизненного цикла** предприятия. Существует мнение, что на ранних стадиях своего жизненного цикла компании довольно часто испытывают сложности в привлечении необходимых источников финансирования и поэтому они вынуждены большую часть полученной в результате собственной деятельности прибыли (а иногда и всю прибыль) инвестировать в собственное развитие, ограничивая тем самым выплату дивидендов. По мере перехода от фазы высокого роста к фазе зрелости, инвестиционные возможности компании уменьшаются, она начинают постепенно аккумулировать большой свободный денежный поток, который затем и выплачивают в виде дивидендов. Одной из первых работ, в которых проводился анализ жизненного цикла компании с точки зрения степени его

²¹ Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: федер. закон от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ: (в ред. от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/9f4fbb73c39e25049b6c7c98bbbec1b66f83a9f2/

влияния на дивиденды, является статья Дж. Энтони и К. Рамеша²². Проведя анализ по 3686 компаниям, входящим в базу Compustat и CRSP с 1976 по 1986 г., ученые получили следующую таблицу результатов:

Таблица 2

Соответствие показателей и стадий жизненного цикла

Стадии жизненного цикла	Показатели жизненного цикла компаний			
	Дивидендные выплаты	Рост продаж	Коэффициент капитальных расходов	Возраст компании
Рост	низкие	высокий	высокий	молодая
Зрелость	средние	средний	средний	взрослая
Стагнация	высокие	низкий	низкий	старая

Источник: Партин И. М., Васин А. Д. Влияние стадии жизненного цикла компании на вероятность ее вступления в сделку m&a на развивающихся рынках капитала

Следует отметить также, что возраст компании и стадия жизненного ее цикла не являются абсолютно тождественными понятиями. Например, компания, имеющая большой возраст, вполне может находиться на стадии роста благодаря своевременному переходу на новые бизнес-процессы, а также выпуску новой продукции. В результате верного набора управленческих решений, подкрепленных соответствующим исполнением, компания может постоянно оставаться «молодой» в рамках концепции зрения жизненного цикла.

Необходимость расширения производства и реализации инвестиционных программ. Как правило в периоды активизации инвестиционной деятельности, которая направлена на расширенное воспроизводства основных средств и нематериальных активов компании, ее потребность в реинвестировании собственной прибыли также возрастает, что в свою очередь приводит к определенной необходимости в снижении размера дивидендных выплат или даже отказа от них на определенный период. Если менеджмент компании ожидает скорого сокращения инвестиционных возможностей организации, то коэффициент выплаты дивидендов, наиболее вероятно, будет повышаться. Причем в наибольшей степени данное правило работает непосредственно в сторону сдерживания увеличения дивидендных выплат, но никак не уменьшения этих самых выплат. Это происходит из-за того, что сами по себе компании в среднем не склонны снижать дивиденды. По этой причине довольно часто, выплата дивидендов на определенном уровне может вынуждать компании отказываться от ряда потенциально выгодных инвестиционных проектов. Об этом пишут в своих работах такие авторы как Брав, Грехем, Харви и Микаэли, отмечая при этом, что многие менеджеры рассматривают задачу поддержания дивидендных выплат на определенном уровне как «обязательную» и «неприкосновенную», а потому они готовы отказаться от некоторых не обязательных инвестиционных проектов. Таким образом можно

²² Партин И. М., Васин А. Д. Влияние стадии жизненного цикла компании на вероятность ее вступления в сделку m&a на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2014. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-stadii-zhiznennogo-tsikla-kompanii-na-veroyatnost-ee-vstupleniya-v-sdelku-m-a-na-razvivayuschih-sya-rynках-kapitala> (дата обращения: 17.12.2022).

даже сказать, что те компании, которые испытывают на себе недостаток наличности, часто сокращают свои инвестиционные затраты с ключевой целью, заключающейся в сохранении дивидендных выплат на прежнем уровне.

Другим существенно важным критерием является **наличие возможности ускорения или, напротив, замедления осуществления тех или иных инвестиционных проектов**. Считается, что наличие у компании советующей возможности позволяет ей более строго придерживаться стабильной дивидендной политики, а это в свою очередь придает организации большую гибкость в принятии решений. Например – если организации в ближайшем времени необходимо обновить производственную линию, то откладывать данный процесс, очевидно, не будет возможности, так как в результате будет иметь место производственный простой. В то же время если, например, речь идет о внедрении нового онлайн сервиса банка, то тогда замедление инвестиционных процессов, безусловно будет является негативным фактором, однако несмотря на это работа банка не будет парализована.

Не менее важными являются также и факторы, *отвечающие за финансовые возможности компании*. Одна из интересных особенностей данных факторов заключается в том, что их анализ как правило строится на финансовой отчетности, предоставляемой компаниями.

Первый фактор данной группы, который даже интуитивно должен находиться в зоне интересов потенциальных акционеров компании – это **уровень прибыли текущего периода**, а также нераспределенной прибыли прошлых лет. Логика этого фактора является весьма прозрачной – так как источником для выплаты дивидендов компании как правило является ее прибыль. Как следствие, наличие самого факта возможности их выплаты, а также потенциальная возможность их роста или снижения напрямую связана с уровнем прибыли текущего периода. При этом стоит учитывать, что влияние данного фактора на дивидендную политику компании существенным образом зависит не только от размера компании и ее чувствительности к изменениям показателей прибыли, но даже и от рынка, на котором компания непосредственно осуществляет свою деятельность. Так, экономисты Мартинс и Новаэс²³ пришли к заключению, что особое значение рассматриваемый фактор имеет в первую очередь для развивающихся рынков. В своей работе, посвященной дивидендам, ученые сравнили статистику по дивидендным выплатам в США (исследование затрагивало 2117 компаний) и Бразилии (исследование затрагивало 964 компаний). В результате проведенного анализа полученных данных оказалось, что доля плательщиков дивидендов в обеих странах примерно одинакова и варьируется в пределах 66,79% и 62,56% соответственно. Для дальнейшего более подробного изучения поставленного вопроса

²³ Martins, T.C., Novaes, W. (2012), Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? Journal of Corporate Finance, (2012)

авторы решили изучить доли плательщиков среди компаний, разбитых на группы по размеру их чистой прибыли. Благодаря этому исследованию удалось выявить интересную закономерность, которую кратко можно описать следующим образом: если чистая прибыль компании меньше, чем ее активы, значит доля плательщиков в Бразилии снижается до 18,97%. В случае, если она, напротив, выше, то доля плательщиков значительно возрастает – до 71,21% (примерно на 50%). Причем интересно, что в случае США, экономика которых более развита, ситуация иная: при низкой чистой прибыли доля плательщиков тем не менее составляет целых 48,10%, а при высокой достигает – 69,51%. Таким образом можно сказать, что влияние размеров прибыли компаний на их дивиденды для развитой экономики США существенно ниже, чем для менее развитой Бразилии. Из данной закономерности, авторы делают вывод о том, что по всей видимости в Бразилии обязательная выплата дивидендов является своего рода эффективной «мерой защиты» миноритариев – ведь в условиях финансовой неустойчивости компании как правило снижают собственные дивиденды, однако если компания финансово благополучна, то она все равно выплачивает дивиденды. В то же время для США более характерна ситуация, когда доля плательщиков меняется не настолько значительно в зависимости от размера чистой прибыли. Причина этого заключается в том, что в США основной интерес инвесторов как правило в большей мере заключается в потенциальной возможности развития компании, а значит и роста ее стоимости как следствие. То есть наличие существенных дивидендных выплат – это менее значимый фактор для подобных, более экономически развитых стран.

Другим существенным фактором являются ограничения, связанные с **недостаточной ликвидностью** компаний. Логично будет предположить, что дивидендные выплаты в денежной форме могут быть выплачены компанией лишь в том единственном случае, когда у компании имеется достаточный объем доступных денежных средств на момент выплаты дивидендов. Безусловно можно предположить, что в случае острой необходимости, компания теоретически может взять кредит для выплаты дивидендов по собственным акциям, однако данный подход не всегда реализуем для некоторых организаций ввиду самых разных причин. Помимо этого, необходимо также помнить, что привлечение заемного финансирования неминуемо будет связано с дополнительными расходами, которая понесет компания, которая вынуждена была взять средства в кредит для поддержания определённого, необходимого ей уровня дивидендных выплат. Иными словами, на практике компания вполне может быть прибыльной, но при этом не готовой в полной мере к выплате дивидендов по причине отсутствия в ее распоряжении реальных денежных средств. По этой причине тем инвесторам, которые собираются приобрести акции компании главным образом с целью получения дивидендов, как правило, необходимо оценить ликвидность компаний, для того чтобы убедиться в том, что у интересующих их компаний имеется достаточное количество денежных средств.

На уровень дивидендных выплат также теоретически может повлиять и уровень **затрат**, которые понесет компания в случае **проведения эмиссии новых ценных бумаг**. Одним из имеющихся в распоряжении компании путей для обеспечения необходимого уровня финансирования инвестиций как раз может являться наличие возможности увеличения акционерного капитал при помощи проведения эмиссии новых акций с целью сохранения нераспределенной прибыли. Однако в том случае, если затраты на выпуск акций станут чрезмерно высоки, то подобная ситуация вполне сможет потенциально привести к ощутимому сокращению доли дивидендных выплат в прибыли и пересмотру ее использования в сторону реинвестирования.

Также при выборе дивидендной политики необходимо учитывать **стоимость и доступность заемных источников финансирования**. Считается, что в том случае, если компания может достаточно оперативно, а главное, без существенных затрат привлечь заемный капитал, то наиболее вероятно, что она также сможет и выплатить ожидаемые акционерами дивиденды даже при наступлении ситуации сильной волатильности и невозможности прогнозирования подходящего уровня прибыли, при помощи увеличения собственного коэффициент задолженности. Согласно экономической традиции под «доступностью» финансовых ресурсов для компании понимаются непосредственно условия предоставления необходимых финансовых ресурсов субъектами финансирования без учета их будущего воздействия на ее финансовое состояние в перспективе. Однако на практике доступность куда целесообразнее рассматривать шире, а именно, в контексте управления, основанного на имеющихся ожиданиях доходности компании внешними экономическими субъектами. Такой подход позволяет учесть последствия принятых финансовых решений на будущее финансовое состояние бизнеса. Соответственно, таким образом, доступность финансового ресурса представляет собой совокупность ряда условий и требований к ретроспективному и прогнозному уровням финансовой стабильности субъекта, привлекающего финансовые ресурсы. Доступные виды финансовых ресурсов для компании можно выявить в зависимости от уровней ее финансовой стабильности, учитывая при этом прогнозные значения показателя.

Четвертой группой факторов являются так называемые *факторы, связанные с поведением акционеров и инвесторов*, их интересами и задачами. Первоочередную роль тут играют **ограничения, связанные с интересами акционеров и инвесторов**. В современных условиях открытого рынка информации, данные о дивидендной политике компании тщательно отслеживаются сразу всеми заинтересованными лицами, а именно: аналитиками, менеджерами, брокерами и т.д. Из-за столь тщательного внимания любое нарушение стабильности в проведении дивидендных выплат, равно как и хоть сколько-то существенные нежелательные отклонения от сложившейся в компании практики выплат этих самых дивидендов потенциально могут привести к понижению рыночной цены за

акцию компании. В частности, именно по данной причине довольно часто многие компании вынуждены поддерживать собственную дивидендную политику на достаточно стабильном уровне, несмотря на возможные колебания конъюнктуры даже в тех случаях, если для этих компаний в какой-то отдельный момент времени значительно комфортнее было бы эту дивидендную политику изменить или даже приостановить выплату дивидендов.

Не стоит забывать также и про существенное влияние **уровня дивидендных выплат организаций–конкурентов** на дивидендную политику отдельно взятой компании. На современном конкурентном рынке, когда компании борются между собой за инвестиционные поступления со стороны потенциальных акционеров, более высокий размер выплачиваемых дивидендов, предлагаемых компаниями–конкурентами может негативно сказаться на спросе акций условно рассматриваемой компании. Довольно часто в подобных ситуациях, при одинаковых или схожих экономических условиях на рынке, у собственников компании может возникнуть закономерное желание повышения уровня дивидендных выплат с целью повышения инвестиционной привлекательности их компании.

Также необходимо упомянуть и такой фактор, как наличие потенциальной **возможности утраты контроля над управлением** компанией. Низкий уровень дивидендных выплат, проводимый компанией со временем вполне может привести к снижению рыночной стоимости ее акций (в связи с потерей интереса инвесторов к ее акциям ввиду их низкой доходности), как следствие это может привести и к их массовой продаже, а это в свою очередь резко увеличивает риск финансового захвата организации путем массовой скупки подешевевших акций компании ее конкурентами.

Сводные результаты анализа факторов, влияющих на дивидендную политику предприятия можно представить в виде следующей таблицы:

Таблица 3

Факторы, влияющие на дивидендную политику предприятия

Группа факторов	Факторы	Краткое описание фактора
Факторы, характеризующие законодательные и корпоративные ограничения	Законодательные ограничения	Список ограничений, установленных государством, которые непосредственно влияют на дивиденды
	Ограничения контрактного характера	Во многих странах величина выплачиваемых дивидендов регулируется специальными контрактами
	Ограничения, связанные с привилегированными акциями	Часто дивиденды по обыкновенным акциям не могут выплачиваться, если компания не выплатит до этого дивиденды привилегированным акциям
Факторы, характеризующие потребности	Стадия жизненного цикла	На ранних стадиях жизненного цикла компании часто вынуждены большую часть

организации в инвестициях		прибыли инвестировать в свое развитие
	Необходимость расширения производства и реализации инвестиционных программ	Если ожидается сокращение инвестиционных возможностей компании уровень выплаты дивидендов будет повышаться
	Возможность ускорения или замедления осуществления инвестиционных проектов	Возможность ускорения/замедления реализации инвестиционных проектов позволяет стабильнее выплачивать дивиденды.
Факторы, характеризующие финансовые возможности организации.	Уровень прибыли текущего периода и нераспределенной прибыли прошлых лет	Источником дивидендов является прибыль, т.е. от величины прибыли зависит и факт выплаты дивидендов
	Ограничения, связанные с недостаточной ликвидностью	Компания может быть прибыльной, но не готовой к выплате дивидендов по причине отсутствия реальных денежных средств
	Затраты на эмиссию новых акций	Высокие затраты на выпуск акций могут привести к сокращению доли дивидендов в прибыли и ее реинвестированию
	Стоимость и доступность заемных источников финансирования	Компания, способная оперативно привлечь заемный капитал, может выплатить ожидаемые дивиденды в условиях волатильности
Факторы, зависящие от интересов и поведения акционеров и инвесторов	Ограничения, связанные с интересами акционеров и инвесторов	Нежелательные отклонения от сложившейся практики выплаты дивидендов могут привести к обрушению курса акций
	Уровень дивидендных выплат организаций–конкурентов	Высокие дивиденды компаний-конкурентов могут спровоцировать собственников на повышение собственных дивидендов
	Возможность утраты контроля над управлением	Снижение рыночной стоимости акций из-за низких дивидендов может привести к массовой скупке акций конкурентами.

