

Министерство образования и науки Российской Федерации
Саратовский социально-экономический институт (филиал)
Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения
высшего образования
«РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИМЕНИ Г. В. ПЛЕХАНОВА»

На правах рукописи

Козлова Алина Сергеевна

**ФОРМИРОВАНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ
КАК ЧАСТИ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ
РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
Нестеренко Екатерина Анатольевна
доктор экономических наук,
профессор

Саратов 2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
1 Теоретические аспекты дивидендной политики российских публичных компаний.....	12
1.1 Понятие и сущность дивидендной политики	12
1.2 Основные параметры дивидендной политики	25
1.3 Факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики российских компаний.....	36
2 Состояние и особенности дивидендной политики российских публичных компаний	46
2.1 Критерии, используемые инвесторами для оценки дивидендной политики российских публичных компаний.....	46
2.2 Оценка инвесторами дивидендной политики российских компаний: сравнительный анализ (на примере выборочной совокупности)	55
2.3 Особенности дивидендной политики российских компаний	69
3 Совершенствование дивидендной политики российских публичных компаний	81
3.1 Комбинированная методика формирования инвестиционного портфеля, учитывающая дивидендную политику российских компаний	81
3.2 Прикладные аспекты применения комбинированной методики формирования портфеля дивидендных акций на российском рынке	94
3.3 Направления совершенствования дивидендной политики российских публичных компаний.....	105
Заключение.....	125
Список литературы.....	130
Приложения.....	150

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность диссертационного исследования. По мере становления и развития национального рынка акций для эмитентов в рамках реализуемой ими финансовой политики все более важными и актуальными становились вопросы, связанные с распределением полученной прибыли, причем для публичных компаний одним из принципиальных был и по-прежнему остается вопрос о достижении оптимального соотношения двух разных видов прибыли - распределяемой среди владельцев акций и реинвестируемой.

Первоначально эмитенты акций, представленных на отечественном рынке, пытались эмпирическим путем определить искомое соотношение, однако бессистемный характер его поиска, усугубляемый отсутствием стратегического видения развития бизнеса в сочетании со стремлением мажоритарных акционеров за счет дивидендных выплат удовлетворить свои потребности в финансовых ресурсах, достаточно быстро доказал бесперспективность подобного подхода. В настоящее время большинство публичных российских компаний признало необходимость систематизации и формализации общего порядка дивидендных выплат, что, в частности, нашло свое отражение в появлении положений о дивидендной политике, рассматриваемых в настоящее время в качестве ключевых документов, определяющих условия и порядок дивидендных выплат. При этом пока нельзя говорить о формировании единого подхода к пониманию дивидендной политики в рамках финансовой политики российских публичных компаний и, соответственно, к практической реализации первой на отечественном рынке акций.

Так, до настоящего времени многие теоретические вопросы, связанные с формированием дивидендной политики российских публичных компаний, рассматриваемой в контексте их общей финансовой политики, остаются слабо разработанными с научной точки зрения, причем высоким уровнем

дискуссионности отличаются даже вопросы, касающиеся понимания сущности дивидендной политики как таковой. При этом необходимо подчеркнуть, что в современной научной литературе в области финансов по данной проблематике одновременно существует множество разнообразных научных взглядов, нередко являющихся довольно противоречивыми. Закономерным результатом вариативности трактовки дивидендной политики является отсутствие в научной среде единой точки зрения относительно ключевых параметров дивидендной политики, факторов, оказывающих влияние на ее формирование, а также критериев, применяемых участниками рынка для ее оценки; недостаточна также степень изученности современного состояния дивидендной политики и ее характерных особенностей на уровне национального рынка.

В совокупности все перечисленное обуславливает чрезвычайно высокую своевременность и актуальность разработки комплексного подхода к пониманию дивидендной политики как части финансовой политики отечественных публичных компаний. Это позволит провести обоснованный анализ современного состояния дивидендной политики и определить направления ее совершенствования.

Степень разработанности проблемы. Несмотря на свою актуальность, многие вопросы, связанные с формированием дивидендной политики российских публичных компаний, рассматриваемой как неотъемлемая часть их финансовой политики, в современной научной литературе разработаны недостаточно полно.

За рубежом разработкой теоретических и методологических вопросов, касающихся дивидендной политики компаний, занимались В. Айвазян, О. Аль-Ансари, Ф. Блэк, Дж. Браун, Р. Брейли, М. Бреннан, Ю. Бригхем, Л. Бут, С. Бхаттачария, С. Вейбнер, Л. Гапенски, Т. Гома, Д. Грулон, Г. де Анжело, Л. де Анжело, Д. Денис, Ф. Истербрук, Г. Ишикава, М. Кливленд, С. Клири, Э. Литценбергер, Н. Лэнг, С. Майерс, М. Миллер, А. Мишра, Р. Михаэли, Ф. Модильяни, И. Особов, К. Рамасвами, К. Ратти, К. Рок, В. Свамнатхан, Р. Стулз, Э. Фаербер, Ю. Фама, К. Френч, М. Шоулз и другие исследователи.

В российской специализированной научной литературе по рынку ценных бумаг вопросам, касающимся экономической сущности дивидендной политики и ее основных характеристик, посвящены публикации таких ученых, как О.Е. Алехина, В.В. Баранов, А.С. Гребенкин, И.А. Дарушин, О.А. Зубенкова, И.В. Иванов, В.В. Ковалев, И.Я. Лукасевич, Н.С. Пласкова, Г.Б. Поляк, Т.В. Репетун, Ю.В. Семернина, Н.Я. Синицкая, О.А. Фролова, А.Е. Шамин, А.В. Якунина и пр.

Попытки систематизации факторов, оказывающих влияние на дивидендную политику российских публичных компаний, предпринимались в работах А.Н. Асаула, Ю.М. Бахрамова, И.А. Бланка, П.Н. Брусова, М.П. Войнаренко, В.В. Глухова, А.А. Дегтярева, Н.А. Пономаревой, Р.А. Фалтинского, Т.В. Филатовой.

Проблемы качественной и количественной оценки дивидендной политики, реализуемой отечественными компаниями с позиции инвесторов, поднимаются в работах А.А. Абалкина, Д.Г. Антоняна, О.С. Беломытцевой, И.Н. Богатой, В.В. Бочарова, Е.В. Ворониной, Е.М. Евстафьевой, В.М. Романовского и других специалистов.

Однако необходимо констатировать, что до сих пор в области научного исследования дивидендной политики российских публичных компаний остается не решенным целый ряд серьезных научных проблем теоретического и практического характера. В частности, фактически отсутствуют системные исследования, позволяющие содержательно охарактеризовать современное состояние дивидендной политики отечественных публичных компаний и выделить присущие ей специфические особенности; преобладающим является максимально упрощенный подход к формированию портфеля дивидендных акций; при признании несовершенства дивидендной политики российских публичных компаний представлено крайне мало обоснованных комплексных рекомендаций по ее совершенствованию.

Перечисленные аргументы свидетельствуют в пользу высокого уровня актуальности темы проведенного диссертационного исследования с учетом

ограниченной степени ее проработки в научных трудах, обосновывая целесообразность дальнейшего развития темы и с теоретической, и с практической точки зрения.

Цель исследования состоит в развитии теоретических аспектов формирования дивидендной политики российскими публичными компаниями с учетом специфики национального рынка, а также в разработке рекомендаций по совершенствованию этой политики.

В соответствии с целью диссертационного исследования автором поставлены следующие задачи теоретического и прикладного характера, определившие логику работы и ее структуру:

- уточнить понятийный аппарат, используемый для сущностной характеристики дивидендной политики российских публичных компаний и выделить ее ключевые параметры;

- систематизировать факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики;

- предложить набор критериев, применимых для оценки дивидендной политики российских компаний с позиции инвесторов, ориентирующихся на формирование инвестиционного портфеля, состоящего из дивидендных акций;

- оценить современное состояние дивидендной политики российских компаний и выделить присущие ей отличительные особенности;

- предложить комбинированную методику формирования инвестиционного портфеля, учитывающую дивидендную политику российских компаний, и провести ее апробацию на российском биржевом рынке;

- разработать рекомендации по совершенствованию дивидендной политики российских компаний.

Область исследования. Область исследования соответствует Паспорту специальностей научных работников по экономическим наукам специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: п. 3.1 «Теория, методология и концептуальные основы финансов хозяйствующих субъектов», п. 3.25

«Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования».

Объектом исследования выступает процесс формирования дивидендной политики российских публичных компаний, трактуемой как часть их финансовой политики.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе формирования дивидендной политики отечественными компаниями, акции которых обращаются на национальном биржевом рынке.

Методология исследования основана на применении классических научных методов и приемов, а именно: системного рассмотрения объекта и предмета исследования, диалектической логики, анализа и синтеза, метода научной абстракции, индукции и дедукции, методов группировки, сравнения, обобщения, что позволяет говорить о комплексности, целостности и достоверности результатов диссертационного исследования.

Научная новизна результатов исследования заключается в том, что на основе комплексного исследования теоретических и практических основ формирования дивидендной политики как части финансовой политики российских публичных компаний разработаны методически обоснованные рекомендации по ее совершенствованию.

Научная новизна диссертационного исследования проявляется в следующих конкретных научных результатах:

– расширены научные параметры исследования дивидендной политики российских публичных компаний в части содержательной трактовки дефиниции «дивидендная политика компании» и выделения ее основных параметров, к которым отнесены ее тип, характер, форма и периодичность выплаты дивидендов, используемые стандарты финансовой отчетности, степень ее адаптивности, уровень нормализации и инициатива формирования, что позволяет инвесторам получать комплексную характеристику дивидендной политики для последующего сравнения с их инвестиционными потребностями (с. 20-25, с. 34-37 диссертации);

– системно представлены основные факторы, оказывающие влияние на процесс формирования дивидендной политики российских публичных компаний: внешние (требования законодательства; система налогообложения) и внутренние (обязательства, касающиеся дивидендных выплат; потребность компании в финансовых ресурсах; предпочтения мажоритарных акционеров), что дает возможность инвесторам корректно учитывать способность компаний - эмитентов акций оказывать на них воздействие (с. 42-46);

– разработаны критерии, учитывающие уровень ликвидности акций публичных компаний, их дивидендную историю (ее продолжительность, уровень вариативности дивидендных выплат) и уровень дивидендной доходности, что позволяет инвесторам осуществить отбор акций с максимальными дивидендными выплатами (с. 55-56);

– выделены основные тенденции развития дивидендной политики российских публичных компаний (низкий уровень дивидендной доходности акций; ее умеренная колеблемость; неравномерность соотношения обыкновенных и привилегированных акций; дифференциация дивидендной доходности в зависимости от отраслевой принадлежности компании, уровня ликвидности ее акций и от структуры собственности); выявлены специфические особенности дивидендной политики, позволяющие сделать вывод о формировании на национальном уровне ее стереотипа, принимаемого инвесторами во внимание при формировании инвестиционного портфеля (с. 61-69, с. 73, с.75-79);

– разработана и апробирована комбинированная методика формирования инвестиционного портфеля, учитывающая дивидендную политику российских публичных компаний, включающая в себя пять последовательно реализуемых этапов и предполагающая использование рыночных мультипликаторов для сегментирования перечня потенциальных объектов инвестирования, позволяющая учесть существующие инвестиционные предпочтения инвесторов посредством выбора наиболее полно соответствующей им инвестиционной идеи, сформулированной в отношении каждого выделенного сегмента (с. 91-93, с. 100-104);

– предложены комплексные меры, которые реализуются как непосредственно на уровне эмитентов (конкретизация положений документов, регламентирующих дивидендную политику; переход к выплате промежуточных дивидендов; разработка и обнародование стратегических целей дивидендной политики) и инвесторов (формализация собственных инвестиционных предпочтений), так и на уровне мегарегулятора (определение документа, регламентирующего дивидендную политику публичной компании и порядок ознакомления с ним; формализация требований к документу; разработка единого алгоритма расчета дивидендной доходности акций) и инфраструктурных организаций (формирование информационной базы по дивидендной политике российских публичных компаний), и которые ориентированы на совершенствование дивидендной политики российских публичных компаний и повышение инвестиционной привлекательности их акций с точки зрения инвесторов (с. 109, с.113, с. 115, с.118, с.120, с. 123-125).

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в том, что концептуальные положения и выводы диссертационной работы позволяют расширить существующие научные представления о сущности дивидендной политики, о ее параметрах и факторах, оказывающих влияние на процесс формирования, тенденциях и особенностях дивидендной политики, реализуемой отечественными публичными компаниями, а также о подходах к построению инвестиционных портфелей, состоящих из акций, характеризующихся относительно высоким уровнем дивидендной доходности.

Практическая значимость исследования состоит в том, что его основные результаты и рекомендации могут быть использованы всеми категориями инвесторов, заинтересованных в создании инвестиционных портфелей, предполагающих получение дивидендов в качестве одного из существенных источников доходов. Непосредственное практическое значение имеют комбинированная методика формирования инвестиционного портфеля, учитывающая проводимую дивидендную политику, а также рекомендации, нацеленные на совершенствование дивидендной политики российских публичных

компаний. Полученные в диссертации результаты при их применении в практике инвестирования на национальном биржевом рынке могут способствовать повышению эффективности портфельного инвестирования в дивидендные акции.