Источник: составлено автором

2.2 Влияние дивидендной политики предприятия на ее инвестиционную привлекательность

Инвестиционная привлекательность компании является принципиально важным и актуальным вопросом для каждой фирмы на любом отдельном этапе ее жизненного цикла. Для большинства компаний инвестиционная привлекательность служит ключевым критерием для обеспечения возможности привлечения и удержания различных ресурсов и повышения рыночной стоимости их бизнеса, что в свою очередь приведет к росту благосостояния акционеров, то есть собственников бизнеса. Таким образом именно

выявление некоего устойчивого набора уникальных факторов, которые будут способствовать росту инвестиционной привлекательности организации, а также управление ими является одним из ключевых инструментов повышения внимания инвесторов к организации.

Прежде всего необходимо разобраться, что же такое инвестиционная привлекательность. Единого определения инвестиционной привлекательности в академической среде нет, однако все существующие определения можно разделить на три условные группы: *инвестиционная привлекательность как совокупность различных факторов*; *инвестиционная привлекательность на основе целей инвестора и инвестиционная привлекательность как соотношение риска и доходности*. Приведем несколько определений. Согласно Мелай Е.А., инвестиционную привлекательность компании можно определить как – комплекс показателей, которые характеризуют имеющиеся у компании возможности экономического развития, рентабельности капитала предприятия, его активов, а также инвестиционный риск бизнес-субъекта, который обладает возможностью непрерывного развития в условиях жесткой конкуренции, с учетом предположения о том, что объект будет непрерывно осуществлять свою деятельность и влиять на образование реального спроса на инвестиции²⁴. Игольников Г.Л., Патрушева Е. Г, приводят следующее определение инвестиционной привлекательности, как гарантированного, надежного и своевременного достижения целей инвестора на базе экономических результатов деятельности данного инвестируемого производства²⁵. Очевидно, что на уровень инвестиционной привлекательности организации как правило влияет множество разнообразных, а иногда и разнонаправленных факторов. Таким образом, единого подхода в современной экономической науке относительно состава и классификации подобных факторов инвестиционной привлекательности на данный момент не существует. Наиболее популярным на сегодняшний день считается подход, согласно которому, выделяют внешние и внутренние факторы²⁶. Внешние факторы инвестиционной привлекательности характеризуются тем, что действуют на организацию непосредственно из внешней среды и таким образом не поддаются прямому влиянию со стороны менеджмента этой компании. Внутренние факторы же, наоборот, действуют на организацию изнутри, а значит в свою очередь могут быть изменены управленческими решениями сотрудников организации. Факторы, которые действуют изнутри и снаружи организации значительно отличаются так как имеют различную сущность и особенности

²⁴ Мелай Е.А., Сергеева А.В. Подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации: сравнительный анализ // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. 2015. Вып. 2. Ч.1. С.80-93.

²⁵ Климочкина, Н. И. Влияние дивидендной политики на рыночную стоимость акций / Н. И.Климочкина // Вестник науки и творчества. 2016.—№ 3.— С. 125–129.

²⁶ Мелай Е.А., Сергеева А.В. Факторы инвестиционной привлекательности организации // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. Тула: Изд-во ТулГУ, 2015. № 3-1. С. 63-69.

воздействия. Это, кроме того, означает, что при прочих равных условиях влияние практически любого фактора может существенно варьироваться в зависимости от индивидуальных особенностей каждого инвестора. Отметим также и тот факт, что для каждого отдельного инвестиционного объекта совокупность факторов внутреннего и внешнего воздействия так же, как правило является уникальным набором индивидуальных характеристик. В частности, это можно объяснить рядом серьезных различий в инвестиционных целях подобных компаний. Иными словами, причиной направления средств на тот или иной объект. Такими причинами могут быть, например, расширение рынка сбыта за счет приобретения аналогичного бизнеса, приобретение удобной площадки для бизнеса, вложения средств для диверсификации деятельности и т.д. А значит, можно сказать, что, при определении факторов привлекательности каждой отдельной организации для условного инвестора, а также при выявлении их роли для определенного объекта инвестирования необходимо учитывать его уникальные особенности.

Какие же особенности дивидендной политики оказывают наибольшее влияние на инвестиционную привлекательность. Считается, что одним из основных показателей инвестиционной привлекательности компании является совокупная прибыль акционеров (total shareholder return, TSR)²⁷. Это величина, которая состоит из двух ключевых показателей: роста котировок акций и непосредственно дивидендов. Таким образом, дивидендная политика компании напрямую влияет на совокупную прибыль акционеров, а через нее и на инвестиционную привлекательность предприятия. На практике растет число инвесторов, для которых, при прочих равных условиях, компании, стабильно выплачивающие дивиденды, выглядят более привлекательными, что в свою очередь приводит к росту акционерной стоимости именно этих компаний. Другими словами, более высокий уровень дивидендной доходности скорее всего будет свидетельствовать о большей инвестиционной привлекательности компании.

Другим важным фактором, повышающим инвестиционную привлекательность компании как правило называют прозрачность дивидендной политики предприятия. Именно исходя из высокого уровня прозрачности дивидендной политики компании инвестор может определить для себя некий уровень доверия к самой компании и как следствие к её ценным бумагам, обращающимся на бирже. Данное предположение является логичным, ведь в среднем, чем выше прозрачность и предсказуемость дивидендной политики, тем меньшие риски качества корпоративного управления компании берут на себя как инвесторы, так и кредиторы компании²⁸. Стоит отметить, что повышение прозрачности может быть достигнуто несколькими способами.

²⁷ Методические рекомендации ПАО Московская Биржа по составлению и реализации дивидендных политик публичными компаниями [Электронный ресурс]: Московская биржа // Москва. 2017. (2) URL: <https://fs.moex.com/files/16219/26375/> (дата обращения: 16.12.2022)

²⁸ Воловик Д.А. Дивидендная политика предприятия и ее влияние на его инвестиционную привлекательность // Финансы, денежное обращение и кредит. 2019. № 8. С. 53.

В первую очередь повышения прозрачности можно достигнуть при помощи назначения конкретного размера дивидендов на одну акцию, а не только общей сумму выплат. Такой шаг существенно повысит прозрачность дивидендной политики по сравнению с ситуацией, когда компания назначает общий размер дивидендов без привязки суммы к одной акции. Так, например, компания, которая объявила только о размере общей суммы дивидендов вполне может провести дополнительную эмиссию акций, тем самым размывая капитал, что в свою очередь уменьшит величину дивидендов на одну акцию. Соответственно, для акционеров знание величины дивиденда на одну акцию является куда менее рискованным.

Другим способом, который значительным образом повышает прозрачность дивидендной политики, а значит и инвестиционную привлекательность компании, является установка денежного потока в виде некой альтернативной базы для выплаты дивидендов, вместо чистой прибыли²⁹. Расчет дивидендов из свободного денежного потока считается инвесторами более «честным» и репрезентативным способом выплаты дивидендов, поскольку денежный поток по сути своей является реальным, а не расчетным показателем деятельности компании. Иными словами, чистая прибыль технически может завышаться или занижаться в зависимости от так называемых «бумажных статей», которые фактически не оказывают непосредственного влияния на реальные доходы. Например, доходы от переоценки долей в дочерних компаниях. В то же время чистый денежный поток является значительно менее волатильным показателем. Несмотря на это большинство российских компаний на сегодняшний день продолжают выплачивать дивиденды исходя именно из чистой прибыли компании за отчетный период, а выплата дивидендов на основе денежного потока на сегодняшний день считается методом популярным скорее в странах Западной Европы. При этом, стоит отметить, что есть и российские компании, которые перешли на данный метод, например компания АЛРОСА, начиная с 2018 года, рассчитывает дивиденды именно на базе собственного чистого денежного потока³⁰.

Считается также, что компания, которая хочет повысить прозрачность собственной дивидендной политики для инвесторов должна как можно чаще публично представлять максимально подробные финансовые и производственные отчеты. Данная идея понятна, ведь инвестор, вложивший собственные средства в компанию непосредственно заинтересован в том, чтобы компания двигалась в правильном направлении, и чтобы в результате она обеспечила себе финансовый успех. Соответственно, постоянно публикуемая отчетность компании, которая в полной мере описывает ее деятельность будет

²⁹ Сутурина, В. А. Влияние дивидендной политики на инвестиционную привлекательность компании / В. А. Сутурина. // Вопросы экономики и управления. — 2019. — № 4 (20). — С. 32-35. — URL: <https://moluch.ru/th/5/archive/132/4279/> (дата обращения: 16.12.2022).

³⁰ Дивидендная политика ПАО АЛРОСА [Электронный ресурс] - URL: <https://www.alrosa.ru/investors/shareholders/dividends/> (дата обращения 16.12.2022)

позволять инвестору постоянно «держать руку на пульсе», а значит и повысит инвестиционную привлекательность организации.

2.3 Основные особенности и тенденции, затрагивающие дивидендную политику в России.

Сама по себе практика целенаправленной выплаты дивидендов акционерам в расчете на их индивидуальные интересы и непосредственные приоритеты компании для Российской Федерации является сравнительно новым явлением. В настоящее время дивидендные политики крупнейших российских акционерных обществ по сути находятся еще только на стадии своего формирования, а многие принципиальные вопросы, включая саму возможность выплаты дивидендов, все еще остаются в так называемой «зоне неопределенности», причем как для самих акционерных обществ, так и для их инвесторов.

Одной из ключевых проблем дивидендной политики в России 2000х – начала 2010х годов являлось несовершенство самой законодательной базы в части регламентации дивидендных выплат. Этот недочет, соответственно, существенно снижал инвестиционную привлекательность вложений в акции российских компании. Однако, благодаря изменениям, внесенным в Федеральный закон «Об акционерных обществах»³¹ с 1 января 2014 года, началась наблюдаться благоприятная тенденция к совершенствованию нормативно-правовой базы в рассматриваемом сегменте. Так, вступившие в силу изменения в законе заметно улучшали позиции инвесторов – миноритариев и при этом одновременно снизили возможности махинаций с дивидендами.

Нововведения, которые были привнесены в закон 2014 года, предусматривают, в частности, установление двух дат фиксации реестра: первая служит для участия в годовом общем собрании акционеров, а вторая для непосредственной выплаты дивидендов. При этом последняя дата устанавливается обязательно позднее даты принятия решения о выплате дивидендов. Иными словами, после проведения общего собрания акционеров. Согласно редакции Федерального Закона, закрытие реестра для выплаты дивидендов необходимо проводить обязательно не позднее 20 дней со дня проведения общего собрания акционеров. А для тех же акционерных обществ, акции которых в настоящий момент находятся в обращении на бирже, дата закрытия реестра для выплаты дивидендов должна находиться в конкретном промежутке: не ранее 10 дней и не позднее 20 дней после собрания акционеров.

Отдельного упоминания стоит существующий на сегодняшний день механизм определения доли дивидендов в прибыли акционерных обществ с государственным участием. В настоящее время интерес к данному вопросу со стороны законодателей

³¹ Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: федер. закон от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ: (в ред. от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

вероятно будет расти и дальше по целому ряду причин, в первую очередь связанных с неблагоприятной экономической конъюнктурой для современной России и как следствие с необходимостью финансирования потенциального дефицита федерального бюджета на ближайшие годы. Однако данным вопросом правительство начало заниматься значительно раньше. Так в 2012 г. Правительство РФ внесло ряд значительных изменений в имевшееся Распоряжение от 29 мая 2006 г. № 774-р «О формировании позиции акционера – Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности». Согласно же действовавшей до июля 2021го редакции этого распоряжения (от 12 ноября 2012 г. № 2083-р) акционерные общества названной категории обязаны были направлять на выплату дивидендов не менее 25 % чистой прибыли без учета доходов от переоценки собственных финансовых вложений³². Начиная же с 1 июля 2021 года, согласно распоряжению премьер-министра России М. Мишустина, все госкомпании России обязаны направлять на выплату дивидендов не менее половины всей своей скорректированной чистой прибыли, определенной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО)³³. Причем помимо увеличения доли прибыли, отправляемой на выплату дивидендов, подписанный документ также изменяет и сами правила расчета дивидендной базы выплаты. С 1 июля 2021 года при таких подсчетах перестали учитываться доходы и расходы, «не подтвержденные денежными потоками», а именно связанные с:

- признанием или восстановлением убытка от обесценения основных средств и нематериальных активов, а также с их списанием (за исключением списаний, связанных с продажей);
- курсовыми разницеми;
- изменением справедливой стоимости финансовых активов, определяемой в соответствии с МСФО;

Стоит также отметить, что в 2013-2014 годах велись весьма активные дискуссии об установлении некоего норматива по выплатам дивидендов вообще для всех действующих категорий акционерных обществ. Однако все подобные предложения довольно закономерно не выдержали никакой критики в следствии чего и были отклонены законодателями, как неудачные. Более того, вполне можно утверждать, что даже акционерные общества, чьи акции действительно находятся в федеральной собственности,

³² Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2006 N 774-р (ред. от 11.06.2021) “О формировании позиции акционера - Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности” [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_59277/

³³ Правительство обязало госкомпании направлять 50% прибыли на дивиденды [электронный ресурс] // РБК – URL: <https://www.rbc.ru/economics/16/06/2021/60c9b1ee9a79476000b19628><https://www.rbc.ru/economics/16/06/2021/60c9b1ee9a79476000b19628>

далеко не всегда выполняют установленное законом требование о выплате 50% чистой прибыли в виде дивидендов. Компании с государственным участием могут позволить себе невыполнение подобных требований в том случае, если они смогут доказать, что на объем выплачиваемых ими дивидендов повлияли значительные инвестиционные программы, необходимые для их дальнейшего развития, либо уникальная рыночная конъюнктура, либо иные чрезвычайные обстоятельства.