Апробация работы. Основные результаты диссертационного исследования были доложены, обсуждены и одобрены на Международной научно-практической конференции «Модернизация России: актуальные проблемы формирования и реализации налогово-финансовой политики» (г. Саратов, 2013), III Международной научной конференции «Экономическая наука и практика» (г. Чита, 2014), Международной научно-практической конференции «Управление общественными и корпоративными финансами: формирование ресурсного обеспечения инновационной экономики» (г. Саратов, 2014), II Международной научной конференции «Инновационная экономика» (г. Казань, 2015), IV Международной научной конференции «Проблемы и перспективы экономики и управления» (г. Санкт-Петербург, 2015), VII Международной научной конференции «Экономика, управление, финансы» (г. Краснодар, 2017), Всероссийской научно-практической конференции «Интеграция науки и практики: взгляд молодых ученых» (г. Саратов, 2014), Всероссийской научно-практической конференции «Финансово-кредитное обеспечение экономики России» (г. Саратов, 2014), Всероссийской научно-практической конференции «Финансово-кредитные отношения и механизм их реализации» (г. Воронеж, 2015), Всероссийской научно-практической конференции «Формирование Евразийского экономического союза: финансово-правовой аспект» (г. Екатеринбург, 2015), II Всероссийской научно-практической конференции магистрантов и аспирантов «Интеграция науки и практики: взгляд молодых ученых» (г. Саратов, 2015), III Всероссийской научно-практической конференции молодых ученых финансистов «Актуальные проблемы современной финансовой науки» (г. Москва, 2016), III Всероссийской научно-практической конференции магистрантов и аспирантов «Интеграция науки и практики: взгляд молодых ученых» (г. Саратов, 2016).

Ряд положений, содержащихся в диссертации и представленных в опубликованных нами работах, используются в деятельности ПАО «Саратовэнерго», ПАО «Завод автономных источников тока», что подтверждено справками о внедрении результатов исследования в практическую деятельность.

Выполненные научные разработки применяются в учебном процессе кафедры финансов Саратовского социально-экономического института (филиала) ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» при преподавании дисциплин «Финансовый менеджмент», «Корпоративные финансы», «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции», «Финансовое планирование и бюджетирование», «Долгосрочная финансовая политика», «Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски», а также в научно-исследовательской работе студентов и аспирантов.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 25 работах автора общим объемом 20,44 печ. л. (авторский вклад - 10,35 печ. л.), в том числе 7 статей размещено в научных изданиях, определенных Высшей аттестационной комиссией Министерства образования и науки Российской Федерации.

Структура и объем диссертации. Заявленная цель исследования, совокупность поставленных задач и вопросов предопределили структуру и общую логику его проведения. Диссертация включает в себя введение, три главы (девять параграфов), заключение, список литературы в составе 202 источников и 7 приложений.

1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

1.1 Понятие и сущность дивидендной политики

Концептуальная смена модели экономического развития, имевшая место в конце XX в., привела к системной трансформации российской экономики, в результате которой в России фактически с нуля возник рынок ценных бумаг. Одним из важнейших сегментов национального фондового рынка уже на этапе его становления стал рынок акций, который, пусть и далеко не сразу, стал рассматриваться отечественными компаниями в качестве одного из возможных вариантов привлечения финансирования путем размещения на нем акций.

Стремительное развитие национального фондового рынка, и прежде всего биржевого рынка, сделало очень актуальной неизбежность трансформации финансовой политики отечественных компаний: в этот период они впервые столкнулись с необходимостью направлять часть прибыли на дивидендные выплаты. В свою очередь, сам факт их появления заставил российские компании начать интенсивный поиск «идеального» соотношения между долей прибыли, распределяемой между акционерами, и долей реинвестируемой прибыли.

На первоначальном этапе становления фондового рынка подавляющее большинство российских компаний действовало методом проб и ошибок, во многом определяя размер дивидендных выплат случайным образом, т.е. преимущественно под влиянием краткосрочных конъюнктурных факторов, причем решения, принимаемые в области дивидендной политики, зачастую никоим образом не были увязаны с общей финансовой политикой, проводимой компанией (в частности, вполне типичной была ситуация, когда дивиденды

выплачивались от случая к случаю, при этом для владельцев акций реализуемая компанией дивидендная политика являлась, как минимум, непрозрачной и крайне слабо прогнозируемой). Нередко интуитивная выплата дивидендов приводила к тому, что компании использовали свои финансовые ресурсы крайне неэффективно (например, неоправданно щедрые дивидендные выплаты в конечном итоге приводили к росту чистого долга компаний).

Несостоятельность спонтанного подхода к практической реализации дивидендной политики стала очевидной в 1998 г.: в кризис практически все компании, проводившие произвольную дивидендную политику и не успевшие быстро отреагировать на изменение общей экономической ситуации, столкнулись с серьезными финансовыми трудностями, которые так и не удалось преодолеть. Типичный алгоритм финансового краха компаний, проводивших интуитивную выплату дивидендов, выглядел следующим образом: выплата беспрецедентно больших дивидендов по инициативе собственника компании, как следствие, быстрый рост долговой нагрузки и вполне закономерное банкротство в условиях одновременного сжатия платежеспособного спроса и усложнения доступа к финансированию.

Важность проведения обоснованной и последовательной дивидендной политики стала осознаваться российскими компаниями в первой половине 2000-х гг., причем на протяжении долгого времени обоснованность подобной политики интерпретировалась как ее достаточно жесткая привязка к финансовым результатам компании, полученным за конкретный период времени (как правило - за год), т.е. процесс принятия решений в области дивидендных выплат стал интерпретироваться с позиции удовлетворения финансовых потребностей самой компании, а не потребностей ее мажоритарных акционеров.

Быстрое увеличение числа российских публичных компаний способствовало повышению уровня формализации политики компаний в области распределения прибыли в целом и дивидендной политики в частности.

В значительной мере «эффект формализации» практики дивидендных выплат был обусловлен спецификой самих публичных компаний. Как правило, в

научных исследованиях (как российских, так и зарубежных) публичной признается компания, акции которой без ограничений обращаются (или, как минимум, могут обращаться) на рынке ценных бумаг. Соответственно, в качестве ключевого критерия, позволяющего однозначно разграничить публичные и непубличные компании, рассматривается сама возможность свободного обращения их акций, при этом в подавляющем большинстве случаев исследователями не налагается дополнительных ограничений (в частности, акции могут обращаться на биржевом или внебиржевом рынке, в национальной юрисдикции или в зарубежной, на одной фондовой бирже или на нескольких и т.д.). По сути, принципиальное значение при экономической интерпретации данного термина имеет то, что любой заинтересованный инвестор имеет возможность приобрести акции публичной компании в рамках определенной стандартизированной процедуры.

С позиции формирования дивидендной политики российских публичных компаний общедоступность их акций приводит к следующему:

1) структура собственности публичных компаний значительно отличается от структуры собственности непубличных компаний: для первых характерно наличие большого количества миноритарных акционеров, каждый из которых по отдельности владеет совсем не большим количеством акций;

2) структура собственности публичных компаний подвергается частым изменениям, которые затрагивают преимущественно миноритарных акционеров;

3) изменение структуры собственности публичных компаний происходит достаточно быстро;

4) при некоторых корпоративных действиях у публичных компаний возникают определенные обязательства перед миноритарными акционерами, причем нередко закрепленные на законодательном уровне;

5) публичные компании регулярно раскрывают значительно больший объем информации о своей деятельности, чем непубличные компании, причем подобная информационная открытость в значительной степени нацелена на защиту

интересов миноритарных акционеров (данные особенности публичных компаний представлены на рисунке 1.1).



Рисунок 1.1 - Особенности публичных компаний с позиции формирования их дивидендной политики

Таким образом, дивидендная политика публичных компаний, в том числе и российских, формируется с учетом инвестиционных предпочтений не только мажоритарных, но и миноритарных акционеров (для непубличных же компаний характерно отсутствие миноритарных акционеров, а при их наличии - игнорирование их инвестиционных предпочтений). Соответственно, публичные компании априори должны осуществлять формирование дивидендной политики, ориентируясь на достижение сразу двух стратегических целей: с одной стороны, дивидендная политика должна органично вписываться в общую финансовую политику, реализуемую отдельно взятой компанией, а с другой стороны, первая должна принимать во внимание интересы всех категорий акционеров. Примечательно, что дивидендная политика российских публичных компаний должна учитывать не только интересы существующих акционеров, но и потенциальных, т.е. участников финансового рынка, формирующих портфели дивидендных акций.

С точки же зрения инвесторов, одним из ключевых факторов, определяющих инвестиционную привлекательность акций публичных компаний, выступает предсказуемость (прогнозируемость) дивидендных выплат, позволяющая с достаточно высокой точностью оценивать их предполагаемый размер (проще говоря, инвесторы априори заинтересованы в документальном закреплении основных подходов к распределению прибыли компаний).

Именно 2000-е гг. являются периодом внедрения и широкого распространения в деловом обороте самого термина «дивидендная политика», однако вплоть до текущего момента целый ряд теоретических и методических вопросов, связанных с процессом формирования дивидендной политики российских публичных компаний, исследуемых в контексте их общей финансовой политики, требуют дальнейшей научной проработки, прежде всего, по причине одновременного существования множества разнообразных научных взглядов по данной проблематике, нередко являющихся довольно противоречивыми, а в некоторых случаях - и антагонистичными друг другу.

В значительной мере множественность научных взглядов объясняется ситуацией, сложившейся в рамках применяемой нормативно-правовой базы. Под дивидендом (дивидендами) в Налоговом кодексе РФ «признается любой доход, полученный акционером... от организации при распределении прибыли, остающейся после налогообложения... по принадлежащим акционеру... акциям... пропорционально долям акционеров... в уставном... капитале этой организации» [92].

Более подробно условия осуществления дивидендных выплат определяются в Федеральном законе «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ, в котором, в частности, прямо указывается: «источником выплаты дивидендов является прибыль общества после налогообложения (чистая прибыль общества)» [92].

На законодательном уровне определено, что дивидендные выплаты производятся «деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, - иным имуществом» [92]. Поименованного, в рамках действующего законодательства

установлены требования к процедуре закрытия реестра и к определению предельного размера дивидендных выплат, а также предусмотрены ограничения по объявлению и фактическому осуществлению дивидендных выплат, распространяющиеся, в частности, и на публичные компании.

Помимо всего перечисленного выше, в российском законодательстве предусматривается ряд ограничений на очередность осуществления дивидендных выплат по отдельным типам акций, а также имеются ограничения на выплату уже объявленных компанией дивидендов.

Таким образом, в национальном законодательстве существует концептуальное противоречие: с одной стороны, право на получение дивидендов считается базовым правом каждого акционера, а с другой стороны, в условиях введения жестких законодательных ограничений, касающихся дивидендных выплат, в нем отсутствует терминологическая определенность даже в отношении основополагающих дефиниций, и прежде всего самого термина «дивидендная политика».

Примечательно, что в работах зарубежных исследователей практически не ведется серьезных научных дискуссий, касающихся понимания сущности дивидендной политики а сама она рассматривается с предельно прагматичной точки зрения, в соответствии с которой дивидендная политика трактуется в рамках общей политики распределения доходов (или, корректнее, - прибыли) компании как политика, непосредственно касающаяся выплаты дивидендов (такой подход к ее пониманию имеет место в научных работах С. Бхаттачарии [156, с.259-270], Э. Литценбергера, К. Рамасвами [190, с. 429-444], Ю. Бригхема, Л. Гапенски, Г. де Анжелло, Л. де Анжелло, Р. Стулза [165, с. 227-254], Д. Дениса, И. Особова [167, с. 62-82], Р. Брейли, С. Майерса [25, с. 218-231], А. Мишры, Р. Ратти [196, с. 218-231]).

Как нам представляется, наличие некоего общего, концептуального подхода к пониманию сущности дивидендной политики в иностранной научной литературе и его отсутствие в трудах отечественных ученых в значительной степени обусловлены кардинальными различиями в уровне дивидендной культуры в

нашей стране и за рубежом. Дело в том, что в России и публичные компании, осуществляющие выплату дивидендов, и сам рынок ценных бумаг возникли, по мировым стандартам, совсем недавно (немногим более 20 лет назад), поэтому можно говорить о том, что дивидендная политика отечественных компаний все еще продолжает формироваться, в то время как на зарубежных рынках она уже сложилась или, как минимум, является намного более зрелой. При этом в нашей стране формирование дивидендной политики происходило в достаточно сложных для компаний условиях, среди которых нужно особо отметить постоянные трансформации действующего законодательства и чрезвычайно высокую изменчивость условий ведения бизнеса.

Ограниченная применимость результатов научных исследований зарубежных специалистов на российском фондовом рынке во многом объясняется ограниченным уровнем его интегрированности в глобальный финансовый рынок. Фактически отечественный рынок акций представляет интерес лишь для наиболее толерантных к риску иностранных инвесторов, ориентирующихся на краткосрочное спекулятивное вложение капитала, а остальные категории инвесторов крайне неохотно приходят на национальный фондовый рынок из-за присущих ему рисков.

Что же касается российских инвесторов, то они рассматривают акции, обращающиеся на зарубежных рынках, в первую очередь как актив, номинированный в иностранной валюте, и лишь во вторую очередь - с позиции получения дивидендов. Кроме того, в силу значительной разницы в уровне процентных ставок на зарубежных рынках и в России, с точки зрения российских инвесторов, дивидендная доходность акций, обращающихся на зарубежных рынках, совсем не велика (порядка 2-3% годовых).

Иными словами, и зарубежные, и российские инвесторы предпочитают совершать операции на понятных для себя рынках, т.е. можно говорить о существовании определенной инвестиционной специализации, приводящей к тому, что инвесторы, работающие с дивидендными акциями на международных рынках, практически не пересекаются с инвесторами, отдающими предпочтение

работе с аналогичными финансовыми инструментами на российском рынке. Таким образом, следует признать ограниченную применимость зарубежного опыта в данной области в реалиях российской экономики.