Иным примером законодательного ограничения, которое самым непосредственным образом влияет на дивидендную политику организации является условие, согласно которому акционерное общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов (в том числе дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев отчетного года) по обыкновенным акциям, а также по привилегированным акциям, размер дивидендов по которым не определен, в том случае если не было принято решение о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов (в том числе дивидендов по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев отчетного года) по которым определен уставом общества³⁴. Данное ограничение приведено в статье 43 ФЗ-208 "Об акционерных обществах".

Влияние подобных законодательных ограничений на дивидендную политику российских компаний не стоит недооценивать. По мнению научных сотрудников из Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков Института прикладных экономических исследований (ИПЭИ) РАНХиГС Абрамова А. и Черновой М.,³⁵ условия, согласно которым российские компании с долей государственного участия обязаны отправлять часть дохода на выплату дивидендов оказали значительное влияние на современную дивидендную политику российских компаний, которая по мировым стандартам характеризуется довольно высоким уровнем дивидендных выплат. Несмотря на это, в своем исследовании экономисты говорят о том, что ключевая причина тенденции на увеличение дивидендных выплат российскими компаниями в первую очередь объясняется неогрешенностью акций этих компаний. По их мнению акции российских компаний в сравнении с акциями компаний из других стран довольно заметно недооценены, это можно увидеть в частности при изучении данных на основе мультипликатора Р/Е³⁶ (отношения рыночной стоимости акции компании к прибыли на акцию), соответственно чем ниже будет значение коэффициента, тем более недооценена рассматриваемая компания. Так, из 30 стран (как развитых, например, Австралия, Германия и Япония, так и развивающихся, например,

³⁴ Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: федер. закон от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ: (в ред. от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

³⁵ Щедрые дивиденды в России: главные риски [Электронный ресурс]// ECONS/ - URL: <https://econs.online/articles/finansy/shchedrye-dividendy-v-rossii-glavnye-riski/>

³⁶ Price Earnings Ratio [Электронный ресурс] // CFI/ - URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/price-earnings-ratio/>

Колумбия, Мексика и Индонезия), в рассматриваемый период с 2011 по 2020 г. По показателю ROA³⁷ (рентабельность активов) российские компании уступали только аргентинским, существенно превосходя компании из всех остальных стран. И в то же самое время по коэффициенту P/E, равному 7,5, российский рынок существенно уступал всем остальным сравниваемым рынкам со средним для них значением 22, то есть показатель российских компаний примерно в три раза ниже, чем средний по миру.

Абрамова А. и Чернова М. считают, что именно стремление повысить привлекательность своих бумаг для инвесторов, а также необходимость в выполнении требований государства по уровню дивидендных выплат вывело российские компании в мировые лидеры по уровню дивидендной доходности акций.

Безусловно, высокий уровень дивидендных выплат – это не единственная особенность, которой можно охарактеризовать дивидендные политики российских компаний. В первую очередь стоит отметить их «историческое сходство». Положения о дивидендной политике были разработаны и приняты большинством крупнейших российскими эмитентами только в начале 2010-х, а некоторыми эмитентами и того позже – лишь в середине 2010-х³⁸. В переходной России 1990-х годов дивидендной политике эмитенты должного внимания в принципе практически не уделяли. Примерно в тот же временной период большинство компаний (хотя и далеко не все) приняли так называемые кодексы корпоративного управления. При этом выплата дивидендов, как правило, не рассматривается российскими эмитентами как существенный и значимый механизм повышения инвестиционной привлекательности и изменения рыночной стоимости компании, а воспринимается скорее именно как возможность повышения корпоративного имиджа.

Для дальнейшего анализа рассмотрим три разные дивидендные политики российских компаний из нескольких секторов экономики: ПАО «Газпром» - добыча полезных ископаемых, ПАО «Сбербанк» - банковские услуги и ПАО «Магнит» - розничная торговля. Стоит также отметить, что из приведенных выше компаний, только ПАО «Магнит» не является компанией с высокой долей государственного участия. Итак, приведем ключевую информацию из учетных политик вышеописанных компаний в следующей таблице:

³⁷ Return on Assets (ROA): Formula and 'Good' ROA Defined [Электронный ресурс] // Investopedia/ - URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

³⁸ Антонян Диана Галустовна, Беломытцева Ольга Святославовна Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2014. №3 (27). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-dividendnoy-politiki-rossiyskih-aktsionerных-obschestv> (дата обращения: 16.12.2022).

Сравнение дивидендных политик российских предприятий

Признак	ПАО Газпром ³⁹	ПАО Сбербанк ⁴⁰	ПАО Магнит ⁴¹
Утверждение положения «О дивидендной политике»	Утверждена решением Совета директоров ПАО «Газпром» от «24» декабря 2019 г. № 3363	Утверждена Наблюдательным советом ПАО Сбербанк Протокол от 10.11.2020 № 36	Утверждена Решением Совета директоров ПАО «Магнит» от «27» мая 2016 года (протокол заседания Совета директоров б/н от «30» мая 2016 года)
Цель	Обеспечение наибольшей прозрачности для акционеров, всех заинтересованных лиц механизма определения размера дивидендов и определяет принципы, которыми руководствуется Совет директоров Общества при подготовке рекомендаций Общему собранию акционеров Общества.	Целью настоящего Положения является установление прозрачного и понятного акционерам Банка механизма принятия решения о выплате дивидендов, определения размера, порядка и сроков их выплаты.	Дивидендная политика Общества направлена на повышение благосостояния акционеров и обеспечение роста капитализации Общества. Положение имеет своей целью информирование акционеров и иных заинтересованных лиц о дивидендной политике Общества.
Принципы расчета размера дивидендов (условия выплаты)	-нормы действующего законодательства РФ, Устава и внутренних документов Общества; – права и интересы акционеров; – стремление соответствовать высоким стандартам корпоративного управления; – обеспечение максимальной прозрачности механизма определения размера дивидендов и их выплаты; – сбалансированность краткосрочных и	Решение о выплате дивидендов принимается Общим собранием акционеров. Указанным решением должны быть определены размер дивидендов по акциям каждой категории, форма их выплаты, дата на которую определяются лица, имеющие право на получение дивидендов. Наблюдательным советом Банка учитываются условия: 1. наличие и объем чистой прибыли	Общество не вправе принимать решение о выплате дивидендов по акциям: - до полной оплаты всего уставного капитала; - до выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены в соответствии со статьей 76 ФЗ «Об акционерных обществах»; - если на день принятия такого решения Общество отвечает признакам несостоятельности или если указанные

³⁹ Дивидендная политика ПАО Газпром [Электронный ресурс] - URL: <https://www.gazprom.ru/investors/dividends/dividend-policy/> (дата обращения 16.12.2022)

⁴⁰ Дивидендная политика ПАО Сбербанк [Электронный ресурс] - URL: <https://www.sberbank.com/share-profile> (дата обращения 16.12.2022)

⁴¹ Дивидендная политика ПАО Магнит [Электронный ресурс] - URL: <https://www.magnit.com/ru/shareholders-and-investors/dividends/> (дата обращения 16.12.2022)

	<p>долгосрочных интересов акционеров;</p> <p>– нацеленность на повышение инвестиционной привлекательности и Капитализации Общества;</p> <p>– признание дивидендов в качестве одного из ключевых показателей инвестиционной привлекательности Общества.</p>	<p>2. потребность Банка в капитале для реализации Стратегии развития</p> <p>3. возможность удержания базового капитала Группы (в соответствии с требованиями Базель 3,5)</p> <p>4. состояние экономической конъюнктуры</p> <p>5. соблюдение баланса интересов Группы, ПАО Сбербанк и его акционеров</p>	<p>признаки появятся у Общества в результате выплаты дивидендов;</p> <p>- если на день принятия такого решения стоимость чистых активов Общества меньше его уставного капитала и резервного фонда либо станет меньше их размера в результате принятия такого решения;</p> <p>- в иных случаях, предусмотренных федеральными законами.</p>
<p>Порядок расчета размера дивидендов</p>	<p>Целевой уровень дивидендных выплат составляет не менее 50% от Скорректированной Чистой прибыли. Достижение целевого уровня будет проводиться поэтапно. При определении размера дивидендных выплат Совет директоров Общества исходит из того, что сумма средств, направляемая на выплату дивидендов, должна составлять от Скорректированной Чистой прибыли:</p> <p>- не менее 30% по итогам 2019</p> <p>- не менее 40% по итогам 2020</p> <p>- и не менее 50% по итогам 2021</p>	<p>Банк стремится поддерживать долю дивидендных выплат на уровне 50% от чистой прибыли Группы по МСФО, скорректированной на выплаты процентов за вычетом налогового эффекта по учтенным в капитале долевым финансовым инструментам, отличным от акций, и с учетом условий, определенных в п. 2.2 Положения (<i>указаны в «принципах расчета размера дивидендов»</i>)</p>	<p>Рекомендуемый размер дивидендов по акциям Общества определяется Советом директоров, исходя из следующих факторов:</p> <p>- размера прибыли по РСБУ, остающейся в распоряжении Общества после налогообложения;</p> <p>- финансово-хозяйственных планов Общества;</p> <p>- структуры оборотных средств Общества на конец периода;</p> <p>- долговой нагрузки Общества на конец периода.</p> <p>Выплата дивидендов, не должна приводить к привлечению дополнительного долгового финансирования или иным затратам, не предусмотренным утвержденным финансово-хозяйственным планом.</p>

Источник: составлено автором

Первоочередное отличие, которое бросается в глаза заключается в том, что в дивидендной политике ПАО Магнит не отмечается непосредственно сам размер дивидендов, в отличии от двух других рассматриваемых компаний. Это объясняется в первую очередь тем, что и ПАО Газпром и ПАО Сбербанк являются корпорациями с государственным участием, а потому они обязаны отправлять существенную долю своих доходов на выплату дивидендов. Те же компании, которые не обязаны это делать часто предпочитают не фиксировать в своих положениях о дивидендной политике непосредственно сам размер дивидендов. Наиболее вероятно, что данный факт объясняется неуверенностью в будущих доходах, что, в свою очередь, вызвано нестабильностью экономической и геополитической ситуации. Другими словами, компании, предпочитают перестраховаться и не объявлять процент прибыли, который пойдет на дивиденды заранее, чтобы избежать излишних трат в случае существенных изменений внешних условий. Подводя получившийся вывод под теоретическую базу, можно сделать вывод, что ПАО Магнит придерживается наиболее консервативной методики выплаты дивидендов по остаточному принципу, в отличии от двух других рассматриваемых компаний, которые придерживаются несколько более «рискованной» методики постоянного процентного распределения прибыли. Вероятно, это вполне рациональный подход, учитывая, что ПАО Магнит куда более подвержено влияниям экономической конъюнктуры и кризисным явлениям, чем две другие вышеупомянутые компании.

Также стоит обратить внимание на специфические принципы расчета дивидендов, указанные в дивидендной политике ПАО «Сбербанк». Это ряд критериев, характерных для банковской сферы, поэтому Сбербанк включает их в свою дивидендную политику, как дополнительные условия, которые необходимо соблюдать банку для здорового функционирования, таким образом защищая себя от ситуации, в которой выплата дивидендов для него была бы нерациональной. К тому же, как упоминалось выше, компании с долей государственного участия имеют право оспаривать «минимальный процент прибыли, идущий на выплаты дивидендов» в том случае, если смогут доказать, что на объем выплачиваемых дивидендов повлияли значительные инвестиционные программы, рыночная конъюнктура либо чрезвычайные обстоятельства, а значит в интересах общества указать в своей учетной политике особенности ведения бизнеса, которые необходимо выполнить для выплаты дивидендов.

Также стоит отметить стремление двух из трех рассматриваемых компаний достичь целевого уровня выплат дивидендов в 50% от полученной прибыли. Так как дивидендные политики каждой из компаний были утверждены до 2021 года, то связывать данную цель с законодательными изменениями было бы ошибочно. Наиболее вероятно, что установка столь высокой планки несла в себе в первую очередь задачу по привлечению инвесторов. ПАО Газпром и ПАО Сбербанк – одни из наиболее стабильных российских компаний, их

акции в целом показывали положительную динамику, что в купе с существенными и практически гарантированными дивидендами могло значительно повысить инвестиционную привлекательность данных компаний среди инвесторов как в России, так и за рубежом.

Помимо описанных выше особенностей, можно также упомянуть, что отраслевая принадлежность акционерных обществ оказывает непосредственное влияние на величину дивидендов. Наибольшая доля дивидендных выплат в России приходится на компании добывающей отрасли, а также металлургии, в то же время в США и Западной Европе, например, доминируют телекоммуникационный и коммунальный секторы экономики. Эта тенденция в целом соответствует особенностям и различиям экономик развитых и развивающихся стран⁴².