Возвращаясь к трудам отечественных специалистов, нужно заметить, что для них характерны попытки сущностной конкретизации понятия «дивидендная политика». Так, исследованием данной проблематики занимались: О.Е. Алехина, Т.В. Репетун, А.В. Якунина, трактующие дивидендную политику как определенную последовательность шагов (действий), предпринимаемых эмитентом при распределении прибыли [11, с. 64]; Ю.В. Семернина, понимающая под дивидендной политикой российских публичных компаний специальный порядок принятия решений о выплате дивидендов [119, с. 30]; И.А. Бланк, полагающий, что дивидендная политика является структурной составляющей финансовой стратегии и, соответственно, финансовой политики публичной компании [19, с.504]; И.Я. Лукасевич, трактующий дивидендную политику как инструмент, позволяющий добиться роста благосостояния собственников [60, с. 718-719]; А.Е. Шамин, О.А. Фролова и О.А. Зубенкова, интерпретирующие такую политику как механизм, позволяющий определить часть чистой прибыли, направляемой на дивидендные выплаты [144, с. 161-162]; Н.Я. Синицкая, в целом считающая дивидендную политику обязательством публичной компании перед акционерами [119, с. 155-156]; Н.С. Пласкова, по мнению которой дивидендная политика должна восприниматься как «элемент корпоративной культуры» [108].

Мы считаем, что приведенные выше научные позиции не учитывают ряда принципиально важных терминологических нюансов.

Во-первых, дивидендная политика иногда трактуется как некая производная часть финансовой политики, т.е. первоначально компания определяет свою потребность в финансовых ресурсах, необходимых для осуществления операционной и инвестиционной деятельности, а потом - по остаточному принципу - устанавливается величина дивидендных выплат. Таким образом, можно говорить о формировании «остаточного» подхода к ее интерпретации, при котором размер дивидендных выплат, даже при существовании определенных

«дивидендных правил», определяется в рамках простой функциональной зависимости, которая может быть выражена как разница между общим объемом финансовых ресурсов, находящихся в распоряжении компании-эмитента, и текущей потребностью в них¹.

Указанный научный подход постулирует вторичность дивидендной политики в отечественных компаниях, что отнюдь не всегда соответствует действительности: в частности, распространенной рыночной практикой является финансирование развивающихся бизнесов за счет зрелых бизнесов, в том числе и посредством дивидендных выплат. Мало того, не исключено установление фиксированных дивидендов по акциям, т.е. и в этом случае выплата дивидендов для компании выступает первоочередной задачей, а все ее прочие финансовые потребности уходят на второй план. Соответственно, можно утверждать, что не вполне корректен общий тезис о производном характере дивидендной политики в отечественных компаниях.

Еще одним важным нюансом служит то, что возможности компаний, в том числе и публичных, по распределению прибыли среди акционеров не ограничиваются исключительно дивидендными выплатами. Как минимум, в пределах существующего правового поля российские компании могут проводить обратный выкуп акций, причем наиболее привлекателен он именно для публичных компаний. В общем случае суть данной процедуры сводится к тому, что публичная компания, выкупив на свободном рынке определенное количество своих акций, впоследствии погашает их, что позитивно сказывается на ее рыночной капитализации, т.е. происходит своеобразное замещение доходов - вместо дивидендных выплат владелец акций получает прирост рыночной стоимости акций.

Интересно, что в отечественной финансовой литературе зачастую постулируется некая уникальность дивидендных выплат. Преобладание подобной точки зрения в значительной степени связано с тем, что выплата дивидендов

¹ В данном случае под текущей потребностью понимается совокупность необходимых операционных и инвестиционных затрат.

является намного более распространенной в российских экономических реалиях, в то время как обратный выкуп акций проводится отечественными компаниями значительно реже.

Во-вторых, многие ученые не уделяют должного внимания системности дивидендной политики российских публичных компаний, проявляющейся в сохранении общего подхода к определению величины дивидендных выплат в течение продолжительного периода времени, т.е. участники рынка должны четко и однозначно понимать логику, которой руководствуется компания при проведении дивидендной политики. Наличие подобной логики отнюдь не означает, что с течением времени дивидендная политика не будет подвергаться определенным корректировкам, которые потенциально могут приводить как к увеличению, так и к уменьшению общего размера дивидендов.

Стоит отметить, что возможность отказа компании от дивидендных выплат на какой-то период времени совершенно не противоречит идее системности дивидендной политики. Дивидендная политика должна способствовать оптимальному использованию имеющихся в распоряжении компании финансовых ресурсов и, конечно же, не должна приводить к нарушению ее финансовой устойчивости. Следовательно, в ряде случаев компания вполне может отказаться от выплаты дивидендов на некоторый период времени, направляя финансовые ресурсы на другие цели, но при этом инвесторы должны понимать причины, по которым компания отказалась от дивидендных выплат, а также должны представлять продолжительность предполагаемого периода отказа от них.

В-третьих, в специализированных исследованиях, касающихся дивидендной политики отечественных публичных компаний, нередко не акцентируется внимание на степени ее формализации. Дело в том, что и в международной, и в отечественной практике дивидендная политика компаний может быть двух видов. В их числе:

- 1) формализованная дивидендная политика, официально закрепленная в утвержденных корпоративных документах компании (обязательство компании);

2) неформализованная дивидендная политика, которая может быть достаточно подробно описана и представлена в виде отдельного документа, но при этом она не имеет соответствующего юридического статуса (обещание компании).

В действительности, фактический уровень формализации дивидендной политики каждой отдельно взятой публичной компании представляет собой некий достигнутый консенсус между интересами самой компании как субъекта экономической деятельности и интересами инвесторов. Эти интересы по объективным причинам находятся в состоянии вечного противоречия друг другу, так как в общем случае любая публичная компания заинтересована в минимальном уровне формализации собственной дивидендной политики, а инвесторы, напротив, - в максимально возможном уровне ее формализации. Принципиальная разница в предпочтениях, касающихся уровня формализации дивидендной политики, обусловлена тем, что каждая из сторон складывающихся экономических отношений имеет диаметрально противоположные экономические интересы: публичная компания заинтересована в максимально высоком уровне гибкости проводимой дивидендной политики, находящей свое отражение в вариативности размера дивидендных выплат в зависимости от складывающихся экономических условий, в том числе и в возможности полного отказа от них, а инвесторы, приобретающие ее акции, заинтересованы в определенной фиксации дивидендных выплат, что изначально предполагает четкую алгоритмизацию дивидендных выплат. Кроме того, при неформализованной дивидендной политике при возникновении споров между владельцами акций и компанией-эмитентом относительно размера дивидендов у инвесторов фактически отсутствуют юридические основания для отстаивания своей позиции в судебном порядке.

В-четвертых, в перечисленных ранее определениях предполагается, что дивидендная политика отечественных публичных компаний ориентирована преимущественно на обыкновенные акции, а привилегированные акции считаются акциями с заранее определенными дивидендами. Интересно, что

данная научная позиция четко прослеживается в работах как отечественных ученых, так и их зарубежных коллег (в частности, такой подход имеет место в трудах М. Миллера, Ф. Модильяни [194, с. 411-433], М. Бреннана [159, с. 417-427], Ф. Истербрука [169, с.650-659], Ю. Фамы, К. Френча [173, с. 3-43]).

Мы считаем, что подобная позиция является ошибочной в отношении российского рынка акций, так как в нашей стране распространена выплата в виде дивидендов строго фиксированной суммы (в расчете на 1 акцию), а происходит распределение между акционерами части чистой прибыли.

В-пятых, в представленных трактовках дивидендной политики практически не поясняется ее внутреннее содержание. По нашему мнению, дивидендная политика должна однозначно определять порядок и условия выплаты дивидендов, причем в данном случае под порядком их выплаты подразумевается последовательность любых действий компании, связанных с осуществлением этих выплат (по сути, порядок дивидендных выплат позволяет инвесторам ответить на три чрезвычайно важных вопроса: что делает компания при выплате дивидендов, в какой последовательности и когда осуществляются эти действия), а под условиями дивидендных выплат мы предлагаем понимать обязательные обстоятельства, определяющие целесообразность дивидендных выплат и их величину (соответственно, условия дивидендных выплат дают участникам рынка ответы еще на три важных вопроса: как компания-эмитент определяет целесообразность осуществления дивидендных выплат, что является базой для выплаты дивидендов, каков алгоритм определения величины дивидендных выплат). Иными словами, если рассматривать данный вопрос предельно обобщенно и в какой-то мере упрощенно, то порядок дивидендных выплат объединяет качественные параметры дивидендной политики (что и когда?), а их условия - ее количественные параметры (сколько?) (рисунок 1.2).



Рисунок 1.2 - Содержание дивидендной политики

Порядок и условия выплаты дивидендов не должны быть чрезмерно детализированными: их основная задача заключается в четком определении единых правил игры как для инвесторов, так и для компании-эмитента. Вместе с тем, порядок и условия осуществления дивидендных выплат не должны быть слишком общими: ознакомившись с ними, инвестор должен четко понимать стратегические намерения компании-эмитента касательно дивидендных выплат и общий алгоритм определения их величины, категорически не допуская при этом множественных толкований.

Таким образом, дивидендная политика компании представляет собой направление ее общей финансовой политики, характеризующейся высоким уровнем самостоятельности, в пределах которой формализованно и системно определяются условия и порядок дивидендных выплат по всем типам обращающихся акций.

1.2 Основные параметры дивидендной политики

Мы считаем, что, рассмотрев сущность дивидендной политики, логично перейти к исследованию ее ключевых параметров. В специализированной научной литературе данный вопрос, несмотря на чрезвычайно продолжительную историю его анализа, по-прежнему остается недостаточно изученным. Во многом это объясняется одновременным существованием нескольких различных «дивидендных» теорий, значительно отличающихся друг от друга. Их принципиальное отличие состоит в различном понимании ее значения для публичной компании (к примеру, Б. Грэхем и Д. Додд полагают [34], что важнейшей целью существования публичной компании выступает выплата дивидендов, а М. Миллер и Ф. Модильяни считают, что дивидендные выплаты не влияют на ее стоимость [66]).

В научной среде отсутствует единая консолидированная позиция относительно мотивов осуществления публичными компаниями дивидендных выплат в рамках проводимой ими общей финансовой политики. Так, в рамках концепции сигнальной теории дивидендных выплат они интерпретируются как определенный информационный сигнал, подаваемый рынку и дающий возможность инвесторам сделать вывод о дальнейших перспективах публичной компании; в поведенческой теории они объясняются существующими предпочтениями акционеров публичной компании; в «налоговой теории» осуществление дивидендных выплат считается приоритетным с точки зрения «налоговой экономии», так как в большинстве стран дивиденды облагаются налогами по льготным ставкам; в логике агентской теории дивиденды рассматриваются как инструмент, дающий возможность «поднять» эффективность бизнеса публичной компании, потому что при уменьшении денежного потока на размер дивидендных выплат руководство компании будет вынуждено отдавать предпочтение реализации самых эффективных проектов.

Следовательно, вплоть до настоящего времени в научном сообществе исследование параметров дивидендной политики отечественных публичных компаний проводится крайне ограниченно: к сожалению, данная проблематика попадает в область научных интересов малого числа экономистов, считающих, что она имеет огромное значение для отечественных компаний, однако не превращающих дивидендные выплаты в безусловную догму. При этом специалисты в данной области признают, что она может быть достаточно четко описана (в разное время данная научная идея находила свое отражение в работах Ф. Блэка, М. Шоулза [158, с.1-22], М. Миллера, К. Рока [195, с. 1031-1051], Д. Грулона, Р. Михаэли, В. Свамнатхана [175, с. 387-442], В. Айвазяна, Л.Бута, С. Клири [149, с. 371-387], Дж. Брауна, Н. Лэнга, С. Вейбенера [160, с. 1935-1956], Г. Ишикавы [180, с. 39-60], О. Аль-Ансари, Т. Гома [170, с. 72-80], М. Кливленда [163, с. 1-18]).

Для специалистов-практиков проблема описания дивидендной политики компаний является весьма актуальной, однако традиционно исследование параметров дивидендных политик проводится «в закрытом режиме», т.е. оно ограничивается «внутренними» разработками, которые почти никогда не систематизируются и, чаще всего, не публикуются.

Во многих аналитических отчетах, периодически подготавливаемых специалистами инвестиционных компаний и банков, указывается лишь размер фактических дивидендных выплат на 1 акцию или ожидаемый размер дивидендов. Почти во всех таких отчетах основное внимание уделяется акциям, которые отличаются достаточно высоким уровнем дивидендных выплат, а аналитическое «покрытие» всего «оставшегося» национального рынка акций производится редко. В качестве примеров подобных отчетов можно привести аналитический отчет «Дивиденды 2014: предварительный прогноз», подготовленный ООО «Инвестиционная фирма «ОЛМА», или отчет «Дивиденды 2014», подготовленный ЗАО «Инвестиционная компания «ЭНЕРГОКАПИТАЛ», в которых специалисты инвестиционных компаний фактически ограничиваются указанием ожидаемого размера дивидендов по каждому типу акций (в рублях) и

ожидаемой дивидендной доходности (в процентах) - с учетом и без учета промежуточных дивидендных выплат [41].

В итоге создается очень интересная ситуация: в условиях существования некоторого количества «кулуарных» прикладных исследований в области дивидендной политики, публичные научные разработки отличаются сегментарностью. При этом во многих научных работах, затрагивающих подобные вопросы, ее основные параметры полностью игнорируются.

Однако в некоторых научных работах можно найти отдельные упоминания о ее ключевых параметрах.

Как полагает Ю.В. Семернина, существенным параметром дивидендной политики выступает ее тип (разновидность), в соответствии с которым она подразделяется на:

- 1) консервативную;
- 2) умеренную;
- 3) агрессивную [119, с. 45-46].

Мы считаем, что понимание ее типа в качестве одного из важнейших параметров дивидендной политики имеет под собой четкое экономическое обоснование, так как фактически именно он позволяет охарактеризовать распределение чистой прибыли публичной компании.