В статье Антонян Д.Г. также приводится такая особенность, как «пассивность» российских миноритариев. Автор считает, что в среднем, российские миноритарии, в отличие от иностранных коллег, как правило склонны проявлять слабую, а порой даже явно недостаточную активность в плане защиты собственных прав, как держателей акций⁴³. Автор предполагает, что наиболее вероятной причиной такого поведения является общая необходимость современной российской экономики в совершенствовании и развитии правоприменения. Справедливо предположить, что должное развитие права характеристики потенциально должно привести к активизации миноритарных акционеров.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что дивидендная политика российских компаний обладает некоторыми отличительными свойствами и особенностями, связанными как с законодательными нормами, так и с экономическими условиями, в которых функционирует страна. Современные крупные российские компании весьма внимательно относятся формулированию дивидендной политики, так как видят в ней способ повышения инвестиционной привлекательности своих акций и как следствие развития компании и ее роста.

⁴² Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг. [Электронный ресурс]: Национальное рейтинговое агентство // Москва. 2019. (24)
URL:https://www.ranational.ru/sites/default/files/analitic_article/ (дата обращения: 16.12.2022)

⁴³ Антонян Диана Галустовна, Беломятцева Ольга Святославовна Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2014. №3 (27). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-dividendnoy-politiki-rossiyskih-aktsionerных-obschestv> (дата обращения: 16.12.2022).

ГЛАВА 3. АНАЛИХ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РЯДА КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

3.1 Методика отбора организаций для анализа и краткая информация о данных организациях

В третьей главе данной работы попробуем ответить на следующий вопрос – в какой мере финансовые показатели отечественных компаний влияют на решения их владельцев о выборе той или иной дивидендной политики. Для выполнения данной цели в первую очередь необходимо определиться с выборкой компаний, на основе которых будем проводить анализ, а также стоит изучить дивидендные политики этих компаний, чтобы будущий анализ был более точным. Стоит отметить, что в данной выборке будут участвовать именно российские корпорации, так как мы определили выше, что существует значительная разница в подходах к дивидендной политике между отечественными компаниями и их иностранными аналогами.

Важнейшим условием будет участие в выборке исключительно частных российских компаний. Российские корпорации с высокой долей государственного участия нельзя использовать для анализа, так как для них существуют специальные дополнительные условия по принятию дивидендной политики со стороны государства⁴⁴. Данные условия мы разбирали во второй главе, главным образом речь идет про устойчивый уровень выплаты дивидендов (в 50% от чистой прибыли, начиная с 1го июля 2021г.), который законодательно установлен для корпораций с государственным участием.

Также необходимо учитывать, что не крупные российские компании выпускают акции для свободного обращения на бирже. Так, например, крупнейший российский мобильный оператор «Мегафон» провел делистинг своих акций с Лондонской биржи в 2018 году, а в 2019 году компания ушла и с Московской биржи в 2019⁴⁵. Так, несмотря на версии о скором возвращении компании на биржу, акции «Мегафона» до сих пор отсутствуют в свободном обращении и их приобретение на данном этапе не представляется возможным. Таким образом, третьим условием для нашей выборки будет подбор только тех компаний, акции которых непосредственно представлены на московской бирже в течении всего срока проводимого анализа.

Было принято решение взять компании из нескольких отраслей, чтобы анализ получившихся значений был более цельным и разносторонним. Благодаря такому подходу удастся проследить отраслевые особенности дивидендных политик компаний, при наличии

⁴⁴ Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2006 N 774-р (ред. от 11.06.2021) “О формировании позиции акционера - Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности” [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_59277/

⁴⁵ «МегаФон» окончательно ушел с Московской биржи [Электронный ресурс] // РБК / - URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/5ae098a62ae5961b67a1c443> (дата обращения: 10.04.2023)

таковых. Было выбрано три отрасли: нефтегазовый сектор, ритейл и черная металлургия. Данный выбор обосновывается тем, что компании данных секторов являются одними из наиболее крупных на российском рынке и, что более важно, многие из компаний данных секторов представлены на московской бирже и их ценные бумаги там активно торгуются. Не менее важно и то, что среди перечисленных отраслей присутствуют крупные частные компании, без существенной доли государственного участия. Таким образом выбор отраслей в полной мере будет согласован с необходимыми условиями выборки, установленными ниже. Также, было принципиально важно взять для рассмотрения отрасли, существенно отличающиеся друг от друга своими техническими процессами. Так, нефтегазовая отрасль – относится к добыче полезных ископаемых и сырья для его дальнейшей реализации или переработки в топливо. Черная металлургия – отрасль тяжелой промышленности, ключевые процессы которой затрагивают непосредственно обработку руды в первую очередь для создания проката стали. Ритейл же – сфера услуг, производственные процессы для данного сектора экономики не характерны, что разительно отличает данную отрасль как от нефтегазовой, так и от черной металлургии. Таким образом, выбор отраслей позволяет не только соблюсти поставленные нами ранее условия, но также и получить большой выхлоп от результатов анализа, так как в процессе работы будет сделана попытка вычлениить те или иные уникальные условия, критерии и особенности, которые могут непосредственным образом оказывать влияние на принятие той или иной дивидендной политики отдельными компаниями в существенно различающихся отраслях.

Для выбора компаний воспользуемся рейтингом Forbes – топ 200 крупнейших частных компаний России 2021⁴⁶. В рейтинг представлены самые разные компании, однако нас интересуют лишь те компании, чьи акции торгуются на московской бирже и которые относятся к одному из трех секторов: нефтегазовый, черная металлургия и ритейл. Таким образом были выбраны следующие компании по секторам:

- Нефтегазовый сектор:
 - Сургутнефтегаз (5е место рейтинга)
 - Татнефть (7е место рейтинга)
 - Новатэк (8е место рейтинга)
- Черная металлургия:
 - НЛМК (10е место рейтинга)
 - Северсталь (16е место рейтинга)
 - ТМК (43е место рейтинга)
- Ритейл:
 - Магнит (3е место рейтинга)

⁴⁶ Forbes: 200 крупнейших частных компаний России — 2021 [Электронный ресурс] // Forbes.ru/ - URL: <https://www.forbes.ru/biznes/440795-200-krupnejsih-castnyh-kompanij-rossii-2021> (дата обращения 10.04.2023)

- М.Видео (23е место рейтинга)
- Детский мир (73е место рейтинга)

Там, где это было возможно, были выбраны компании с более удаленными друг от друга местами рейтинга, чтобы более подробно проанализировать имеющиеся особенности отрасли. На основе имеющего списка компаний и будут проведены дальнейшие аналитические испытания.

Важно также отметить, что для большинства перечисленных выше компаний, согласно их дивидендным политикам – базой для выплаты дивидендов является чистая прибыль. Это важное уточнение, которое необходимо учитывать при дальнейшем анализе. Также стоит помнить, что именно чистая прибыль является базой для выплаты дивидендов для абсолютного большинства российских корпораций. Таким образом, анализ, который будет проведен в рамках данной работы будет в большей мере отражать некоторые общие для российских компаний характеристики.

Далее, необходимо привести краткую информационную справку обо всех рассматриваемых в анализе компаниях с указанием их основных черт, а также ключевых характеристик их деятельности.

ПАО Магнит – компания, расположившаяся на третьей строчке рейтинга Forbes – 200 крупнейших частных компаний России 2021. В списке компаний, которые будут рассмотрены в рамках данной работы именно Магнит находится на наивысшей позиции рейтинга. Компания была основана в 1997г. Сергеем Галицким, который управлял и владел ей вплоть до 2018 года, когда компанию приобрела группа банка ВТБ. Начиная с 2021го года, крупнейшим акционером стала инвестиционная компания Marathon Group, принадлежащая Александру Винокурову. Компания является крупнейшим ритейлером в России, уступая лишь X5 Retail Group. Компания за анализируемый период (с 2015 по 2021 год) ежегодно выплачивала дивиденды, чем подогрела дополнительный интерес инвесторов к собственным акциям, которые уверенно росли до 2017г, когда состоялось существенное падение курса акций, которое связываю с резким ухудшением финансовых показателей деятельности компании. Однако, начиная с 2018 гола, курс акций постепенно укреплялся и на конец 2021го года цена за акцию составляла 5444 рубля⁴⁷. По положению о дивидендной политике ПАО Магнит заявляется, что дивидендная политика Общества направлена на повышение благосостояния акционеров и обеспечение роста капитализации Общества. Указывается также, что размер дивидендов определяется исходя из прибыли по РСБУ, остающейся в распоряжении Общества после налогообложения, а также исходя из финансовых планов Общества и структуры его оборотных средств. Также необходимо отметить, что в дивидендной политике ПАО Магнит отсутствует указание на минимальный

⁴⁷ Магнит, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JKQU8/> (дата обращения: 10.04.2023)

процент от прибыли, который Общество будет обязано отправить на выплату дивидендов (в случае наличия таковой), что сохраняет для компании большую гибкость в вопросе определения размеров дивидендов и позволяет изменять уровень выплаты дивидендов в зависимости от текущей ситуации для компании.

ПАО М.Видео – после объединения в 2017г. с другим ретейлером электроники и бытовой техники «Эльдорадо», компания стала крупнейшим в России продавцом бытовой техники и электроники с долей рынка потребительской электроники 26,5%. На конец 2020 года группа объединяет 542 магазина «М.Видео» и 532 магазина «Эльдорадо» более чем в 250 городах по всей стране. Акции компании постепенно росли с 2015 года, достигнув исторического пикового значения в 870 рублей за акцию в марте 2021го года, после чего цена за акцию начала снижаться и к концу 2021 года уже составляла всего 450 рублей⁴⁸. Стоит отметить, что трижды за рассматриваемый период – в 2016, 2017 и 2018 годах компания воздержалась от выплаты дивидендов. Данное решение объяснялось закрытием сделки по приобретению материнской компании Эльдорадо, на которое пошли значительные средства компании⁴⁹. Как и ожидалось, компания вернулась в практике выплаты дивидендов в 2019м году, после того как был полностью закончен процесс объединения двух сетей. Согласно положению о дивидендной политике ПАО «М.Видео» компания, также рассчитывает дивиденды исходя из наличия и величины своей чистой прибыли, причем сумма, которая пойдет на выплату дивидендов может составлять 100% чистой прибыли предприятия, однако это возможно лишь в том случае, если отношение чистого долга компании к EBITDA будет равно или менее 2. Ряд экспертов считает, что именно решение выплачивать 100% прибыли в виде дивидендов, которое было принято в 2020м году и повлияло на колоссальный рост цены акций компании в 2021м году, когда цена за акцию, как упомянуто выше, достигла пика без явно видимых на то рыночных причин⁵⁰.

ПАО Детский Мир – самый первый магазин «Детский мир» был открыт в сентябре 1947-го в Москве на Мясницкой улице, а в 1957-м на Лубянке появился «Центральный детский мир». После распада Советского Союза, в 1996-м году акционером АО «Детский мир» стала инвестиционная компания АФК «Система» Владимира Евтушенкова. Инвестиционная компания оставалась крупнейшим акционером Детского Мира вплоть до сентября 2020-го года, когда АФК «Система», а также российско-китайский инвестиционный фонд объявили о продаже всех принадлежащих им акций «Детского мира», а это 20,4% и 4,6% акции соответственно. Так, в декабре 2020-го 25% долей купила

⁴⁸ М.Видео, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000AOJPGA0/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁴⁹ М.Видео отказался от выплаты дивидендов за 2017 год [Электронный ресурс] // БКС - Экспресс / - URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/m-video-otkazalsia-ot-vyplaty-dividendov-za-2017-god> (дата обращения: 10.04.2023)

⁵⁰ Акции «М.Видео» взлетели после решения тратить на дивиденды всю прибыль [Электронный ресурс] // РБК / - URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/602237e09a794753976e97a3> (дата обращения: 10.04.2023)

инвесткомпания Altus Capital (сейчас ее доля 29,9%), остальные акции компании находятся в свободном обращении на Московской Фондовой Бирже. На сегодняшний день пикового значения акции компании достигли в конце апреля 2021го года, когда цена за одну акцию советовала 160 рублям, после чего курс акций начал постепенно падать⁵¹. Стоит отметить, что компания за рассматриваемый период ни разу не объявляла о приостановке по выплате дивидендов. Согласно дивидендной политике компании, 50% чистой прибыли должно направляться на выплату дивидендов, при том условии, что обеспечивается реализация инвестиционной программы компании и поддерживается ее финансовая устойчивость на надежном уровне.

ПАО Сургутнефтегаз - Одна из крупнейших частных вертикально интегрированных нефтяных компаний России, объединившая в своей структуре научно-проектные, геологоразведочные, буровые, добывающие подразделения, нефте- и газоперерабатывающие, сбытовые предприятия. «Сургутнефтегаз» осуществляет деятельность в трех нефтегазоносных провинциях России — Западно-Сибирской, Восточно-Сибирской и Тимано-Печорской. С 1984 года компанией бессменно руководит Владимир Богданов: в 1984–1993 годах он был генеральным директором ПО «Сургутнефтегаз», с 1993 года — генеральный директор ОАО, а затем ПАО «Сургутнефтегаз». Бенефициары компании рынку неизвестны, ее представители заявляют, что «акции распределены между акционерами, ни один из которых не является конечной контролирующей стороной и не оказывает существенного влияния». На рассматриваемом периоде курс акций достигал своего пика в январе 2020го года, со значением в 50 рубле за акцию, после чего произошло падение, в результате которого акции в среднем стали торговаться в районе 35 рублей за штуку. К концу 2021го года цена за акцию составляла 39.5 рублей⁵². Компания выплачивала дивиденды в каждом из рассматриваемых периодов, несмотря на то что в 2016 году у компании зарегистрирован убыток⁵³. Согласно дивидендной политики компании минимальный размер дивидендных выплат по обычным акциям не установлен, а значит компания имеет право варьировать данный процент в соответствии с нуждами. На решение о выплате дивидендов влияют финансовые результаты деятельности компании и отсутствие признаков несостоятельности. Важно также учитывать, что компания выпускает и привилегированные акции, по которым установлен минимальный размер выплат в 10% от чистой прибыли (либо выше, если на выплату обычных акций уходит более 10% чистой прибыли). Данный фактор также необходимо учитывать, так как привилегированные акции накладывают некоторые

⁵¹ Детский мир, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JSQ90/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁵² Сургутнефтегаз, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0008926258/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁵³ «Сургутнефтегаз» выплатит дивиденды за 2016 год [Электронный ресурс] // Нефть-капитал/ - URL: <https://oilcapital.ru/news/2017-05-16/surgutneftegaz-vyplatit-dividendy-za-2016-god-v-razmere-0-6-rubley-na-aktsiyu-1024919> (дата обращения: 10.04.2023)

ограничения на выплату обыкновенных акций, эти ограничения были приведены нами во второй главе.

ПАО Татнефть – крупная российская нефтяная компания со штаб-квартирой в городе Альметьевск (республика Татарстан). Основные активы компании также расположены на территории республики. Компания развивается в области нефтегазодобычи, нефтепереработки, нефтегазохимии, также владеет значительной сетью АЗС на территории России, занимается электроэнергетикой, разработкой и производством оборудования для нефтегазовой отрасли и предоставлением сервисных структур для него. Кроме того, «Татнефть» является контролирующим акционером банка «Зенит». Правительство Татарстана владеет около 36% обыкновенных акций «Татнефти» и «золотой акцией», которая дает право вето по ключевым вопросам управления компанией. Акции компании Татнефть планомерно росли вплоть до начала 2020го года, когда акции большинства крупных нефтяных компании обвалились в цене. Татнефть в 2020м году не смогла избежать той же участи и стоимость ее акций упала с 825 рублей за штуку 21 января 2020го года до 385 рублей за акцию уже к 18 марта того же года⁵⁴. Несмотря на падение курса акций, компания не переставала выплачивать дивиденды на протяжении всего периода, рассматриваемого в рамках данной работы. Согласно дивидендной политике компании, при определении рекомендуемого общему собранию акционеров размера дивиденда (в расчете на одну акцию) основывается на размере чистой прибыли за соответствующий период, и исходит из того, что целевым уровнем совокупных средств, направляемых на выплату дивидендов, является не менее 50% от чистой прибыли соответственно. При определении рекомендуемого размера дивиденда Совет директоров, учитывает обязательства и инвестиционную программу, а также потребность в оборотном капитале и необходимых резервах для нормальной деятельности ПАО «Татнефть». Также стоит учесть, что компания выпускала и привилегированные акции. В соответствии с Уставом, владельцы привилегированных акций имеют право на получение ежегодного фиксированного дивиденда, составляющего 100% от номинальной стоимости акций, если иное решение не принято общим собранием акционеров⁵⁵. Данный момент необходимо учитывать, так как привилегированные акции накладывают некоторые ограничения на выплату обыкновенных акций, эти ограничения были приведены нами во второй главе.

ПАО Новатэк — крупнейший частный производитель природного газа в России. Занимается разведкой и разработкой недр, расположенных в основном в Ямало-Ненецком автономном округе. На компанию приходится 10% российской добычи газа. На конец 2021 года доказанные запасы углеводородов «Новатэка» по стандартам SEC (включая долю в

⁵⁴ Татнефть, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0009033591/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁵⁵ Татнефть, дивиденды [Электронный ресурс] // tatneft.ru/ - URL: <https://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/dividends> (дата обращения: 10.04.2023)

запасах совместных предприятий) составили 16,4 млрд баррелей нефтяного эквивалента, в том числе 2 261 млрд куб. м газа и 189 млн т жидких углеводородов. «Новатэк» является третьей публичной компаний в мире по размеру доказанных запасов. Основные акционеры компании на конец 2021го года — основатель Леонид Михельсон, Геннадий Тимченко, французская корпорация Total и «Газпром». Рост акций компании также сменился резким падением в 2020м году, когда цена за акцию компанию составила 715 рублей за штуку, потеряв три года роста и вернувшись к показателям 2017го года⁵⁶. Однако в отличии от ряда иных случаев, падение довольно быстро сменилось стремительным ростом и уже в сентябре 2021го года цена за акцию составила 1993 рубля. Новатэк, как и остальные компании нефтегазового сектора из анализируемого списка выплачивал дивиденды в течении всего рассматриваемого периода, что повысило интерес инвесторов к акциям данной корпорации. Согласно дивидендной политике компании, дивиденды по акциям Общества выплачиваются из чистой прибыли Общества (в том числе, в случае необходимости, из нераспределенной прибыли прошлых лет). Совет директоров Общества при определении рекомендуемого размера дивиденда исходит из того, что сумма средств, направляемая на выплату дивидендов, должна составлять не менее 50% чистой прибыли предприятия, скорректированной на разовые прибыли (убытки), не относящиеся к текущей основной деятельности Общества, прибыли (убытки) от курсовых разниц, другие переоценки и неденежные операции⁵⁷.

ПАО НЛМК - изначально Новолипецкий металлургический завод был запущен еще в советский период в 1934 году. В 1992 году началась приватизация завода НЛМК, и лишь затем комбинат был преобразован в вертикально интегрированную компанию посредством последовательного приобретения акций других предприятий. В 2004 году в компанию вошел Стойленский ГОК, в 2006-м — коксохимический завод «Алтай-Кокс», одновременно был получен контроль над рядом ломозаготовительных и ломоперерабатывающих предприятий. После покупки «ВИЗ-Стали» НЛМК стал одним из ведущих мировых производителей электротехнических сталей, а присоединение предприятий по выпуску арматуры, катанки и метизов позволило ему выйти на рынок сортового проката и крепежных элементов. Крупнейший акционер НЛМК — Владимир Лисин, который через “Fletcher Group Holdings Ltd.” – компанию офшор, зарегистрированную на Кипре, контролирует более 79% акций. Акции НЛМК достигли своего пикового значения весной 2021го года, когда цена за акцию составила более 275 рублей, к концу же рассматриваемого периода цена за акцию выровнялась и закрепилась в районе 210 рублей за штуку⁵⁸. На

⁵⁶ Новатэк, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0DKV55/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁵⁷ Новатэк, дивиденды [Электронный ресурс] // novatek.ru/ - URL: <https://www.novatek.ru/ru/investors/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁵⁸ НЛМК, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0009046452/> (дата обращения: 10.04.2023)

протяжении всего рассматриваемого периода компания исправно выплачивала дивиденды по своим акциям, что, в том числе способствовало росту курса ее акций в течении рассматриваемого промежутка времени. В отличии от большинства других российских компаний. НЛМК выплачивает свои дивиденды исходя из величины свободного денежного потока за соответствующий отчетный период⁵⁹. Причем у компании установлена «отсечка» для определения размера дивидендных выплат: при значении коэффициента «чистый долг/ЕБИТДА» ниже 1.0х, компания выплатит в виде дивидендов 100% свободного денежного потока, в противном случае, выплаты ограничится уровнем в 50% размера свободного денежного потока.

ПАО Северсталь - горно-металлургическая компания, ведущая отсчет начала деятельности с 1955 года, когда начал работу Череповецкий металлургический комбинат в Вологодской области. Сейчас в группу кроме Череповецкого металлургического комбината входят также Оленегорский и Яковлевский горно-обогатительные комбинаты, «Карельский окатыш», Ижорский трубный завод, «Северсталь-метиз» и ряд других предприятий. На момент 2021го года «Северсталь» осуществляла поставки продукции в 69 стран мира. Крупнейшим акционером группы является — Алексей Мордашов, который владеет более 77% акций компании. На рассматриваемом периоде акции Северсталь продемонстрировали бурный рост с весны 2020го года, когда за один год (с марта 2020го по апрель 2021го года) курс акций вырос с 800 до 1881 рублей за одну акцию⁶⁰. В целом на всем рассматриваемом периоде компания чувствовала себя уверенно и не приостанавливала выплату дивидендов акционерам. Согласно дивидендной политике компании, при определении размера дивидендов должны учитываться результаты деятельности ПАО «Северсталь» и его дочерних компаний, а сам размер дивидендов может меняться в зависимости от размера чистой прибыли и свободного денежного потока компании⁶¹. При этом компания намерена выплачивать дивиденды ежеквартально, а средняя сумма выплачиваемых дивидендов по результатам календарного года будет эквивалентна 100% размера свободного денежного потока ПАО «Северсталь» и его дочерних компаний.

ПАО ТМК - была создана Дмитрием Пумпянским и совладельцами группы МДМ Андреем Мельниченко и Сергеем Поповым. Позднее Пумпянский выкупил долю партнеров и сегодня через ТМК Steel Holding Limited владеет 95,6% акций ТМК. На 2021й год в компанию входит более 15 предприятий в России, Румынии и Казахстане. Компания производит широкий спектр трубной продукции, который используется, прежде всего, в нефтегазовом секторе. Также продукция ТМК используется в химической

⁵⁹ НЛМК, дивиденды [Электронный ресурс] // nlmk.com/ - URL: <https://nlmk.com/ru/about/governance/equity-securities/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁶⁰ Северсталь, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0009046510/> (дата обращения: 10.04.2023)

⁶¹ Дивиденды ПАО Северсталь [Электронный ресурс] // severstal.com/ - URL: <https://severstal.com/rus/ir/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)

промышленности, энергетике, машиностроении, строительстве, сельском хозяйстве и других отраслях. Компания выпускает бесшовные и сварные трубы, стальную заготовку. ТМК поставляет продукцию в сочетании с широким комплексом сервисных услуг по термообработке, нанесению защитных покрытий, нарезке премиальных соединений, складированию и ремонту труб. Доля ТМК на российском трубном рынке составляет не менее 23%, а на мировом рынке бесшовных труб — 14%. Тем не менее в 2020 году ТМК отгрузила потребителям из 80 стран 2,8 млн т труб, что в свою очередь на 27% меньше, чем в 2019-м⁶². В течении рассматриваемого периода курс акций компании довольно сильно колебался, достигнув пикового значения в сентябре 2021 года с ценой 123 рубля за акцию, однако почти сразу курс акций резко обвалился и к концу года составлял уже менее 73 рублей за штуку⁶³. Компания понесла убытки в 2018м году в связи с чем приостановила выплату дивидендов в данном году. При этом уже в 2019м году чистая прибыль компании составила более 14млрд. рублей и выплата дивидендов возобновилась. Согласно дивидендной политике компании целью ПАО ТМК является выплата дивидендов в размере не менее 25% от годовой чистой прибыли компании, при том условии, что при определении размера дивиденда будут приняты во внимание финансовые результаты ПАО ТМК, а также размер нераспределенной прибыли прошлых лет, его капитальные затраты, доступность денежных средств из внешних источников, а также иные возможные значимые факторы⁶⁴.

3.2 Анализ степени влияния ряда финансовых показателей компаний на их дивидендную политику

Определившись с выборкой компаний, необходимо выделить ряд ключевых финансовых показателей, которые мы будем рассматривать для оценки степени влияния тех или иных финансовых результатов деятельности компании на ее дивидендную политику в общем и ее конечное решение по выплате дивидендов, в частности. Стоит отметить, что ключевым методом, который мы будем применять в данном анализе будет являться метод множественный корреляции. Благодаря выбранному методу получится оценить степень влияния ряда заранее выбранных факторов «x1...xn» на условный результирующий показатель - «у».

В связи с выбранной тематикой работы, результирующим признаком было решено выбрать величину дивидендов, приходящихся на одну акцию суммарно по итогам года. Таким образом, в случае если компания выплачивала дивиденды, например, ежеквартально, то сумма всех таких дивидендов, для цели анализа, складывается. Стоит также отметить, что так как данная величина имеет денежное выражение, то получившаяся сумма также

⁶² Forbes: информация о компании - ТМК [Электронный ресурс] // Forbes.ru/ - URL: <https://www.forbes.ru/profile/244807-tmk> (дата обращения 10.04.2023)

⁶³ ТМК, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0B6NK6/> (дата обращения 10.04.2023)

⁶⁴ Дивиденды ПАО ТМК [Электронный ресурс] // tmk-group.ru/ - URL: <https://www.tmk-group.ru/Dividends> (дата обращения 10.04.2023)

избавляется от инфляции для повышения степени точности расчетов. Полученные данные будут рассматриваться на промежутке в 7 лет, с 2015го по 2021й год.

Разобравшись с результирующим признаком, необходимо определить каковы будут факторы, которые непосредственно будут оцениваться в данном анализе. Фактором Х1 было решено сделать величину *чистой прибыли предприятия, поделенную на одну акцию*, которая предварительно очищается от воздействия инфляции для повышения репрезентативности. В ходе данной работы удалось установить, что как в общей теории, так и в собственной дивидендной политике, абсолютное большинство компаний как правило ориентируются на величину чистой прибыли при расчете величины собственных дивидендов. Таким образом, можно предположить, что данный фактор будет оказывать влияния на итоговую сумму дивидендов, как минимум для части анализируемых компаний, а значит в дальнейшем, спрогнозировав величину чистой прибыли потенциальный инвестор сможет спрогнозировать величину будущих дивидендов.

Другим фактором, который необходимо учесть в данном анализе будет являться величина *свободного денежного потока (FCF)* корпорации. По аналогии с величиной чистой прибыли в процессе работы удалось обнаружить, что свободный денежный поток, согласно теории, может являться одним из ключевых факторов, который влияет на финальное решение руководства компании о выплате дивидендов. Более того, некоторые эксперты считают, что сама сумма, которую компания готова отправить на выплату этих самых дивидендов должна рассчитываться преимущественно именно исходя из величины свободного денежного потока компании, так как это та сумма денег, которой компания непосредственно обладает на конкретный момент времени. Стоит также уточнить, что так как данный показатель – денежный, то его величина в целях анализа будет очищена от инфляции.

Во второй главе мы также сделали предположение, что на дивидендную политику может влиять изменение размера компании, ее рост и расширение, стадия жизненного цикла. Данный критерий сложнее описать универсальным показателем, однако в процессе подготовки к анализу был обнаружен пример, который можно применить с целью учета подобного фактора. В своей научной работе, посвященной анализу дивидендных выплат среди компаний, расположенных на территории государств Персидского залива Д. Аль-Кувари использует для оценки размеров компании показатель *SIZE*, который он определяет как *натуральный логарифм активов компании*⁶⁵. Руководствуясь успешным опытом катарского экономиста, попробуем применить аналогичный расчет к анализу, посвященному оценке отечественных компаний.