Мы полагаем необходимым дополнительно выделить два ее типа - политику минимальных (или близких к нулевым) дивидендов и сверхагрессивную (беспрецедентно щедрую) дивидендную политику.

Политика минимальных (близких к нулевым) дивидендов заключается в выплате по акциям минимально допустимых дивидендных выплат или полном отказе от них. Она проводится публичными компаниями:

- 1) при реализации капиталоемкого инвестиционного проекта, требующего больших финансовых ресурсов (практически полный отказ от дивидендных выплат по акциям дает возможность уменьшить объем используемого заемного капитала);
- 2) при наличии у компании большого объема долга;

3) в случае заинтересованности одного из контролирующих акционеров в минимизации количества голосующих акций;

4) при наращивании своего пакета акций одним из акционеров публичной компании и пр.

Сверхагрессивная (беспрецедентно щедрая) дивидендная политика предусматривает выплату владельцам акций всей чистой прибыли, генерируемой публичной компанией в процессе осуществления основной деятельности, а также нераспределенной прибыли прошлых лет, т.е. данная дивидендная политика ориентирована на достижение максимальной дивидендной доходности.

Чаще всего политика беспрецедентно щедрых дивидендных выплат осуществляется в интересах кого-то из контролирующих акционеров, остро нуждающегося в дополнительных финансовых ресурсах. Эта ситуация может иметь место по разным причинам, но обычно такая дивидендная политика проводится или после сложных по своей структуре сделок по объединению компаний, или для обеспечения финансирования других проектов контролирующего акционера.

Непосредственно же вариант реализации дивидендной политики, как нам представляется, не может рассматриваться в качестве одного из ее основных параметров, хотя бы потому, что в таком качестве он обладает крайне высокой вариативностью и, что принципиально важно, в традиционном понимании он не всегда позволяет дать содержательную характеристику дивидендной политике, реализуемой публичной компанией.

Например, являясь одной из самых простых, политика фиксированной величины дивидендных выплат, предполагающая «постоянство» суммы, распределяемой среди акционеров, в действительности приводит к реализации совершенно разных ее типов. Так, если абсолютная сумма, периодически (ежегодно) направляемая на дивидендные выплаты, будет равна 50 000 000 руб., то тип реализуемой дивидендной политики все равно будет варьировать от консервативной (при чистой прибыли публичной компании в размере 500 000 000 руб. удельный вес дивидендных выплат будет равен 10%) до сверхагрессивной

(при значении данного показателя в размере 40 000 000 руб. - 125%). По этой причине мы считаем логичным отказ от использования определенного варианта ее реализации как одного из базовых параметров дивидендной политики (нам представляется, что логичнее исследовать подобные варианты как инструмент ее реализации).

Как считает И.А. Дарушин, большое значение при ее реализации приобретает характер дивидендных выплат, по которому все акции публичных компаний можно разделить на акции с постоянными (или фиксированными) дивидендами (размер дивиденда четко определен, поэтому он не может варьировать при изменении условий ведения бизнеса) и акции с переменными (или плавающими) дивидендами (в данном случае зафиксированы лишь самые общие подходы к проведению дивидендных выплат, но сама величина дивиденда подвержена значительным колебаниям и непосредственно зависит от чистой прибыли, полученной публичной компанией) [34].

По мнению А.С. Гребенкина, в отношении акций с переменными дивидендными выплатами целесообразно выделять долю (она же - удельный вес или процент) чистой прибыли, которая подлежит распределению среди владельцев акций. Одновременно исследователь указывает, что в процессе формирования отечественного рынка акций отмечается ее «постепенное» увеличение [32].

Еще один базовый параметр политики дивидендных выплат публичных компаний предлагает выделять Г.Б. Поляк, учитывая, собственно, форму дивидендных выплат и подразделяя их на:

- а) дивиденды, выплачиваемые деньгами;
- б) дивиденды, выплачиваемые акциями [135, с. 152].

Обращая внимание на тот же самый параметр, Э. Фаербер считает возможным выделять несколько большее число возможных форм дивидендных выплат, дополнительно рассматривая дивидендные выплаты иным имуществом и особые дивидендные выплаты (дополнительное распределение акций, их обмен, дополнительные дивиденды и пр.) [129, с.27-32].

Как мы считаем, каждая из рассматриваемых позиций имеет свои недостатки: к примеру, Г.Б. Поляк игнорирует саму возможность осуществления дивидендных выплат иным имуществом, помимо денег и акций, в то время как Э. Фаербер не достаточно обосновывает «специальные случаи» дивидендных выплат. В российской практике дивидендные выплаты иным имуществом крупных публичных компаниях широкого распространения не приобрела, прежде всего, по причине банального отсутствия у компаний-эмитентов такого имущества в необходимом объеме, а на зарубежных фондовых рынках данная форма дивидендных выплат периодически применяется.

Касательно особых случаев дивидендных выплат нужно отметить, что такие дивиденды также выплачиваются денежными средствами, акциями самой компании или иным имуществом. Мы думаем, что принципиальным отличием особых дивидендов от обычных является не форма их выплаты, а степень их прогнозируемости в рамках реализуемой дивидендной политики (адекватно спрогнозировать величину и сроки выплаты особых дивидендов чрезвычайно сложно). Следовательно, мы предлагаем рассматривать три возможные формы дивидендных выплат: денежными средствами, акциями самой компании и иным имуществом.

В качестве еще одного параметра дивидендной политики публичных компаний В.В. Ковалев выделяет периодичность дивидендных выплат, подчеркивая, что на локальном (страновом) уровне этот параметр, как правило, регламентируется на законодательном уровне [48, с. 232].

Примечательно, что в экономически развитых странах преобладает ежеквартальная выплата дивидендов в то время как в России многие компании на протяжении длительного периода времени предпочитали (и по-прежнему предпочитают) выплачивать дивиденды один раз в год. По этой причине в прикладных исследованиях российские компании нередко разбиваются на две большие группы: на компании, выплачивающие промежуточные дивиденды, и компании, не выплачивающие промежуточных дивидендов, т.е. производящие дивидендные выплаты один раз в год.

На наш взгляд, с точки зрения периодичности выплаты дивидендов более обоснованным является деление видов дивидендной политики на предусматривающие и не предусматривающие выплат промежуточных дивидендов. Целесообразность подобного подхода объясняется тем, что в отечественной практике системность выплаты промежуточных дивидендов является скорее исключением, чем правилом. Косвенным подтверждением этого утверждения выступает тот факт, что на текущий момент ни одна из крупнейших отечественных компаний, вне зависимости от их отраслевой принадлежности, не зафиксировала в своих нормативных документах обязанности выплачивать промежуточные дивиденды².

Как полагают И.В. Иванов и В.В. Баранов, важным параметром дивидендной политики компании выступают применяемые стандарты финансовой (бухгалтерской) отчетности [44, с. 64-65]. В зависимости от выбранного стандарта финансовой отчетности будет изменяться и финансовая база, являющаяся основой для определения величины дивидендов. В нашей стране наиболее часто используемыми для формирования дивидендной политики стандартами отчетности являются российские стандарты бухгалтерского учета (далее - РСБУ) и международные стандарты финансовой отчетности (далее - МСФО), причем различия между этими стандартами могут быть довольно существенными.

По мнению С. Горшковой, указанные особенности обусловлены историческим характером развития российской экономики: «Основные различия между МСФО и РСБУ обусловлены исторически сложившимися целями использования информации, содержащейся в финансовой отчетности. Конечными пользователями финансовой информации, составленной в соответствии с международными стандартами, в первую очередь являются потенциальные и существующие инвесторы, а также финансовые институты. Составление российской финансовой отчетности, прежде всего, преследует фискальные цели,

² Как правило, отечественные компании предпочитают фиксировать в нормативных документах, касающихся дивидендной политики, «возможность» выплаты таких дивидендов или «право» на их выплату.

данная информация необходима налоговым органам и органам государственного управления и статистики. В связи с этим принципы составления финансовой отчетности по международным и российским стандартам развивались в разных направлениях» [33].

Проиллюстрировать важность отмеченных различий можно на следующем гипотетическом примере. Предположим, что у компании есть только обыкновенные акции (в общей сложности в обращении находится 10 000 000 акций), по которым в виде дивидендов ежегодно распределяется 10% чистой прибыли. По итогам календарного года прибыль компании по РСБУ составила 100 млн руб., а по МСФО - 120 млн руб. Соответственно, при абсолютно идентичных прочих условиях размер дивидендов в расчете на 1 акцию будет отличаться на 20% в зависимости от выбранного для реализации дивидендной политики стандарта финансовой отчетности: если ориентироваться на РСБУ, то размер дивидендов составит 10 руб. на акцию, а по МСФО - 12 руб. на акцию.

По нашему мнению, дополнительно к уже описанным ранее параметрам дивидендной политики необходимо выделить еще несколько существенных параметров.

Во-первых, в качестве очень важного параметра дивидендной политики следует выделить степень ее адаптивности, в соответствии с чем можно выделить детерминированную и адаптивную дивидендную политику.

Мы убеждены в том, что адаптивность дивидендной политики определяет ее равномерность в изменяющихся рыночных условиях. От этого параметра зависит, как при изменении ситуации поведет себя компания, т.е. насколько жесткими являются принятые ею на себя обязательства по выплате дивидендов.

Детерминированная дивидендная политика предполагает, что обязательства по выплате дивидендов обладают безусловным приоритетом для компании, т.е. вне зависимости от складывающихся условий компания оставит неизменным общий алгоритм определения общей величины дивидендов. Типичным примером детерминированной дивидендной политики является политика,

сформулированная следующим образом: на выплату дивидендов направляется 30% чистой прибыли компании.

Детерминированная дивидендная политика отнюдь не эквивалентна фиксированному размеру дивидендов в расчете на 1 акцию, так как она подразумевает наличие и четкое соблюдение на практике единого подхода к осуществлению дивидендных выплат, допуская вариативность полученного компанией финансового результата.

В отличие от детерминированной, адаптивная дивидендная политика допускает изменение общего подхода к определению величины дивидендов, причем подобное изменение может быть весьма существенным, однако при этом соблюдается общий принцип: изменение дивидендной политики происходит в направлении изменения внешних условий (так, адаптивная дивидендная политика может звучать следующим образом: на дивидендные выплаты может направляться от 10 до 30% прибыли компании).

Адаптивная политика является более гибкой по сравнению с детерминированной и при необходимости позволяет компаниям экономить на дивидендных выплатах, однако, с точки зрения инвесторов, акции таких компаний отличаются намного меньшим уровнем предсказуемости дивидендных выплат и, соответственно, более низким уровнем инвестиционной привлекательности.

Во-вторых, существенным параметром дивидендной политики мы считаем степень ее нормализации.

Необходимость выделения данного параметра обусловлена тем, что в деятельности любой компании имеют место так называемые единовременные доходы и расходы, которые могут быть как реальными (полученными по фактически завершенным хозяйственным операциям), так и «бумажными» (обычно полученными в результате переоценки).

Существует два основных подхода к учету возникающих отклонений в рамках дивидендной политики. Первый подход предполагает, что база для выплаты дивидендов должна учитывать все единовременные доходы и расходы,

т.е. она принципиально не должна нормализоваться. Применение такого подхода на практике приводит к тому, что дивидендные выплаты будут характеризоваться высоким уровнем волатильности, причем в отдельные периоды дивидендные выплаты могут вообще не осуществляться. Второй подход, напротив, подразумевает необходимость нормализации базы выплаты дивидендов путем исключения из нее всех единовременных доходов и расходов. Следует отметить, что отличие между «естественным» и «нормализованным» подходами к выплате дивидендов имеет концептуальный характер: фактически первый подход предполагает, что акционеры имеют право на участие в доходах от всей деятельности компании, а второй исходит из предположения о том, что дивиденды должны выплачиваться с доходов от основного бизнеса компании.

Весьма примечательно, что в России нормализация базы дивидендных выплат получила чрезвычайно широкое распространение, причем во многом это было вызвано желанием компаний нивелировать влияние «бумажных» прибылей и убытков.

В-третьих, мы предлагаем выделить такой параметр дивидендной политики, как инициатива ее формирования. В принципе на формирование дивидендной политики компании могут оказывать влияние либо ее акционеры, либо менеджмент, причем на практике степень их участия в этом процессе может кардинальным образом отличаться.

Как нам представляется, в общем случае подход к формированию дивидендной политики компании определяется структурой ее собственников. По большому счету, в международной практике выделяются два основных вида структуры собственности компаний, которые можно условно назвать «концентрированным» и «распыленным».

При «концентрированном» формировании структуры собственности компаний всегда присутствует мажоритарный акционер (или акционеры), консолидировавший значительный пакет акций и имеющий возможность определять дивидендную политику компании. Для отечественной практики

концентрированная структура собственности компаний, в том числе и публичных, является типичной.

При «распыленной» структуре собственности акциями компании владеет большое число частных и институциональных инвесторов, причем по отдельности каждому из них принадлежит доля менее блокирующего пакета (подобная структура собственности публичных компаний чрезвычайно распространена в США и Европе). В компаниях с «распыленной» структурой собственности влияние их менеджмента на формирование дивидендной политики значительно выше: по сути, именно топ-менеджмент предлагает, а впоследствии и реализует на практике концепцию дивидендной политики, а акционеры лишь одобряют ее.

Подводя итог всему сказанному выше, помимо описанных в научной литературе параметров дивидендной политики, мы предлагаем дополнительно выделять ее следующие основные параметры:

- 1) степень (уровень) адаптивности (детерминированная или адаптивная политика);
- 2) степень (уровень) нормализации (политика, не предусматривающая нормализации базы выплаты дивидендов; политика, предусматривающая нормализацию базы дивидендных выплат);
- 3) преобладающая инициатива формирования (дивидендная политика, формируемая менеджментом или акционерами).