⁶⁵ Al-Kuwari D. Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Global Economy & Finance Journal*. 2009;2(2):38–63. URL: <http://www.gefjpapers.com/static/documents/September/2009/3.%20Duha.pdf> (дата обращения: 10.04.2023)

Далее постараемся учесть степень роста доходов компании. Данный показатель также может оказывать существенное значение на решение по принятию той или иной дивидендной политики, так как продолжительный рост выручки компании при прочих равных может с высокой вероятностью свидетельствовать о ее развитии, что в конечном итоге может оказать благоприятное воздействие на величину дивидендных выплат. Данный фактор будет рассчитываться как *отношение текущей выручки компании, очищенной от инфляции к очищенной от инфляции выручке компании предыдущего периода (Grow)*. Таким образом получится проанализировать степень влияния роста выручки на выплату дивидендов компанией за конкретный год.

К анализируемым факторам стоит также добавить значение *финансового рычага (Lev)*. Степень зависимости деятельности компании от заемного капитала также может оказывать влияние на ее руководство в процессе принятия решения о выпуске дивидендной политики. Финансовый рычаг, по сути, характеризует структуру пассивов компании, дает оценку того, насколько долги компании обеспечены ее активами. Это важно для того, чтобы не переборщить с привлечением займов и кредитов, которые могут поставить компанию в зависимость от кредиторов. Безусловно, для разных отраслей существует различный «нормативный» уровень зависимости от заемных средств, поэтому данный фактор будет особенно интересно рассмотреть применительно к разным отраслям, участвующим в выборке.

Завершающим критерием, влиянием которого на величину дивидендов будет оцениваться в рамках данной работы является *рентабельность собственного капитала (ROE)*. Как известно, данный показатель отражает степень эффективности управления компанией собственным капиталом, вложенным ее акционерами. По сути, ROE — это та процентная ставка, под которую в компании работают средства акционеров. Этот показатель является важным для определения эффективности деятельности компании, так как определяет сколько каждый рубль, вложенный в компанию, ежегодно приносит копеек прибыли. Соответственно, можно предположить, что степень эффективности управления собственным капиталом, имеющимся в распоряжении компании может напрямую повлиять на тот уровень дивидендных выплат, который определит ее руководство.

После определения списка показателей, которые будут участвовать в анализе был проведен расчет, в результате которого были составлены корреляционные матрицы для каждой из рассматриваемых компаний. Данный матрицы будут приведены далее. Для наглядности, будем объединять матрицы в группы на основе единства отраслей, к которым относятся рассматриваемые компании.

Первыми рассмотрим результаты трех компаний сектора розничной торговли: ПАО Магнит, ПАО М.Видео и ПАО Детский Мир:

Множественный корреляционный анализ дивидендной политики для предприятий торговой отрасли

Магнит							
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE
Дивиденды на акцию	1						
ЧП на акцию	-0,50	1					
FCF	-0,12	0,17	1				
SIZE	0,58	-0,32	0,24	1			
Grow	-0,10	0,10	0,34	0,66	1		
LEV	0,34	0,16	-0,79	0,13	-0,04	1	
ROE	-0,31	0,75	-0,48	-0,56	-0,30	0,60	1
М.Видео							
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE
Дивиденды на акцию	1						
ЧП на акцию	0,82	1					
FCF	-0,04	0,30	1				
SIZE	0,91	0,70	-0,37	1			
Grow	-0,06	-0,11	-0,29	-0,05	1		
LEV	-0,19	-0,22	0,62	-0,50	-0,51	1	
ROE	0,57	0,75	0,40	0,49	-0,26	-0,18	1
Детский мир							
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE
Дивиденды на акцию	1						
ЧП на акцию	0,84	1					
FCF	0,69	0,60	1				
SIZE	0,80	0,77	0,55	1			
Grow	-0,42	-0,48	-0,26	-0,62	1		
LEV	-0,39	-0,49	-0,62	-0,04	0,07	1	
ROE	0,78	0,70	0,67	0,84	-0,44	-0,43	1

Источник: составлено автором

Исходя из полученных результатов можно сделать несколько выводов. В первую очередь заметна довольно сильная зависимость результирующего признака от величины чистой прибыли на акцию для двух из трех рассматриваемых компаний торговой отрасли. Данный результат довольно логичен – чистая прибыль один из ключевых показателей деятельности компании, который непосредственно влияет на выплату дивидендов. Тем более, что в дивидендных политиках каждой из компаний утверждается, что выплаты происходят из чистой прибыли. Тем не менее, остается вопрос – почему данная закономерность не выполняется для ПАО Магнит. Наиболее вероятно, что существует две основные причины такого результата. Во-первых, ПАО Магнит единственная компания из рассматриваемых, которая не имеет в дивидендной политике указания процентной привязки минимальной суммы выплат по дивидендам от прибыли. Во-вторых, на результат пагубно повлиял результат 2020го года, когда чистая прибыль компании значительно снизилась, однако компания тем не менее не только выплатила дивиденды, но и довольно существенно увеличила их сумму (с 304 рублей в 2019 году до 490 рублей в 2020м)⁶⁶. Таким образом, можно сказать, что прогнозировать величину дивидендных выплат ПАО Магнит на основе величины чистой прибыли было бы нецелесообразно.

Также интересно и то, что показатель свободного денежного потока компании для ПАО Магнит и ПАО М.Видео не оказывает никакого влияния на результирующий признак,

⁶⁶ Дивиденды ПАО Магнит [Электронный ресурс] // Magnit.com/ - URL: <https://www.magnit.com/ru/shareholders-and-investors/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)

в отличие от ПАО Детский Мир и ряда компаний других отраслей (как мы увидим далее). В данном случае подобный результат в первую очередь зависит от того, что для перечисленных компаний свойственен отрицательный показатель чистого денежного потока. В течении практически всего рассматриваемого периода для обеих компаний чистый денежный поток не выходил в плюс, как следствие ни одна из этих компаний не могла бы использовать данный показатель как ориентир для своей дивидендной политики или как дополнительное условие, определяющее величину дивидендных выплат.

Интересным также кажется крайне высокий уровень зависимости величины дивидендных выплат М.Видео от показателя размера компании «SIZE», которая при этом не свойственна остальным рассматриваемым в примере компаниям. Эту зависимость можно объяснить сделкой по объединению М.Видео и Эльдорадо, начатой в 2017 году. В процессе совершения данной сделки компания полностью приостановила выплату дивидендов, объяснив это потребностью в средствах для закрытия сделки. Зато после завершения данного процесса в 2019 году, когда активы компании в результате слияния существенно возросли, компания впервые за три года осуществила выплату дивидендов, которые, при этом, также существенно превысили и величину дивидендов до начала процесса объединения. Таким образом, влияние данного фактора оказалось скорее ситуационным, так как на рассматриваемом периоде с компанией произошли существенные изменения, которые в первую очередь затрагивают размер ее активов. Размер компании тем не менее вряд может послужить качественным фактором, влияющим на дивидендные выплаты в ближайшем будущем, так как подобное стечение обстоятельств является уникальным в жизни компании, а также маловероятно, что связь фактора и признака будет столь заметна при менее существенном скачке в размере активов. Тем не менее, можно утверждать, что значительное увеличение количества активов компании может спровоцировать высокий уровень выплаты дивидендов в соответствующем периоде.

Интересно также, что несмотря на то, что в выборке приведены компании торговой отрасли, характеристика деятельности и спецификация которых различается, остальные рассматриваемые факторы, не оказывают существенного влияния на результирующий параметр. Так как результаты данных показателей, в частности, привязаны к величине собственного капитала, можно предположить, что оценка данного параметра не является приоритетным направлением для учета компаниями торговой в процессе определения условий дивидендной политики, а также возможного изменения величины дивидендных выплат.

Далее обратимся к цифрам, полученным в ходе проведения расчетов на основе схожих данных, только для компаний нефтегазового сектора. Как и в случае предыдущего анализа, представим получившиеся результаты множественного корреляционного анализа в виде в виде трех аналогичных таблиц, объединенных единым сектором.

**Множественный корреляционный анализ дивидендной политики для предприятий
нефтегазовой отрасли**

Татнефть								
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE	
Дивиденды на акцию	1							
ЧП на акцию	0,92	1						
FCF	0,66	0,54	1					
SIZE	0,47	0,44	0,16	1				
Grow	0,31	0,42	0,56	0,13	1			
LEV	0,39	0,19	0,88	-0,13	0,22	1		
ROE	0,88	0,77	0,45	0,28	0,32	0,14	1	
Сургутнефтегаз								
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE	
Дивиденды на акцию	1							
ЧП на акцию	0,01	1						
FCF	-0,41	-0,36	1					
SIZE	-0,47	0,59	-0,18	1				
Grow	-0,14	0,01	0,81	-0,04	1			
LEV	0,26	0,43	0,27	0,07	0,67	1		
ROE	0,13	0,98	-0,37	0,42	0,01	0,51	1	
Новатэк								
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE	
Дивиденды на акцию	1							
ЧП на акцию	0,66	1						
FCF	-0,66	0,06	1					
SIZE	0,84	0,92	-0,25	1				
Grow	0,36	-0,35	-0,83	-0,001	1			
LEV	-0,40	-0,66	0,19	-0,64	0,22	1		
ROE	-0,62	-0,05	0,63	-0,32	-0,49	0,59	1	

Источник: составлено автором

В первую очередь внимание привлекает уникальный для рассматриваемых нефтегазовых компаний кейс корпорации ПАО Сургутнефтегаз. На основании таблицы корреляционного анализа, приведенной выше, можно заметить, что в отличие от двух других рассматриваемых компаний результирующий фактор не проявляет зависимости ни от одного из рассматриваемых факторов. Данный пример интересен, так как все компании относятся к одному сектору деятельности, также все три компании рассчитывают величину своих дивидендов исходя из величины чистой прибыли. Стоит также отметить, что ни одна из рассматриваемых компаний не отмечала наличие убытка на протяжении 7 анализируемых лет, в противном случае можно было бы предположить, что разница в результатах анализа объясняется разницей в результатах хозяйственной деятельности компании. При этом дивидендные выплаты ПАО Татнефть, ПАО Сургутнефтегаз и ПАО Новатэк также осуществляли ежегодно. Потенциальной причиной подобного результата, наиболее вероятно, является подход, который ПАО Сургутнефтегаз применял для определения суммы дивидендных выплат – сумма дивидендов, которую компания выплачивала в течении 7 анализируемых лет практически не изменялась. Этот фактор можно наглядно проследить на основе таблицы 3, в которой представлены данные о дивидендных выплатах трех рассматриваемых компаний, очищенные от инфляции.

Сумма ежегодных дивидендных выплат на одну акцию, очищенная от инфляции (в рублях).

	Сургутнефтегаз	Новатэк	Татнефть
2021	0,55	49,51	29,55
2020	0,56	28,69	17,94
2019	0,53	26,32	52,48
2018	0,55	21,87	71,25
2017	0,60	13,80	36,86
2016	0,58	13,52	22,18
2015	0,60	13,50	10,96

Источник: составлено автором

Данные, приведенные в таблице, показывают, что в то время, когда сумма дивидендов по обычным акциям, выплачиваемая суммарно за каждый рассматриваемый год компаниями ПАО Татнефть и ПАО Новатэк претерпевала существенные изменения, в зависимости от тех или иных факторов, сумма дивидендов ПАО Сургутнефтегаз в каждом из рассматриваемых периодов варьировалась в пределах 0,55-0,6 рублей за акции. Также можно отметить, что сумма дивидендов на акцию, согласно таблице, значительно ниже, чем у прямых конкурентов. Причина такой заметной разницы заключается в количестве акций, выпущенных компаниями – суммарно ПАО Сургутнефтегаз выпустил в 11 раз больше акций, чем ПАО Новатэк и в 16 раз больше, чем ПАО Татнефть. Таким образом, ввиду большого количества акций, компания не имеет возможности существенно варьировать сумму дивидендных выплат, приходящихся на одну акцию. В данный момент, компания, вероятно, придерживается политики удержания цены за акцию на одном уровне, делая поправку на инфляцию, таким образом удастся удерживать интерес инвесторов, которые благодаря низкой стоимости акции и стабильным выплатам дивидендов могут быть уверены, что их инвестиции в компанию принесут вполне конкретный уровень дохода. Стоит также отметить, что для соблюдения такого принципа выплаты дивидендов, компания умышленно не указывает в своей дивидендной политике минимальный процент чистой прибыли, который она корпорация обязательно отравляла на выплату дивидендов в случае ее наличия соответственно. Следовательно, в результате проведенного корреляционного анализа не удалось обнаружить соответствующие признаки влияния рассматриваемых факторов на результирующий признак в связи с концепцией компании, основанной на цели сохранения выплаты стабильных дивидендов на определенном уровне.

Касательно двух других компаний нефтегазового сектора, можно отметить, что, как и в случае с торговыми сетями на основе полученных данных можно отметить наличие зависимости суммы выплачиваемых дивидендов от величины чистой прибыли компании, приходящейся на одну акцию. Это вполне прогнозируемый результат, поскольку именно

чистая прибыль — это один из ключевых финансовых показателей деятельности компании, который в первую очередь оказывает влияние на уровень дивидендных выплат. Данный эффект дополнительно подтверждается тем, что во всех дивидендных политиках рассматриваемых компаний имеется пункт, подтверждающий, что выплаты по дивидендам происходят именно из чистой прибыли.

Также дополнительный интерес вызывает разница в степени зависимости результирующего показателя от ROE для ПАО Татнефть и ПАО Новатэк. Согласно данным корреляционной таблицы дивидендные выплаты ПАО Татнефть имеют высокий уровень прямой зависимости суммы дивидендов на акцию от рентабельности собственного капитала компании. Подобная зависимость является логичной и оправданной, так как ROE по сути соевей является показателем, отражающим эффективность управления компанией капиталом, вложенным акционерами,⁶⁷ а значит вполне характерно, что повышение эффективности капитала способствует росту дивидендных выплат. Таким образом, данный результат вполне соответствует теории жизненного цикла предприятия. Однако интересно, что противоположная ситуация наблюдается при анализе показателей компании ПАО Новатэк. Расчетные значения говорят о том, что в компании наблюдается обратная зависимость изменения размера дивидендных выплат от рентабельности собственных активов — что, по сути, противоречит логике данного показателя. Чтобы подробнее разобраться в причинах, которые повлияли на получившееся значение стоит обратиться к финансовым показателям компании ПАО Новатэк. При тщательном рассмотрении можно заметить, что именно в последний анализируемый года (2021), когда наиболее существенно возросла величина выплачиваемых на акцию дивидендов (в 1,73 раза), одновременно наблюдалось и довольно существенное увеличение значения собственного капитала компании, которое в купе с небольшим снижением показателя чистой прибыли кардинальным образом занижают значение показателя ROE в данном периоде. Таким образом, в результате взаимодействия двух разнонаправленных изменений: роста дивидендных выплат и падения ROE в конкретном периоде, итоговый результат занижается и демонстрирует обратную зависимость двух факторов, которая формально отсутствует.

Как видно из расчетов, остальные факторы не оказывают существенного влияния на результирующий показатель какой-либо из рассматриваемых нефтегазовых компаний. Подобный итоговый результат также подтверждается и информацией, содержащейся, например, в дивидендных политиках компаний. В частности, ни в одной из дивидендных политик рассматриваемых компаний нефтегазовой отрасли, нет упоминания влияния чистого денежного потока на уровень дивидендов, что вполне подтверждается итоговым числовым результатом. Также, предприятия нефтегазовой отрасли крайне капиталоемкие и

⁶⁷ Return on Equity (ROE) Calculation and What It Means [Электронный ресурс] // Investopedia/ - URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp> (дата обращения: 10.04.2023)

требуют наличия большого количества активов, что в среднем нивелируют степень влияния фактора размера компаний на уровень их дивидендных выплат. В целом стоит отметить, что не удалось обнаружить каких-либо значительных и уникальных отличий для показателей компаний нефтегазовой отрасли в отличие от показателей торговых предприятий. Единственным отличием, вероятно, можно назвать наличие зависимости дивидендных выплат ПАО Татнефти от показателя рентабельности собственного капитала, что свидетельствует о степени влияния этапа жизненного цикла предприятия на эту компанию. Подобные примеры отсутствовали в процессе анализа компаний, представителей ритейла. Также весьма интересно пример ПАО Сургутнефтегаз, чья дивидендная политика на практике сводится к поддержанию дивидендных выплат на одном уровне и вероятно не будет изменяться под давлением финансовых показателей (в том числе и участвующих в анализе).

Аналогичным образом рассмотрим наличие зависимостей между рассматриваемыми факторами и результирующим признаком для предприятий, работающих в отрасли черной металлургии. В таблице номер 4, приведенной далее, указаны результаты множественного корреляционного анализа, объединенные на основе принадлежности и одинаковому сектору экономики.

Таблица 8

Множественный корреляционный анализ дивидендной политики для предприятий, относящихся к черной металлургии

НЛМК							
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE
Дивиденды на акцию	1						
ЧП на акцию	0,79	1					
FCF	0,71	0,68	1				
SIZE	-0,48	-0,13	0,16	1			
Grow	0,54	0,74	0,66	0,31	1		
LEV	0,75	0,60	0,43	-0,37	0,62	1	
ROE	0,82	0,69	0,67	-0,19	0,75	0,71	1
Северсталь							
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE
Дивиденды на акцию	1						
ЧП на акцию	0,88	1					
FCF	0,69	0,57	1				
SIZE	-0,55	-0,19	0,03	1			
Grow	0,65	0,79	0,54	0,20	1		
LEV	-0,82	-0,72	-0,12	0,73	-0,19	1	
ROE	0,79	0,74	0,46	-0,39	0,61	-0,76	1
ТМК							
	Дивиденды на акцию	ЧП на акцию	FCF	SIZE	Grow	LEV	ROE
Дивиденды на акцию	1						
ЧП на акцию	0,70	1					
FCF	-0,14	-0,32	1				
SIZE	0,80	0,43	-0,39	1			
Grow	-0,06	-0,56	0,35	-0,430	1		
LEV	-0,10	-0,61	0,41	-0,441	0,99	1	
ROE	0,09	0,59	-0,30	0,322	-0,95	-0,97	1

Источник: составлено автором

Рассматривая получившиеся значения, в первую очередь стоит обратить внимание на наличие зависимости между фактором «чистый денежный поток» и результирующим

показателем. У двух из трех рассматриваемых компаний можно обнаружить соответствующую зависимость: у ПАО НЛМК и ПАО Северсталь. Наиболее вероятная причина, по которой каждая результат ПАО ТМК отличается от результата других компаний заключается в том, что данная металлургическая корпорация в каждом из рассматриваемых периодов отчитывалась об отрицательном значении чистого денежного потока и в то же время выплачивала дивиденды своим акционерам во всех рассматриваемых периодах кроме одного, в 2018 году. Таким образом, в отличие от случаев ПАО Северстали и ПАО НЛМК, величина чистого денежного потока не может коррелировать с изменением уровня дивидендных выплат для ПАО ТМК. Данное предположение также подтверждается и тем, что именно в дивидендных политиках двух компаний Северстали и НЛМК утверждается, что эти корпорации рассчитывают величину дивидендных выплат на основе величины чистого денежного потока за соответствующий период. Стоит также ответить, что данная практика не является характерной для большинства отечественных предприятий и наибольшей популярностью пользуется именно среди компаний металлургической отрасли (например, помимо рассмотренных компаний, аналогичный принцип расчета величины дивидендных выплат применяют ПАО Русал⁶⁸).

При этом, стоит также отметить, что для всех рассматриваемых компаний также характерно и наличие зависимости результирующего признака от чистой прибыли на акцию. В случае ПАО ТМК данный эффект усиливается тем, что это единственная компания из трех, величина дивидендных выплат которой рассчитывается именно исходя из величины чистой прибыли, полученной компанией. Так, например, в результате убытка, понесенного компанией в 2018 году, ПАО ТМК отказалось от осуществления дивидендных выплат по итогам данного периода. Наличие же соответствующей зависимости для двух других компаний, которые высчитывают дивиденды на основе свободного денежного потока объясняется тем, что чистая прибыль, тем не менее, остается существенным показателем успеха их операционной деятельности. Так, ПАО Северсталь, также как и ПАО НЛМК, хоть и выплачивают дивиденды, как процент от суммы чистого денежного потока, но определяют конкретную долю денежного потока, идущего на выплату дивидендов при помощи данных о величине показателя EBITDA, который в свою очередь непосредственным образом связан с величиной чистой прибыли предприятия. В результате, при помощи проведенного корреляционного анализа мы можем наблюдать характерную и для других рассматриваемых отраслей зависимость величины дивидендных выплат на акцию от чистой прибыли, полученной каждым отдельным предприятием в соответствующем году.

⁶⁸ Информация для акционеров компании Русал [Электронный ресурс] // Rusal.ru/ - URL: <https://rusal.ru/investors/information-for-shareholders/dividend/> (дата обращения: 10.04.2023)

Помимо перечисленных показателей, необходимо указать на наличие зависимости результирующего признака ПАО Северсталь и ПАО НЛМК от показателя рентабельности собственного капитала. Наличие соответствующей довольно значительной корреляции (аналогично данным для ПАО Татнефть) указывает на наличие некоторой закономерности в развитии уровня дивидендных выплат в соответствии с эволюцией жизненного цикла предприятия. Отметим также, что рентабельность собственного капитала (ROE) – является уникальным измерителем эффективности управления компанией капиталом, который вложили акционеры самой компании. Подобная зависимость особенно интересна, так как обе компании, а в особенности ПАО Северсталь, считаются примерами отечественных компаний, которые крайне эффективно используют имеющиеся у них капитал и ресурсы. Причем, данные корпорации являются фаворитами по данному критерию не только для своей отрасли (черная металлургия), но и в целом представляют из себя определенный бенчмарк по эффективности для российских компаний.

Таким образом, согласно итогам проведенного анализа, можно сказать, что существует ряд различий в подходах, применяемых к определению дивидендной политики отечественными компаниями из разных отраслей. Например, крупные компании металлургической отрасли более других опираются на значение чистого денежного потока за отчетный период в процессе определения величины собственных дивидендов. Несмотря на наличие подобных различий, стоит все же отметить, что для абсолютного большинства отечественных компаний характерно наличие прямой зависимости величины дивидендных выплат, приходящихся на одну акции от величины чистой прибыли предприятия за отчетный период. Также, при оценке вероятности повышения дивидендных выплат, стоит учитывать данные о значении рентабельности собственного капитала компании, как показал анализ, данный показатель также может оказывать влияние на итоговое решение компании. Стоит также обращать внимание и на величину свободного денежного капитала несмотря на то, что далеко не все компании опираются именно на данный показатель при выплате дивидендов, он тем не менее может оказывать определенное влияние на величину дивидендов, согласно имеющимся в результате анализа данным. При этом, в первую очередь необходимо оценивать положение о дивидендной политики компаний, которое организации как правило выкладывают на своем официальном сайте. Информация, указанная там, в частности поможет определить, обязана ли компания выплатить фиксированный процент прибыли (или чистого денежного потока) в виде дивидендов акционерам, или же финальное решение о сумме выплат может варьироваться в рамках интереса компании. Тем не менее, осведомленность о финансовых показателях компании, в частности ряда показателей, которые были рассмотрены в рамках данного исследования могут послужить дополнительным ориентиром для потенциального инвестора для определения величины итоговых дивидендов компании, на которые он может

рассчитывать. Самим же компаниям, при выборе подходящей им дивидендной политики, просто необходимо грамотно оценивать собственное финансовое положение, чтобы избранная ими дивидендная политика могла одновременно заинтересовать инвестора и не стала для компании непосильной обузой.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В современной экономической науке существует несколько подходов к определению терминов «дивиденды» и «дивидендная политика». Тем не менее, учитывая различные подходы к определению данных терминов, можно сказать, что под дивидендом понимается часть прибыли акционерного общества, полученная по итогам деятельности предприятия и начисленная на каждую акцию с учетом ее категории, а дивидендная политика является частью финансовой политики компании, включающей разработку определенной концепции распределения чистой прибыли. При этом учеными было выделено несколько универсальных основных принципов дивидендной политики.

Важно отметить, что вопрос грамотного распределения дивидендов и создания дивидендной политики уже длительный период интересует экономистов и предпринимателей. По этой причине, существует множество различных теорий, посвященный различным подходам к реализации дивидендной политики. Так, например, весомый вклад в разработку теоретических основ дивидендной политики внесли такие ученые-экономисты, как М. Миллер, Ф. Модильяни, С. Росс, М. Гордон, Дж. Линтнер, Р. Литценбергер. Все рассмотренные теории послужили необходимой базой для развития и совершенствования дивидендных политик на практике.

При этом компания, занимающаяся разработкой конкретной дивидендной политики, не может ориентироваться исключительно на теоретические труды, так как на нее влияет ряд факторов, которые задают изначальные условия для выбора подхода к распределению прибыли. Эти факторы включают в себе 4 большие группы, а именно: законодательные ограничения, потребность организации в инвестициях, финансовые возможности компании, а также интересы акционеров и инвесторов. Каждая компания, принимая решение о выплате дивидендов обязана будет руководствоваться перечисленными факторами, однако степень их влияния на компанию может существенно варьироваться в зависимости от конкретного случая. Важно также отметить, что выбор дивидендной политики может оказывать влияние на инвестиционную привлекательность компании, что также необходимо учитывать при ее составлении.

В данной работе наибольший интерес уделяется именно российским компаниям и их особенностям в распределении прибыли. Поэтому необходимо было проследить, характерные особенности выплаты дивидендов отечественных компании. В результате приведённого анализа удалось, в частности, выяснить, что акции российских компаний во многом недооценены в сравнении с акциями компаний из других стран, а потому дивидендная доходность по ним часто выше, чем для аналогичных компаний из развитых стран. Также важно отметить, что для России на протяжении длительного периода времени было свойственно несовершенство самой законодательной базы в части регламентации

дивидендных выплат, однако в настоящее время законодательные ограничения существенным образом влияют на дивиденды крупных отечественных компаний.

Сделанные ранее выводы повлияли на итоговый выбор компаний для практической части исследования. Например, было принято решение не рассматривать государственные корпорации, так как для них законом установлен минимальный размер дивидендных выплат, который компания не имеет право уменьшать. Таким образом было решено провести множественный корреляционный анализ для проверки степени влияния ряда рассмотренных ранее в работе факторов на дивидендную политику нескольких российских компаний из трех разных отраслей: нефтегазовой отрасли, черной металлургии, и ритейла. Анализируемые факторы были отобраны на основе общих теорий, рассмотренных в процессе работы. В результате удалось определить, что не все факторы, выделяемые учеными – экономистами в равной степени оказывают влияние на величину дивидендных выплат российских компаний. Как и ожидалось, в наибольшей степени дивидендные выплаты большинства анализируемых компаний зависят от их чистой прибыли. Несмотря на это стоит также выделить наличие зависимости от таких показателей, как, например, свободный денежный поток или же рентабельность собственного капитала.

Таким образом, можно сделать вывод, что для всех современных компаний, в том числе и российских – вопросы определения величины дивидендных выплат является одним из важнейших, так как от этого зависит возможность привлечения дополнительных средств, повышения цены компании, ее имиджа и т.д. Существует несколько теоретических подходов к формированию дивидендной политики организации, применимость которых ограничена целым рядом факторов, влияющих на каждую компанию в индивидуальном порядке. Однако, несмотря на наличие ряда уникальных различий, абсолютное большинство компаний, в том числе и российских, продолжают ориентироваться на факторы, выведенные учеными при определении собственного подход к распределению прибыли.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Нормативно-правовые акты.