1.3 Факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики российских компаний

Мы думаем, что, определив основные (базовые) параметры дивидендной политики, реализуемой российскими публичными компаниями, необходимо систематизировать и критически осмыслить те факторы, которые оказывают существенное влияние на процесс ее формирования. Актуальность данной теоретической проблемы обусловлена тем, что в последнее время национальные компании, в частности, публичные, столкнулись с существенным ухудшением условий ведения бизнеса, что в значительной степени объясняется скатыванием национальной экономики в состояние рецессии.

Неблагоприятные изменения, произошедшие во внешней для российских публичных компаний среде, делают чрезвычайно актуальным вопрос выделения и обоснованной систематизации факторов, влияющих на процесс формирования политики дивидендных выплат. При этом в отечественной научной литературе преобладающим является несколько иной подход к рассмотрению данной проблематики: традиционно российские ученые предпочитают анализировать факторы, влияющие (прямо или опосредованно) на политику дивидендных выплат публичных компаний. По нашему мнению, необходимо констатировать формальность доминирующего подхода, потому что в реальности из огромного числа выделяемых факторов существенная их часть может оказаться не значимой.

Вместе с тем, в ряде работ используется ограничительный подход, при котором исследователи выявляют не конкретные объективные факторы, а некие «дивидендные ограничения», существование которых оказывает влияние на проводимую политику дивидендных выплат, причем зачастую суть таких ограничений детально не рассматривается.

Как считают А.Н. Асаул, Р.А. Фалтинский, Н.А. Пономарева и М.П. Войнаренко, на формирование дивидендной политики публичных компаний

серьезное влияние оказывают ограничения различного характера, в частности: правовые, контрактные, рекламно-финансовые, связанные с увеличением масштабов производства, обусловленные ограниченным уровне ликвидности, объясняющиеся интересами акционеров [57].

Зачастую научные публикации по данной проблематике совершенно не принимают во внимание тех изменений, которые в последнее время имели место в отечественной экономике в общем и на фондовом рынке в частности, что объективно понижает уровень представительности выделяемого ими набора факторов.

Анализируя данную проблематику, Т.В. Филатова и П.Н. Брусов предлагают рассматривать: «факторы, определяющие выбор политики дивидендных выплат», относя к ним ограничения юридического характера; инвестиционные возможности компании; наличие у компании свободных финансовых ресурсов; доступность альтернативных источников финансирования; текущий уровень налоговых ставок; предпочтения акционеров, касающиеся выплаты дивидендов и т.д. [27].

Большой набор факторов, которые следует учитывать при разработке эффективной дивидендной политики, предлагают также В.В. Глухов и Ю.М. Бахрамов: возможности компании по осуществлению инвестиций; наличие у нее свободных денежных средств; наличие чистой прибыли от основной деятельности; желание компании дать информационный сигнал участникам фондового рынка; стоимость альтернативных источников финансирования; готовность компании инвестировать в собственное развитие; уровень ликвидности и кредитоспособности компании; развивающиеся инфляционные процессы; законодательные ограничения и запреты; кредитные ковенанты; инвестиционные ожидания акционеров компании и пр.[17, с.401].

Комплексную систему факторов, воздействующих на дивидендную политику отечественных публичных компаний, выделяет И.А. Бланк, считающий, что на первоначальном этапе следует выделять группы факторов, а потом

отдельные факторы в рамках каждой предложенной группы. По мнению ученого, к группам факторов необходимо относить:

1) факторы инвестиционных возможностей, в частности, это проживаемая публичной компанией стадия жизненного цикла; реализация ею утвержденных инвестиционных программ; уровень экономической эффективности реализуемых инвестиционных проектов;

2) факторы альтернативных источников финансирования, включая: достаточность собственных финансовых ресурсов; стоимость привлечения нового акционерного капитала; стоимость привлечения нового заемного капитала; возможность их привлечения; текущий уровень кредитоспособности компании;

3) факторы существующих ограничений, к которым предлагается относить: сформировавшийся уровень налогообложения; имеющийся у компании уровень долговой нагрузки; показатели прибыльности и рентабельности для инвестированного капитала;

4) прочие факторы, к которым отнесены: текущие конъюнктурные циклы на рынках присутствия компании; средний для национального рынка уровень дивидендной доходности; наличие текущих обязательств по процентным выплатам; страх мажоритарных акционеров потерять контроль над публичной компанией [19].

Еще одна позиция относительно факторов, определяющих дивидендную политику, представлена в работах Л.В. Алексеевой, И.В. Березинца, Ю.Б. Ильиной: авторы полагают, что структура собственности компании является одним из основных факторов, определяющих дивидендную политику. По мнению исследователей, на величину дивидендных выплат потенциально могут оказывать влияние «доля голосующих акций контролирующего акционера», «доля голосующих акций, принадлежащих трем крупнейшим акционерам», «доля обыкновенных акций второго крупнейшего акционера», «наличие контролирующего акционера (50% + 1 акция)», «соотношение долей обыкновенных и привилегированных акций крупнейшего акционера» [10, с.3-31].

Свой подход к пониманию факторов, определяющих дивидендную политику отечественных публичных компаний, предлагает А.А. Зальцман. По его мнению, целесообразно выделять такие факторы, как «долговая нагрузка», «рентабельность», «соотношение привлеченного и заработанного капитала», «доля (удельный вес) основных средств в стоимости активов компании», «размер компании», «инвестиционные возможности компании» [41, с.233-241].

Сопоставление между собой различных точек зрения по этому вопросу позволяет сделать некоторые выводы:

1) в научном сообществе отсутствует общепринятый подход к рассмотрению таких факторов, при этом отличия между различными научными парадигмами очень значительны, что отражается как в том, что почти каждый специалист предлагает авторский набор факторов, значительно отличающийся от предложенных другими исследователями, так и в одновременном существовании двух подходов к их выделению;

2) существующие научные мнения по рассматриваемому вопросу не являются взаимодополняющими, т.е. нет элементарной научной преемственности, что находит свое отражение в том, что в большинстве научных публикаций представлены не столько разработки в области критического анализа, а также модификации и трансформации обнародованных научных предположений, сколько разработки уникального, претендующего на полную аутентичность, набора факторов, влияющих на политику дивидендных выплат отечественных компаний;

3) для многих из представленных выше научных мнений характерно «присутствие» эффекта дублирования (повторения) факторов, при котором исследователями одновременно предлагается применять несколько существенно подобных факторов, что делает невозможным применение формируемых наборов факторов как основы для комплексных количественных исследований;

4) представленные научные мнения отличаются избыточностью факторов, поскольку в формируемую совокупность (набор) факторов включаются также и

те, которые, по нашему мнению, в принципе не могут рассматриваться при рассмотрении политики дивидендных выплат отечественных компаний;

5) представленные выше мнения исследователей, как нам представляется, характеризуются недостаточной степенью структурированности: прежде всего, не всегда очевидна общая логика выделения предлагаемых групп факторов и, тем более, логика включения отдельных (единичных) факторов в состав каждой группы.

В значительной мере все указанные выше недостатки перечисленных научных мнений по этому вопросу обусловлены множественностью и противоречивостью основных теорий дивидендной политики, а также существованием целого достаточно числа объективных фактов, не вписывающихся в получившие широкое распространение теории политики дивидендных выплат (как правило, подобные факты просто не объяснимы в их рамках или их объяснение вступает в противоречие с предположениями, лежащими в их основе). Следовательно, непосредственно процесс формирования наборов таких факторов, влияющих на политику дивидендных выплат отечественных компаний, априори происходит несколько нелогично: на первоначальном этапе в них включаются отдельные факторы, «вписывающиеся» в рамки одной из традиционных «дивидендных теорий» (или одновременно нескольким таким теориям), а затем - на следующем этапе - к теоретически «подобранным» факторам так или иначе добавляются эмпирические факторы, зачатую без должного логического обоснования.

Как мы полагаем, для нивелирования охарактеризованных выше недостатков, присущих теоретическим разработкам по данной проблематике, необходимо провести систематизацию выделяемых факторов, а также дополнить их набор.

Во-первых, по нашему мнению, целесообразно модифицировать подход к формированию групп рассматриваемых факторов, концептуально отказавшись от выделения большого числа групп. На наш взгляд, логично подразделять рассматриваемые факторы на две большие группы:

1) на внешние факторы, воспринимаемые любой публичной компанией (если точнее, то ее менеджментом и акционерами) исключительно как объективные внешние константы, потому что сама компания полностью нивелировать их воздействие никоим образом не в состоянии и, соответственно, она должна адаптироваться к ним;

2) на внутренние факторы, находящиеся в зоне влияния публичной компании.

Во-вторых, мы полагаем строго обязательным радикальное «секвестирование» общего количества принимаемых во внимание факторов, что дает возможность не просто уйти от эффекта дублирования факторов и полностью решить проблему их избыточности, но и позволяет обоснованно выделить только наиболее значимые для политики дивидендных выплат публичных компаний факторы, актуальные в складывающихся экономических условиях. Сокращение количества учитываемых факторов, выделенных другими исследователями, мы считаем необходимым осуществлять в двух ключевых направлениях: объединение однотипных факторов (использование наиболее существенного из них и «отбрасывание» остальных) и отказ от использования несущественных факторов.

Используя данный подход, в составе внешних факторов мы предлагаем выделить всего лишь два ключевых фактора:

- 1) законодательные требования, касающиеся выплаты дивидендов;
- 2) систему налогообложения, в частности, применяемые в отношении дивидендов налоговые ставки и возникающий налоговый дифференциал - в случае его наличия - при налогообложении разных видов получаемого акционерами дохода.

Все прочие внешние факторы, по нашему мнению, не играют принципиальной роли. Так, отдельные специалисты предлагают рассматривать в качестве одного из внешних факторов инфляцию (инфляционные процессы), однако данный фактор совершенно не критичен для отечественных компаний по комплексу причин:

а) в отечественной практике отсутствуют случаи, когда компании берут на себя обязательства по систематическому индексированию дивидендных выплат на величину инфляции;

б) замедление или ускорение инфляционных процессов, протекающих в российской экономике, не влияет на дивидендную политику отечественных компаний в силу того, что средняя реальная дивидендная доходность³ их акций на протяжении всей истории существования национального рынка ценных бумаг является отрицательной, т.е. эффективность инвестирования в акции оценивается по совокупному полученному доходу;

в) не отличается совершенством основной показатель - индекс потребительских цен, отражающий уровень инфляции и рассчитываемый Федеральной службой государственной статистики (как минимум, данный показатель рассчитывается по очень ограниченной совокупности товаров и услуг).

К внутренним факторам, определяющим дивидендную политику российских компаний, необходимо отнести:

- 1) признаваемые обязательства по дивидендным выплатам;
- 2) потребность публичной компании в финансовых (денежных) ресурсах;
- 3) предпочтения контролирующих (крупнейших) акционеров.

Если внешние факторы достаточно подробно рассмотрены в научной литературе, причем их понимание различными исследователями концептуально не различается, то на внутренних факторах, как мы полагаем, необходимо остановиться более подробно.

Так, в отечественной практике принятие компаниями жестко фиксированных минимальных обязательств, связанных с дивидендными выплатами, встречается достаточно редко (в большинстве случаев на подобных ограничениях настаивают кредиторы компаний - это происходит либо при финансировании компаний, отличающихся высоким уровнем долговой нагрузки,

³ В данном случае под реальной дивидендной доходностью понимается номинальная дивидендная доходность, скорректированная на величину инфляции.

либо при реструктуризации имеющейся задолженности и рассматривается инициаторами введения подобных обязательств как инструмента контроля над денежными потоками компании), причем зачастую эти обязательства носят ограничительный характер. Обычно суть вводимых ограничений достаточно проста - компания обязуется направлять на выплату дивидендов не более определенной суммы (в некоторых случаях может вводиться полный мораторий на дивидендные выплаты).

Значительно реже применяются так называемые щедрые обязательства, как правило, в качестве одного из инструментов урегулирования акционерных конфликтов, когда при выполнении конфликтующими акционерами определенных действий компания направляет на выплату дивидендов большую часть полученных доходов.

Еще одним внутренним фактором является потребность компании в финансовых ресурсах, на чем акцентируют внимание многие ученые, используя при этом, впрочем, различную терминологию. Мы думаем, что при рассмотрении данного фактора целесообразно учитывать два очень важных момента: 1) возможность привлечения средств из других источников, так как в экономике и, соответственно, на рынке капитала, бывают такие периоды, когда компаниям привлечь средства из других источников практически невозможно; 2) стоимость привлечения финансовых ресурсов, которая может достаточно сильно колебаться, причем в отдельные периоды времени, как правило, характеризующиеся высокой степенью неопределенности, эта стоимость может резко и далеко не всегда обоснованно возрастать.

При отсутствии возможности привлекать финансовые ресурсы из альтернативных источников или при их чрезвычайно высокой стоимости с очень большой долей вероятности компании будут или минимизировать дивидендные выплаты, или полностью отказываться от них, при этом в случае невозможности привлечения ресурсов единственным возможным становится только второй вариант.

Принципиально важным фактором следует признать и инвестиционные предпочтения мажоритарных акционеров компании относительно дивидендной политики компании. В данном случае очень существенным моментом выступает тот факт, что миноритарные акционеры российских компаний, вне зависимости от их отраслевой принадлежности или каких-то иных факторов, в действительности на формирование дивидендной политики влияния не оказывают, при этом практически все современные исследователи не подразделяют акционеров на мажоритарных и миноритарных, утверждая, что на дивидендную политику влияют все акционеры безотносительно принадлежащего каждому из них пакета акций компании.



Рисунок 1.3 - Основные факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики российских публичных компаний

Мы же полагаем, что при сложившейся концентрированной структуре собственности отечественных компаний данный тезис нельзя считать корректным, так как миноритарным акционерам чрезвычайно сложно

сформулировать консолидированную позицию относительно дивидендной политики компании, а затем добиться принятия этой позиции компанией, а при наличии у мажоритарного акционера пакета полного контроля подобная задача вообще не может быть решена. На практике миноритарным акционерам невозможно добиться пересмотра дивидендной политики или сколько-нибудь ее существенной корректировки, так как у мажоритарного акционера всегда есть возможность заблокировать любые дивидендные инициативы на этапе их утверждения. Резюмируя отмеченное ранее, мы считаем нужным систематизировать выделенные факторы (рисунок 1.3).

2 СОСТОЯНИЕ И ОСОБЕННОСТИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

2.1 Критерии, используемые инвесторами для оценки дивидендной политики российских публичных компаний

Вплоть до настоящего времени в специализированных исследованиях не сформирована единая научная позиция относительно ключевых (базовых) критериев, дающих возможность провести обоснованную оценку дивидендной политики российских публичных компаний. Основной сложностью при исследовании данной проблематики выступает то, что дивидендная политика может рассматриваться и анализироваться с двух различных позиций: с позиции самой публичной компании и с позиции инвесторов, рассматривающих ее акции, представленные на публичном рынке, в качестве потенциального объекта для вложения средств.

Очевидно, что в зависимости от выбранной исходной точки сама логика исследования может кардинальным образом отличаться. В частности, при анализе дивидендной политики с позиции самой публичной компании целесообразно подбирать критерии таким образом, чтобы они позволяли систематически оценивать ее соответствие общей финансовой стратегии и тактике, выбранной компанией, а при анализе этой политики с точки зрения инвесторов намного большее значение приобретают критерии, позволяющие соотнести дивидендную политику компании с инвестиционными предпочтениями акционеров.

По нашему мнению, в отношении публичных компаний оптимальным является подход, в большей степени ориентированный на инвесторов. Для публичных компаний рынок акций служит одним из источников привлечения

финансовых ресурсов, поэтому компании непосредственно заинтересованы в повышении привлекательности своих акций для инвесторов, в частности, путем проведения дивидендной политики, отвечающей их инвестиционным ожиданиям.

Примечательно, что сейчас в научном сообществе данный факт признается многими исследователями, однако в качестве единственного критерия, позволяющего инвесторам оценить дивидендную политику российских компаний, предлагается использовать только критерий доходности акций (абсолютный или относительный размер дивидендов). Иными словами, предполагается, что все инвесторы, формируют свои портфели, отталкиваясь от одного количественного показателя, зачастую характеризующегося достаточным высоким уровнем колеблемости, что, очевидно, является не более чем теоретическим допущением. В действительности оценка дивидендной политики инвесторами проводится последовательно и подразумевает применение ими нескольких разноплановых критериев, которые в совокупности позволяют получить ее объективную характеристику.

По нашему мнению, одним из ключевых критериев, применяемых инвесторами для оценки дивидендной политики отечественных публичных компаний, является ликвидность акций.

На фондовом рынке ликвидность традиционно считается одной из ключевых характеристик ценных бумаг, но при этом она крайне редко так или иначе увязывается с дивидендной политикой компаний. Постулируется, что инвесторы, покупающие акции ради дивидендов, априори являются пассивными инвесторами, т.е. предполагается, что у таких инвесторов есть так называемый временной зазор, позволяющий им дождаться приемлемой цены для совершения операций на рынке.

Мы думаем, что утверждение о безразличии инвесторов, включающих в свои портфели дивидендные акции, к уровню их ликвидности является ошибочным.

Проиллюстрировать приведенное утверждение можно на условном примере. Предположим, инвестор рассматривает возможность приобретения

акций, дивидендная доходность которых составляет 5%, а планируемый срок инвестирования равен 3 годам. Если акции обладают высоким уровнем ликвидности (предположим, средняя величина спреда по ним равна 0,05%), то для инвестора фактор ликвидности не будет иметь практически никакого значения (малая величина спреда практически не отразится на доходности инвестирования). Однако чем ниже уровень ликвидности, тем большее внимание инвестор будет ему уделять, причем при уменьшении ликвидности акций ниже некоего критического порога акционер с очень высокой долей вероятности вообще откажется от их покупки (в частности, в условиях рассматриваемого примера решение об отказе от приобретения акции может быть принято, если величина спреда будет равна 5,0%, но при величине спреда, принимающей значения, к примеру, в диапазоне от 0,5 до 1,0%, он не будет играть никакой роли).

Интересно, что критический порог ликвидности, как правило, имеет дискретный характер, т.е. до определенной величины рыночного спреда инвестор готов инвестировать в акции, а при ее превышении - нет (к примеру, при спреде до 5% инвестор готов мириться с уровнем ликвидности акций и включать их в свой инвестиционный портфель, а при большем спреде он просто перестает рассматривать ценные бумаги в качестве приемлемого для себя инвестиционного инструмента).

Важно акцентировать внимание на том, что, кроме рыночного спреда, применяются и другие показатели ликвидности акций, в частности, здесь нужно упомянуть количество сделок, объем торгов акциями в натуральном и денежном выражении. Из перечисленных показателей наиболее репрезентативным является объем торгов в денежном выражении, дающий возможность спрогнозировать срок открытия и закрытия позиции по дивидендным акциям.

При продолжительном сроке инвестирования величина рыночного спреда становится для инвесторов более значимой по сравнению с остальными показателями. Однако при большем уровне информативности данного показателя его прикладное использование затруднено, что обусловлено элементарным

отсутствием ретроспективной информационной базы (по сути, нет истории ежедневных рыночных спредов по отдельным выпускам акций, на основании которых могут быть рассчитаны средние спреды, которые, на наш взгляд, довольно объективно отражают уровень ликвидности акций). Организаторы торгов и торговые системы подобную статистику официально не публикуют, а самостоятельный сбор необходимой информации является чрезвычайно трудоемким. Соответственно, в качестве показателя, применяемого для оценки уровня ликвидности акций, мы считаем необходимым использовать объем торгов ими в денежном выражении.

В настоящий момент в теории и практике бесспорным считается утверждение о том, что для инвесторов более интересны акции, обладающие высоким уровнем ликвидности, причем параллельно существует несколько альтернативных вариантов группировки акций по уровню ликвидности. Самой простой из подобных группировок является деление акций на «голубые фишки» (или акции первого эшелона) и ценные бумаги второго эшелона, в то время как более сложные по своей структуре группировки ориентированы на выделение большего количества эшелонов - вплоть до пяти. Общий подход, применяемый при построении подобных группировок, не подвергается сомнению, но определение конкретных количественных границ между эшелонами является весьма дискуссионным вопросом: фактически каждый исследователь предлагает свой вариант подобной градации.

Мы считаем, что для инвесторов, предпочитающих работать с дивидендными акциями публичных компаний, интересны бумаги со средним дневным объемом торгов от 5 млн руб. Выбор именно этого количественного ориентира объективно обусловлен текущим уровнем развития российского рынка ценных бумаг, причем в определенной степени он является компромиссным. Дело в том, что при увеличении требований инвестора к уровню ликвидности акций будет происходить сокращение, причем достаточно быстрое, перечня потенциальных объектов инвестирования в силу ограниченного количества ликвидных акций, обращающихся на национальном рынке. Фактически в этом

случае будет возникать эффект ограниченного объема выборочной совокупности, при котором высокие требования к уровню ликвидности будут приводить к отсечению большей части акций уже на первоначальном этапе. В текущих экономических реалиях рассматриваемый эффект будет приводить к тому, что при высоких требованиях к уровню ликвидности в качестве потенциальных объектов инвестирования будет рассматриваться очень ограниченное количество выпусков акций (по нашим собственным оценкам, не более 10-15 при требуемом среднем объеме торгов 50 млн руб.), что негативным образом отразится на уровне диверсификации сформированного инвестором инвестиционного портфеля.

Что же касается использования более мягких ограничений по уровню ликвидности, то они приводят к возникновению проблемы «продавливания цены». Например, если средний дневной объем торгов акциями составляет 0,5 млн руб., а в портфеле у инвестора имеется, к примеру, на 0,3 млн руб., то, стремясь закрыть свою позицию (продать акции), он будет «продавливать» их рыночную цену вниз. По сути, появление заявки на рынке автоматически будет приводить к возникновению дисбаланса со стороны предложения и провоцировать снижение рыночных котировок, причем этот эффект будет тем значительнее, чем ниже уровень ликвидности акций. Соответственно, у инвестора, помимо потерь, связанных с наличием рыночного спреда, будут возникать дополнительные потери, связанные со снижением рыночных котировок акций при их продаже, что негативным образом отразится на доходности инвестирования.

По оценкам специалистов ООО «Доходный дом инвестора», в настоящее время средняя величина инвестиционного портфеля частного инвестора составляет около 0,1 млн руб. [91]. Соответственно, даже если частный инвестор инвестирует все средства в один выпуск акций, то при среднем дневном объеме торгов в 5 млн руб. при продаже всех акций доля инвестора в совокупном объеме торгов составит около 2%, т.е. в силу небольшого объема инвестиционного портфеля действия владельца акций на рынке не приводят к эффекту «продавливания цены».

Выбранный ориентир по ликвидности акций не является догматичным: его логичнее рассматривать как некий рекомендуемый порог для частных инвесторов и, возможно, как минимальный порог для институциональных инвесторов. Вариативность данного показателя обусловлена тем, что в действительности инвестиционные портфели частных инвесторов весьма неоднородны (к примеру, существуют портфели, величина которых кратно превышает среднюю), а применяемые инвесторами торговые стратегии, в том числе предполагающие приобретение дивидендных акций, изначально ориентированы на разный уровень ликвидности.

Второй критерий, который, как мы полагаем, целесообразно использовать инвесторам для оценки дивидендной политики, - это наличие дивидендной истории (желательно, продолжительной).

Мы думаем, что оптимальная продолжительность истории дивидендных выплат должна составлять 5 лет: с одной стороны, данных за такой период достаточно для составления репрезентативного списка дивидендной политики публичной компании, а с другой стороны, при использовании этого периода не возникает сложностей с получением необходимой информации (в частности, ее можно получить из ежеквартальных отчетов эмитентов ценных бумаг на официальных сайтах или на специализированных информационных ресурсах). При более длительном предполагаемом временном горизонте инвестирования логично численно приравнять ему период ретроспективного анализа дивидендной истории публичных компаний (например, при десятилетнем горизонте инвестирования анализ также должен проводиться за 10 предшествующих лет). При таком подходе отсутствие ретроспективной дивидендной истории отдельно взятой публичной компании является достаточным основанием для отказа от вложения в ее акции.

По нашему мнению, существенным показателем, характеризующим дивидендную историю публичной компании, является регулярность выплаты дивидендов, т.е. соотношение периодов, характеризовавшихся наличием дивидендных выплат (вне зависимости от их размера), и периодов, по итогам

которых дивидендные выплаты не осуществлялись. Теоретически оптимальная дивидендная история отличается безусловным преобладанием дивидендных периодов, в идеале - их отсутствием, однако на практике это не всегда возможно (в частности, в 2008-2009 гг. многие компании отказались от выплаты дивидендов, стремясь аккумулировать финансовые ресурсы, необходимые им для элементарного выживания в значительно ухудшившихся экономических условиях). Отказ от инвестирования в акции представляется логичным только в том случае, если отсутствие дивидендных выплат является преобладающей ситуацией.

Еще одним значимым показателем, который, как мы считаем, должен применяться для оценки дивидендной истории отечественных публичных компаний, является вариативность выплаты дивидендов, рассчитываемая как отношение максимальных дивидендных выплат к минимальным за рассматриваемый ретроспективный временной интервал (бездивидендные периоды при оценке вариативности дивидендной политики не учитываются).

Бесспорно, для отечественного рынка акций будет характерна достаточно высокая вариативность дивидендных выплат. Например, если рассматривать период с 2010 по 2014 г. включительно, то 2010-2011 гг. были восстановительными после кризиса 2008 г., 2012 г. был периодом относительной стабильности, а 2013-2014 гг. характеризовались замедлением темпов роста национальной экономики. По этой причине в качестве предельно допустимого соотношения мы предлагаем использовать 10:1, т.е. максимальный размер дивидендных выплат должен превышать их минимальный размер не более чем в 10 раз.

При выборе допустимой разницы между максимальной и минимальной величиной дивидендов следует заметить, что в общем случае размер дивидендов компании зависит от изменения базы дивидендных выплат и от факторов внешнего и внутреннего характера, определяющих дивидендную политику. Следовательно, при постоянстве внешних и внутренних факторов величина дивидендов будет определяться изменением базы дивидендных выплат, причем при стандартном пятилетнем интервале выбранное соотношение 10 к 1 допускает ежегодный темп прироста базы дивидендных выплат компании на уровне около

58%, что, по нашему мнению, является очень высоким показателем, т. е. даже такой ежегодный прирост дивидендов признается нормальным. Учитывая, что внешние факторы обладают значительной инерционностью и кардинальным образом изменяются достаточно редко, то можно с большой долей вероятности утверждать, что высокий размах вариации дивидендов обусловлен внутренними факторами, при этом не играет принципиальной роли, какими именно, так как, с точки зрения инвесторов, это в любом случае означает низкую прогнозируемость дивидендной политики, т.е. ее непредсказуемость.

Таким образом, мы считаем, что предложенное соотношение максимального и минимального размера дивидендов позволяет учесть не только достаточно высокие темпы прироста базы дивидендных выплат, но и постепенное изменение факторов, определяющее дивидендную политику, но при этом оно достаточно эффективно исключает аномальные дивидендные колебания.