1. Об акционерных обществах [Электронный ресурс]: федер. закон от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ: (в ред. от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения 10.04.2023)
2. Указ Президента РФ от 18 ноября 1995г. № 1157 «О некоторых мерах по защите прав вкладчиков и акционеров» (ред. от 24.07.2014) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8321/ (дата обращения 10.04.2023)
3. Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (действующая редакция) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения 10.04.2023)
4. Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (действующая редакция) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения 10.04.2023)
5. Письмо МНС РФ от 04.09.2003 г. № СА-6-04/942 «О налогообложении дивидендов» (ред. от 01.03.2011) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44585/ (дата обращения 10.04.2023)
6. Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2006 N 774-р (ред. от 11.06.2021) “О формировании позиции акционера - Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности” [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_59277/ (дата обращения 10.04.2023)
7. Налоговый кодекс РФ от 31.07.1998 №146-ФЗ (ред. от 01.05.2016) // КонсультантПлюс: справ. правовая система. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19671/ (дата обращения 10.04.2023)

Монографии, авторефераты, учебники, учебные пособия.

8. Большаков С. В. Финансы: теория и практика: учебник / С. В. Большаков. – Москва: Книжный мир, 2016. – 617с.
9. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности: учебник / В. В. Ковалев. – Москва: Финансы и статистика, 2016. – 493 с.
10. Ковалев В. В., Ковалев Вит. В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели: учеб. пособие. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2015.
11. Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Анализ баланса, или как понимать баланс: учеб.-практич. пособие. – М.: Проспект, 2009. – 448 с.
12. Макарова С. Г. Финансовая политика предприятия: учебное пособие / И. В. Никитушкина, С. Г. Макарова, С. С. Студников. – Москва: Издательство Юрайт, 2014. – 201 с.
13. Пятов М.Л. Базовые принципы бухгалтерского учета / Серия «Теория для практиков», вып. 1 / М.: ООО «1С-Паблишинг», 2010.
14. Пятов М.Л. Соколова Н.А. Анализ финансовой отчетности. М.: Бухгалтерский учет, 2011.
15. Симоненко В. Н. Краткосрочная и долгосрочная финансовая политика фирмы: учебник / В.Н. Симоненко. – Москва: ИНФРА-М, 2012. – 512 с.

16. Соколов Я.В. Бухгалтерский учет, как сумма фактов хозяйственной жизни. - М.: Магистр, 2009.

Статьи в журналах и других периодических изданиях.

17. Martins, T.C., Novaes, W. (2012), Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, (2012)
18. Айрапетян А. А., Канкиа А. Г. Влияние выбора дивидендной политики на инвестиционную привлекательность компании на современном этапе / А. А. Айрапетян // Гуманитарные научные исследования. – 2017. – № 6. – С. 17-20.
19. Алексеева Л. В., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ / Л. В. Алексеева // Вестник. – 2016. – №3. – С. 30-31.
20. Антонян Д. Г., Беломытцева О. С. Финансы. Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ / Д. Г. Антонян // Вестник Томского государственного университета. – 2016. – №3. – С. 79-88.
21. Антонян Диана Галустовна, Беломытцева Ольга Святославовна Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2014. №3 (27). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-dividendnoy-politiki-rossiyskih-aksionerlyuh-obschestv> (дата обращения: 16.12.2022).
22. Антонян Диана Галустовна, Беломытцева Ольга Святославовна Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2014. №3 (27). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-dividendnoy-politiki-rossiyskih-aksionerlyuh-obschestv> (дата обращения: 16.12.2022).
23. Бадюкина Е.А. Дивидендная политика и рыночная стоимость компании // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. – 2010. – №3. – С. 53-65
24. Бочарова И.Ю. Дивидендная политика в системе корпоративного управления // Финансы и кредит. 2011. № 47. С. 2–9
25. Брусов П. Н., Филатова Т. В., Орехова Н. П., Брусов П. П., Брусова А. П. Современный подход к дивидендной политике компании // Финансы и кредит. 2012. № 37.
26. Воловик Д.А. Дивидендная политика предприятия и ее влияние на его инвестиционную привлекательность // Финансы, денежное обращение и кредит. 2019. № 8. С. 53.
27. Воловик Д.А. Дивидендная политика предприятия и ее влияние на его инвестиционную привлекательность // Финансы, денежное обращение и кредит. 2019. № 8. С. 53.
28. Зальцман А. А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний / А. А. Зальцман // Аудит и финансовый анализ. – 2017. – №1. – С. 233-241.
29. Климочкина, Н. И. Влияние дивидендной политики на рыночную стоимость акций / Н. И.Климочкина // Вестник науки и творчества. 2016.—№ 3.— С. 125–129.
30. Климочкина, Н. И. Влияние дивидендной политики на рыночную стоимость акций / Н. И.Климочкина // Вестник науки и творчества. 2016.—№ 3.— С. 125–129.
31. Мелай Е.А., Сергеева А.В. Подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации: сравнительный анализ // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. 2015. Вып. 2. Ч.1. С.80-93.
32. Мелай Е.А., Сергеева А.В. Подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации: сравнительный анализ // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. 2015. Вып. 2. Ч.1. С.80-93.
33. Мелай Е.А., Сергеева А.В. Факторы инвестиционной привлекательности организации // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. Тула: Изд-во ТулГУ, 2015. № 3-1. С. 63-69.

34. Николашина Н.Н. Сравнение дивидендной политики государственных и частных компаний на примере компаний нефтегазового сектора Российской Федерации // Финансы и кредит. 2013. № 26. С. 61–72.
35. Новак А.Е. Эмпирический анализ дивидендной политики государственных и частных компаний в России / А.Е. Новак, О.С. Силкина, И.Е. Хвостова // Финансовый менеджмент. – 2018. - №22(5). – С.90-104.
36. Сутурина, В. А. Влияние дивидендной политики на инвестиционную привлекательность компании / В. А. Сутурина. // Вопросы экономики и управления. — 2019. — № 4 (20). — С. 32-35. — URL: <https://moluch.ru/th/5/archive/132/4279/> (дата обращения: 16.12.2022).
37. Сутурина, В. А. Влияние дивидендной политики на инвестиционную привлекательность компании / В. А. Сутурина. // Вопросы экономики и управления. — 2019. — № 4 (20). — С. 32-35. — URL: <https://moluch.ru/th/5/archive/132/4279/> (дата обращения: 16.12.2022).
38. Федорова Е. А., Лукаевич И. Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка / Е. А. Федорова // Финансы и кредит. – 2014. – №19. – С. 36-39.
39. Федорова Е.А., Завозина Д.В. Анализ факторов, влияющих на дивидендную политику в Российской Федерации // Экономический анализ: теория и практика. 2014. №44 (395). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-faktorov-vliyayuschih-na-dividendnuyu-politiku-v-rossiyskoy-federatsii> (дата обращения: 14.12.2021).
40. Al-Kuwari D. Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. Global Economy & Finance Journal. 2009;2(2):38–63. URL: <http://www.gefjpapers.com/static/documents/September/2009/3.%20Duha.pdf> (дата обращения: 10.04.2023)
41. Fox, M. B. Ongoing issues in Russian corporate governance // Journal of Transnational Law. – 2017. – №52. – 435-463.
42. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? // Journal of business. – 2014. – №1. – 387-424.

Электронные ресурсы.

43. Акции «М.Видео» взлетели после решения тратить на дивиденды всю прибыль [Электронный ресурс] // РБК / - URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/602237e09a794753976e97a3> (дата обращения: 10.04.2023)
44. Детский мир, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JSQ90/> (дата обращения: 10.04.2023)
45. Дивидендная политика ПАО АЛРОСА [Электронный ресурс] - URL: <https://www.alrosa.ru/investors/shareholders/dividends/> (дата обращения 16.12.2022)
46. Дивидендная политика ПАО Газпром [Электронный ресурс] - URL: <https://www.gazprom.ru/investors/dividends/dividend-policy/> (дата обращения 16.12.2022)
47. Дивидендная политика ПАО Магнит [Электронный ресурс] - URL: <https://www.magnit.com/ru/shareholders-and-investors/dividends/> (дата обращения 16.12.2022)
48. Дивидендная политика ПАО Сбербанк [Электронный ресурс] - URL: <https://www.sberbank.com/share-profile> (дата обращения 16.12.2022)
49. Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг. [Электронный ресурс]: Национальное рейтинговое агентство // Москва. 2019. (24) URL: https://www.ranational.ru/sites/default/files/analytic_article/ (дата обращения: 16.12.2022)
50. Дивиденды ПАО Магнит [Электронный ресурс] // Magnit.com/ - URL: <https://www.magnit.com/ru/shareholders-and-investors/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)

51. Дивиденды ПАО Северсталь [Электронный ресурс] // severstal.com/ - URL: <https://severstal.com/rus/ir/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)
52. Дивиденды ПАО ТМК [Электронный ресурс] // tmk-group.ru/ - URL: <https://www.tmk-group.ru/Dividends> (дата обращения 10.04.2023)
53. Информация для акционеров компании Русал [Электронный ресурс] // Rusal.ru/ - URL: <https://rusal.ru/investors/information-for-shareholders/dividend/> (дата обращения: 10.04.2023)
54. М.Видео отказался от выплаты дивидендов за 2017 год [Электронный ресурс] // БКС - Экспресс / - URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/m-video-otkazalsia-ot-vyplaty-dividendov-za-2017-god> (дата обращения: 10.04.2023)
55. М.Видео, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JPGA0/> (дата обращения: 10.04.2023)
56. Магнит, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0JKQU8/> (дата обращения: 10.04.2023)
57. МегаФон окончательно ушел с Московской биржи [Электронный ресурс] // РБК / - URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/5ae098a62ae5961b67a1c443> (дата обращения: 10.04.2023)
58. Методические рекомендации ПАО Московская Биржа по составлению и реализации дивидендных политик публичными компаниями [Электронный ресурс]: Московская биржа // Москва. 2017. URL: <https://fs.moex.com/files/16219/26375/> (дата обращения: 16.12.2022)
59. Методические рекомендации ПАО Московская Биржа по составлению и реализации дивидендных политик публичными компаниями [Электронный ресурс]: Московская биржа // Москва. 2017. URL: <https://fs.moex.com/files/16219/26375/> (дата обращения: 16.12.2022)
60. НЛМК, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0009046452/> (дата обращения: 10.04.2023)
61. НЛМК, дивиденды [Электронный ресурс] // nlmk.com/ - URL: <https://nlmk.com/ru/about/governance/equity-securities/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)
62. Новатэк, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0DKVS5/> (дата обращения: 10.04.2023)
63. Новатэк, дивиденды [Электронный ресурс] // novatek.ru/ - URL: <https://www.novatek.ru/ru/investors/dividends/> (дата обращения: 10.04.2023)
64. Партин И. М., Васин А. Д. Влияние стадии жизненного цикла компании на вероятность ее вступления в сделку m&a на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2014. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-stadii-zhiznennogo-tsikla-kompanii-na-veroyatnost-ee-vstupleniya-v-sdelku-m-a-na-razvivayuschihsya-rynках-kapitala> (дата обращения: 17.12.2022).
65. Правительство обязало госкомпании направлять 50% прибыли на дивиденды [электронный ресурс] // РБК – URL: <https://www.rbc.ru/economics/16/06/2021/60c9b1ee9a79476000b19628https://www.rbc.ru/economics/16/06/2021/60c9b1ee9a79476000b19628>
66. Правительство обязало госкомпании направлять 50% прибыли на дивиденды [электронный ресурс] // РБК – URL: <https://www.rbc.ru/economics/16/06/2021/60c9b1ee9a79476000b19628https://www.rbc.ru/economics/16/06/2021/60c9b1ee9a79476000b19628>
67. Северсталь, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0009046510/> (дата обращения: 10.04.2023)
68. Сургутнефтегаз выплатит дивиденды за 2016 год [Электронный ресурс] // Нефть-капитал/ - URL: <https://oilcapital.ru/news/2017-05-16/surgutneftegaz-vyplatit-dividendy-za-2016-god-v-razmere-0-6-rublej-na-aktsiyu-1024919> (дата обращения: 10.04.2023)
69. Сургутнефтегаз, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0008926258/> (дата обращения: 10.04.2023)

70. Татнефть, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU0009033591/> (дата обращения: 10.04.2023)
71. Татнефть, дивиденды [Электронный ресурс] // tatneft.ru/ - URL: <https://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/dividends> (дата обращения: 10.04.2023)
72. ТМК, акция обыкновенная [Электронный ресурс] // Cbonds.ru/ - URL: <https://cbonds.ru/stocks/RU000A0B6NK6/> (дата обращения 10.04.2023)
73. Щедрые дивиденды в России: главные риски [Электронный ресурс]// ECONS/ - URL: <https://econs.online/articles/finansy/shchedrye-dividendy-v-rossii-glavnye-riski/>
74. Forbes: 200 крупнейших частных компаний России — 2021 [Электронный ресурс] // Forbes.ru/ - URL: <https://www.forbes.ru/biznes/440795-200-krupneysih-castnyh-kompanij-rossii-2021> (дата обращения 10.04.2023)
75. Forbes: информация о компании - ТМК [Электронный ресурс] // Forbes.ru/ - URL: <https://www.forbes.ru/profile/244807-tmk> (дата обращения 10.04.2023)
76. Martins, T.C., Novaes, W. (2012), Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? Journal of Corporate Finance, (2012)
77. Price Earnings Ratio [Электронный ресурс] // CFI/ - URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/price-earnings-ratio/>
78. Price Earnings Ratio [Электронный ресурс] // CFI/ - URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/price-earnings-ratio/>
79. Return on Assets (ROA): Formula and 'Good' ROA Defined [Электронный ресурс] // Investopedia/ - URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
80. Return on Assets (ROA): Formula and 'Good' ROA Defined [Электронный ресурс] // Investopedia/ - URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
81. Return on Equity (ROE) Calculation and What It Means [Электронный ресурс] // Investopedia/ - URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp> (дата обращения: 10.04.2023)