В качестве третьего критерия, который логично использовать инвесторами для оценки дивидендной политики российских публичных компаний, мы предлагаем средний уровень дивидендной доходности. Относительно него нужно сделать ряд пояснений.

Во-первых, нет необходимости учитывать абсолютно всю дивидендную историю эмитента. Мы считаем возможным использовать лишь ограниченный ее период, так как это даст возможность получить статистически значимый и одновременно актуальный для инвесторов результат (проще говоря, инвестору не очень интересно, как осуществлялись дивидендные выплаты, к примеру, 20 лет назад, ему значительно важнее последняя дивидендная история).

Во-вторых, мы предлагаем модифицировать процедуру расчета среднего уровня дивидендной доходности. Типовой алгоритм включает в себя предварительное вычисление дивидендной доходности акций за каждый год и последующее усреднение полученных показателей (как правило, с использованием средней арифметической). Предлагаемый вариант расчета средней дивидендной доходности акций предполагает первоначальный расчет среднего размера дивиденда на 1 акцию и соотнесение полученного значения с ценой акций публичной

компании. При малых значениях данного показателя для конкретных выпусков акций - менее 0,1% - нам представляется обоснованным отказ от инвестирования.

Важно подчеркнуть, что сам по себе обозначенный уровень средней дивидендной доходности (0,1%) является весьма незначительным и не может рассматриваться инвесторами в качестве серьезного стимула к приобретению акций. Тем не менее, в настоящее время в условиях высокого уровня конкуренции между профессиональными посредниками на национальном фондовом рынке подобный размер дивидендной доходности акций дает возможность компенсировать инвестору транзакционные издержки, понесенные им при покупке и продаже акций, а также возникающие депозитарные расходы.

В-третьих, мы считаем целесообразным при определении данного показателя ориентироваться на актуальные рыночные цены, а не на ретроспективные (к примеру, на цены на дату закрытия реестра за предшествующие периоды). С позиции инвесторов, текущие рыночные цены акции являются намного более информативными, наглядно показывая, на какой уровень дивидендной доходности могут рассчитывать акционеры при сохранении публичной компанией прежней дивидендной политики.

Таким образом, предлагаемая формула для расчета средней дивидендной доходности имеет вид

$$\bar{D} = \frac{\sum_{i=1}^n d_i}{P_m}, \quad (2.1)$$

где \bar{D} - средняя (расчетная) дивидендная доходность;

d_i - общий размер дивидендов на 1 акцию за год;

n - продолжительность учитываемого периода дивидендной истории (в годах);

P_m - цена акции на момент инвестирования (момент формирования портфеля дивидендных акций).

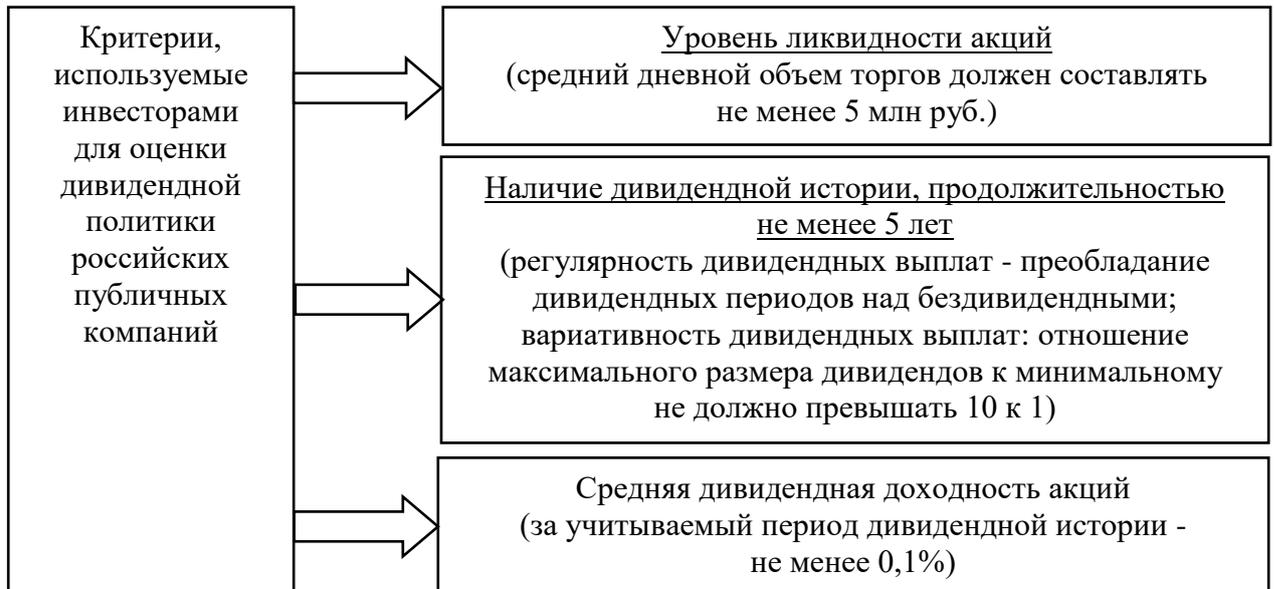


Рисунок 2.1 - Критерии, используемые инвесторами для оценки дивидендной политики российских публичных компаний

Оптимальным является последовательное применение выделенных критериев, что дает возможность осуществить логичный и обоснованный отсев акций, не удовлетворяющих инвестиционным предпочтениям инвесторов, и, в конечном итоге, сформировать перечень потенциальных объектов инвестирования (рисунок 2.1).

2.2 Оценка инвесторами дивидендной политики российских компаний: сравнительный анализ (на примере выборочной совокупности)

Выделив основные критерии оценки дивидендной политики российских публичных компаний инвесторами, мы считаем чрезвычайно важным исследование ее современного состояния, причем нам представляется вполне обоснованным проведение работы в два этапа: на первом этапе будет сформирована исходная база (совокупность) обыкновенных и привилегированных

акций, которые будут рассматриваться в качестве потенциальных объектов вложений и одновременно удовлетворять всем выделенным ранее критериям, а на втором этапе будет произведено сегментирование этой базы и осуществлен анализ дивидендной политики.

Мы полагаем, что очень высокая актуальность такого анализа имеет под собой рядом важных причин.

Во-первых, вплоть до текущего момента системные разработки в области политики дивидендных выплат осуществляются достаточно редко, причем указанная особенность характерна как для чисто теоретических, так и для прикладных исследований. В классических кабинетных исследованиях в данной области обычно применяется метод малых групп, и зачастую возникает ситуация, когда результаты, полученные на примере «голубых фишек», по умолчанию экстраполируются на весь национальный рынок акций в целом, что представляется нам не совсем корректным.

Основным недостатком прикладных разработок в области исследования дивидендной политики отечественных публичных компаний является их ориентация на ожидаемую (прогнозируемую) дивидендную доходность. Кроме того, практически во всех прикладных исследованиях закрытой остается как сама методология отбора дивидендных акций, так и математический алгоритм прогнозирования дивидендной доходности, ожидаемой по ним.

Следующей причиной проведения такого анализа является то, что традиционного политика дивидендных выплат рассматривается преимущественно «в моменте»: по сути, исследователи не обращают внимания на ее ретроспективную трансформацию и предпочитают отталкиваться от весьма дискуссионного предположения о том, что подобная политика, фактически реализуемая публичной компанией или обнародованная ею перед акционерами на момент «построения» инвестиционного портфеля, не претерпевает практически никаких изменений в течение всего предполагаемого периода инвестирования.

Однако, как показывает практика, постулирование абсолютной стабильности дивидендной политики зачастую является необоснованным:

радикальное изменение условий ведения бизнеса приводит к трансформации общей финансовой политики публичных компаний и, соответственно, их дивидендной политики (к сожалению, для инвесторов, компании, считающие дивидендную политику своим наивысшим приоритетом и принципиально не готовые ее модифицировать, в отечественной практике можно считать нонсенсом).

Еще одним аргументом в пользу проведения подобного исследования выступает тот факт, что традиционно политика дивидендных выплат интерпретируется предельно полярно: либо только с позиций компаний-эмитентов, осуществляющих ее практическую реализацию, либо только с позиций существующих акционеров и потенциальных инвесторов, полагающих дивидендную доходность таких бумаг одной из ее «критичных» инвестиционных характеристик. Сам факт наличия антагонистических экономических интересов нередко считает незаслуживающим внимания, хотя в действительности такие интересы обязательно учитываются в ходе реализации политики дивидендных выплат. Мало того, изменения, происходящие в практике дивидендных выплат публичных компаний, чаще всего, являются отражением смещения баланса экономических интересов (очевидно, что уменьшение дивидендов свидетельствует о превалировании экономических интересов компаний-эмитентов, а их увеличение дает возможность констатировать о смещении «баланса сил» в пользу акционеров и потенциальных инвесторов).

Таким образом, для многих научных разработок, проведенных в последние годы в области политики дивидендных выплат отечественных компаний, характерны ограниченный объем исследований и рассмотрение дивидендной политики в моменте.

Стремясь нивелировать отмеченные ранее недостатки, мы полагаем целесообразным отбор дивидендных акций из числа представленных на площадке «Московской биржи ММВБ - РТС» (альтернативное наименование - Московская биржа). Нельзя оспаривать тот факт, что инвесторы имеют возможность применять инвестиционные стратегии, предполагающие получение дивидендов в

качестве одного из важных компонентов инвестиционного дохода также и вне биржи. Однако здесь проблематично адекватно определить уровень ликвидности акций по причине недостаточной прозрачности рынка и достаточно сложно верно выбрать ценовой ориентир для вычисления как ретроспективной, так и текущей дивидендной доходности в силу весьма значительного размера рыночного спреда, т.е. на таком рынке практическое применение количественных критериев для содержательного описания политики дивидендных выплат серьезно затруднено, а в ряде случаев - в принципе невозможно.

Мы думаем, что наиболее корректным с теоретической точки зрения выступает последовательное применение выделенных критериев оценки политики дивидендных выплат отечественных компаний, что даст возможность последовательно уменьшать объем получаемой совокупности акций, т.е. если конкретный выпуск обыкновенных или привилегированных акций не проходит даже по одному из выделенных критериев, то в таком случае он не подлежит включению в формируемую выборочную совокупность дивидендных акций.

В качестве момента проведения исследования мы считаем целесообразным выбрать 30 сентября 2015 г.⁴ (выборочная совокупность акций, сформированная по критерию их ликвидности (без учета российских депозитарных расписок и акций иностранных компаний), представлена в приложении А).

На следующем этапе формирования выборочной совокупности, как мы полагаем, нужно принимать во внимание только публичный период дивидендной истории. В случае отсутствия дивидендной истории требуемой продолжительности акции компании должны быть исключены из выборочной совокупности.

С точки зрения критерия наличия дивидендной истории процедура формирования выборочной совокупности потенциальных объектов инвестирования, на наш взгляд,

⁴ При проведении анализа дивидендная история будет рассматриваться за 5 предшествующих полных лет - с 2010 г. по 2014 г. включительно. Выбор именно этого периода обусловлен тем, что в отечественной практике дивиденды выплачиваются со значительным запаздыванием, поэтому только к 30 сентября 2015 г. компании приняли решение о выплате дивидендов по итогам 2014 г. и фактически начали их выплату акционерам, владевшим акциями на даты закрытия реестра.

нужно разбивать на этапы, учитывая на первом из них регулярность выплаты дивидендов, а на втором - их вариативность с учетом имевших место процессов дробления и консолидации акций⁵ (результаты последовательного отбора акций на основе анализа дивидендной истории приведены в приложениях Б, В и Г).

Мы считаем важным вычисление средней дивидендной доходности акций с использованием текущих рыночных цен акций при формировании дивидендного портфеля для получения объективной оценки ожидаемой дивидендной доходности в течение прогнозируемого периода инвестирования (результаты расчетов приведены в приложении Д).

В результате последовательного применения всех перечисленных выше критериев была сформирована выборочная совокупность акций, представленная 32 выпусками обыкновенных и привилегированных акций 27 эмитентов.

Нужно заметить, что размер полученной выборочной совокупности относительно мал по сравнению с общим объемом генеральной совокупности: выборочная совокупность составляет только 10,32% от совокупного объема генеральной (в момент проведения данного исследования на выбранной бирже было представлено 310 выпусков обыкновенных и привилегированных акций отечественных компаний), при этом значительная часть обращающихся выпусков акций «отсеялась» по причине несоответствия критерию ликвидности. Относительно небольшой объем сформированной совокупности дает возможность констатировать очень высокую концентрацию ликвидности на национальном рынке акций и, следовательно, предположить высокую степень «подобия» инвестиционных портфелей, создаваемых инвесторами в расчете на получение дивидендов.

Как мы полагаем, проведение анализа полученной выборочной совокупности обыкновенных и привилегированных акций дает возможность сделать несколько очень интересных выводов касательно политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний.

⁵ При вычислении данного показателя необходимо учитывать размер выплаченных дивидендов (до налогообложения) только по дивидендным периодам, не принимая во внимание нулевые значения дивидендных выплат.

Во-первых, отечественный рынок акций отличается довольно низкой дивидендной доходностью: в среднем за 2010-2014 гг. значение применяемого показателя для акций, входящих в состав сформированной выборочной совокупности, составило лишь 3,88%.

Мы полагаем, что полученная величина дивидендной доходности дает возможность сделать очень важный вывод об ограниченной применимости на национальном фондовом рынке стратегий инвестирования, которые преимущественно ориентированы на получение текущего дохода в виде дивидендных выплат. На большинстве зарубежных фондовых рынков отмеченная группа стратегий объективно является одной из самых распространенных среди его участников (прежде всего, пассивных инвесторов), формируемые портфели которых отличаются минимальной оборачиваемостью. Следовательно, для них фактическое значение данного показателя (точнее - его сравнение со средней ретроспективной доходностью альтернативных (прочих) инструментов инвестирования) вполне может интерпретироваться как важнейший критерий, который определяет целесообразность включения конкретных выпусков акций в структуру портфеля.

В отечественных же реалиях полученное достаточно низкое значение данного показателя фактически приводит к тому, что и институциональные, и частные инвесторы зачастую вынуждены отказываться от применения таких инвестиционных стратегий. В значительной мере это объясняется двумя обстоятельствами: а) объективной неспособностью акций, представленных на отечественном биржевом рынке, защитить инвестированный капитал от инфляции только за счет дивидендных выплат (так, если ориентироваться на официальный показатель уровня инфляции - на индекс потребительских цен, то среднее значение дивидендной доходности акций на протяжении всего рассматриваемого ретроспективного периода было практически в 2 раза ниже среднегодового темпа прироста цен); б) существованием более интересных с точки зрения принимаемого риска и ожидаемой доходности инвестиционных

альтернатив (в частности, этим условиям удовлетворяют как традиционные банковские депозиты, так и инвестиции в государственные облигации).

Во-вторых, изменчивость среднего значения дивидендной доходности обращающихся на биржевом рынке акций, попавших в выборочную совокупность, относительно не велика: наибольшее зафиксированное значение данного показателя - 8,90% (оно определено для привилегированных акций компании «Нижекамскнефтехим»), а наименьшее полученное ее значение - 0,50% (вычислено для привилегированных акций АК «Транснефть») при среднем уровне, равном 3,88%. Одновременно в самой полученной совокупности дивидендные акции характеризуются довольно симметричным распределением относительно среднего уровня: из 32 выпусков 18 характеризуются ретроспективной дивидендной доходностью, которая превышает средний уровень, и 14 выпусков акций обладает более низкой дивидендной доходностью относительно него.

Тезис об ограниченной колеблемости анализируемого показателя подтверждается и результатами интервальной группировки акций (таблица 2.1).

Таблица 2.1 - Интервальная группировка акций, включенных в выборочную совокупность

Величина интервала, %	Количество выпусков акций, включаемых в интервал, шт.
До 1	2
1-2	6
2-3	4
3-4	6
4-5	6
5-6	2
6-7	2
7-8	2
8 и более	2
Итого	32

В-третьих, выборочная совокупность характеризуется безусловным преобладанием обыкновенных акций над привилегированными. В целом в нее было включено только 6 привилегированных акций (бумаги публичных компаний «Нижекамскнефтехим», «Ростелеком», «Сбербанк России», «Сургутнефтегаз»,

АК «Транснефть», «Татнефть им. В. Д. Шашина») и 26 обращающихся выпусков обыкновенных акций, т.е. в конечном счете удельный вес обыкновенных акций в структуре выборочной совокупности равен 81,25%, а привилегированных – 18,75%. Причем среднее значение дивидендной доходности по привилегированным акциям, определенное за 2010-2014 гг., достигло 5,39%, что значительно превышает значение этого количественного показателя, рассчитанное за аналогичный период по обыкновенным акциям (3,53%), и позволяет сделать вывод о большей инвестиционной привлекательности привилегированных акций с позиции дивидендной доходности. Как мы полагаем, при явной нацеленности инвесторов на получение дивидендов привилегированные акции обладают серьезным преимуществом по сравнению с обыкновенными: на практике, лишая своих владельцев части прав на участие в управлении публичной компанией, взамен они дают им дополнительные права и, прежде всего, право на получение дивидендов. Важно заметить, что для значительной части частных инвесторов, которые являются миноритарными акционерами публичных компаний, участие в управлении публичной компанией не играет почти никакого значения, т.е. де-факто оно остается нереализованным (как правило, частные инвесторы имеют очень незначительную долю в уставном капитале компании, поэтому они не влияют на принимаемые управленческие решения).

В-четвертых, полученная выборочная совокупность отличается отраслевой дифференциацией акций по размеру дивидендной доходности (таблица 2.2).

**Таблица 2.2 - Средняя дивидендная доходность акций,
включенных в выборочную совокупность, в отраслевом разрезе**

Отрасль (сектор)	Выпуски акций	Средняя дивидендная доходность, %
Авиаперевозки	«Аэрофлот - российские авиалинии»	3,72
Банковский сектор	«Сбербанк России» «Сбербанк России»-п	3,05
Газовая отрасль	«Газпром» «Новатэк»	3,06
Нефтяная отрасль	«Газпром нефть» «ЛУКОЙЛ» «Нефтяная компания «Роснефть» «Сургутнефтегаз» «Сургутнефтегаз»-п «Татнефть им. В. Д. Шашина» «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	4,19
Потребительский сектор	«Группа Черкизово»	1,99
Строительный сектор	«Группа ЛСР»	6,08
Телекоммуникации	«МТС» «Ростелеком» «Ростелеком»-п АФК «Система»	5,87
Трубная промышленность (производство труб)	«ТМК»	3,57
Трубопроводный транспорт	АК «Транснефть»-п	0,50
Химическая промышленность	«Акрон» «Нижекамскнефтехим» «Нижекамскнефтехим»-п «Уралкалий»	5,09
Цветная металлургия	«ГМК «Норильский никель» «Полюс Золото»	3,20
Черная металлургия	«Магнитогорский металлургический комбинат» «Новолипецкий металлургический комбинат»	1,59
Электроэнергетика	«Мосэнерго» «ОГК-2» «РусГидро» «Э.ОН Россия»	3,34

Учитывая ограниченный размер сформированной выборочной совокупности, обуславливающий ограниченную представительность групп дивидендных акций, формируемых по отраслевому признаку, нужно отметить существенную отраслевую дифференциацию по величине дивидендной

доходности. В частности, 3 выделяемых отрасли (химическая промышленность (5,09%), телекоммуникации (5,87%) и строительный сектор (6,08%)) характеризуются высоким значением данного показателя по отношению к среднему уровню (с позиции потенциальных инвесторов эти отрасли можно считать дивидендными фаворитами или лидерами); еще 3 отрасли (трубопроводный транспорт (0,50%), черная металлургия (1,59%) и потребительский сектор (1,99%)), наоборот, отличаются меньшей дивидендной доходностью по отношению к ее среднему значению (дивидендные аутсайдеры), и 7 отраслей имеют среднюю дивидендную доходность, которая отличается от средней совсем не значительно (менее чем на 1%). При укрупненном рассмотрении этих групп отраслей становится очевидным масштаб существующей дифференциации. Например, средняя дивидендная доходность по дивидендным лидерам (3 отрасли вместе) составляет 5,68%, а по дивидендным аутсайдерам - всего 1,36%, т.е. показатель наилучшей группы превышает показатель наихудшей группы в 4,2 раза, при этом отклонение каждой из крайних групп от средней группы составляет более 60%.

В-пятых, определенный разброс по размеру дивидендной доходности отмечается также в зависимости от ликвидности обращающихся акций (фактически от их подразделения на «эшелоны»).

Необходимо заметить, что и в научной литературе, и в материалах, представляемых профессиональными участниками фондового рынка, нет единого подхода к «эшелонированию» акций, представленных на рынке, в зависимости от их ликвидности: различные специалисты считают возможным формировать от 2 до 5 групп (эшелонов) в зависимости от фактического ретроспективного значения среднего объема торгов акциями за торговую сессию. При этом сходным, в рамках разрабатываемых различными исследователями вариантов выделения «эшелонов» акций, можно считать только то, что формирование отдельных их групп производится по принципу последовательного изменения ликвидности, т. е. либо по мере ее увеличения, либо по мере ее снижения. В остальном такие группировки акций публичных компаний существенно отличаются (например,

одна часть из них предполагает обязательный охват всех акций, представленных на рынке, в то время как другая часть допускает игнорирование акций, характеризующихся минимальным уровнем ликвидности). По нашему мнению, для корректного проведения экономико-статистического анализа в данном разрезе необходимо выделить всего 3 группы (эшелона) акций по их ликвидности: третий эшелон - до 50 млн руб., второй – 50-500 млн. руб., первый – более 500 млн. руб. (таблица 2.3).

Таблица 2.3 - Средняя дивидендная доходность акций, включенных в выборочную совокупность, по группам ликвидности (эшелонам)

Группа акций по уровню ликвидности	Выпуски акций	Средняя дивидендная доходность, %
Первый эшелон	«Сбербанк России» «Газпром» «ЛУКОЙЛ» «ГМК «Норильский никель» «Нефтяная компания «Роснефть» «Сургутнефтегаз»-п «Новатэк» «МТС» «Сбербанк России»-п «Уралкалий» «Сургутнефтегаз» «Татнефть им. В. Д. Шашина»	4,07
Второй эшелон	«Мосэнерго» «РусГидро» АК «Транснефть»-п «Магнитогорский металлургический комбинат» «Аэрофлот - российские авиалинии» АФК «Система» «Новолипецкий металлургический комбинат» «Ростелеком»	3,03
Третий эшелон	«Полюс Золото» «Газпром нефть» «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п «Акрон» «Нижнекамскнефтехим»-п «ТМК» «Группа ЛСР» «ОГК-2» «Ростелеком»-п «Нижнекамскнефтехим» «Группа Черкизово»	4,36

Результаты, полученные при группировке дивидендных акций по эшелонам, в явном виде свидетельствуют о существовании различий в средней дивидендной доходности между отдельными группами: наименьшим показателем из выделенных эшелонов характеризуются акции второго эшелона (3,03%), следующими по величине данного показателя идут акции первого эшелона (4,07%), а наибольшая средняя по выборочной совокупности дивидендная доходность характерна для акций третьего эшелона (4,36%), отличающихся наименьшим уровнем ликвидности.

Можно сделать предположение о том, что выявленная разница в средних значениях данного показателя объясняется разными подходами к реализации политики дивидендных выплат публичными компаниями, включаемыми в состав отдельных эшелонов. Как правило, между рыночной ликвидностью акций и размером бизнеса публичных компаний имеется достаточно сильная прямая взаимосвязь: при прочих равных условиях чем больше масштаб их бизнеса, тем выше ликвидность их акций. Соответственно, «голубые фишки» используют дивидендную политику для выстраивания долгосрочных отношений с различными категориями инвесторов.

Компании второго эшелона, как правило, реализуют более сдержанную дивидендную политику, рассчитывая на другую категорию инвесторов, приобретающих акции в расчете на рост их рыночных котировок и придающих принципиальное значение среднему уровню дивидендной доходности.

Для эмитентов акций наименее ликвидного третьего эшелона выплата относительно щедрых дивидендов (по отношению к среднему рыночному уровню) выступает, наверное, единственным способом для привлечения инвесторов (в частности, в специализированной литературе достаточно часто встречается мнение о том, что более высокие дивиденды рассматриваются инвесторами как своеобразная компенсация достаточно низкого уровня рыночной ликвидности акций).

В-шестых, в рамках выборочной совокупности дивидендная доходность акций частных компаний в среднем выше аналогичного показателя для акций компаний, контролируемых государством (таблица 2.4).

Таблица 2.4 - Средняя дивидендная доходность акций, включенных в выборочную совокупность, по формам собственности (упрощенная группировка)

Группа акций по форме собственности	Выпуски акций	Средняя дивидендная доходность, %
Государственные компании	«Аэрофлот - российские авиалинии» «Газпром» «Газпром нефть» «Мосэнерго» «Нефтяная компания «Роснефть» «ОГК-2» «Ростелеком» «Ростелеком»-п «РусГидро» «Сбербанк России» «Сбербанк России»-п «Татнефть им. В. Д. Шашина» «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п АК «Транснефть»-п	3,38
Частные компании	«Акрон» «ГМК «Норильский никель» «Группа ЛСР» «Группа Черкизово» «ЛУКОЙЛ» «Магнитогорский металлургический комбинат» «МТС» «Нижнекамскнефтехим» «Нижнекамскнефтехим»-п «Новатэк» «Новолипецкий металлургический комбинат» «Полюс Золото» АФК «Система» «Сургутнефтегаз» «Сургутнефтегаз»-п «ТМК» «Уралкалий» «Э.ОН Россия»	4,27

Данные, систематизированные в таблице 2.4, явно показывают, что в общем случае частные компании реализуют более щедрую политику дивидендных

выплат по сравнению с компаниями, контролируемые государством (4,37% - у частных компаний, 3,38% - у государственных). Нам представляется, что подобное расхождение объясняется принципиально отличающимися подходами основных собственников к долгосрочному развитию бизнеса публичных компаний: если для частных владельцев публичных компаний (речь идет преимущественно о крупнейших акционерах) безусловным приоритетом является их финансовая эффективность (постоянная «генерация» прибыли), то для государства, рассматриваемого в таком же качестве, большее значение имеет стабильность и предсказуемость деятельности компаний, которая позволяет им своевременно исполнять все принятые на себя обязательства, в частности, социального характера. По этой причине частные владельцы публичных компаний существенно больше заинтересованы в регулярном получении дивидендных выплат, справедливо рассматриваемых ими в качестве текущих доходов.

Резюмируя сказанное ранее касательно текущего состояния политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний (на примере полученной выборочной совокупности), необходимо констатировать, что:

1) национальному рынку акций присуща относительно низкая дивидендная доходность (в среднем 3,88% для выборочной совокупности за 2010-2014 гг.), поэтому применение на нем инвестиционных стратегий, рассматривающих в качестве одного из основных источников дохода инвесторов дивидендные выплаты, существенно затруднено;

2) изменчивость дивидендной доходности отдельных выпусков акций является умеренной относительно средней;

3) выборочная совокупность характеризуется безусловным преобладанием обыкновенных акций над привилегированными (удельный вес обыкновенных акций (по количеству выпусков) составляет в ней 81,25%, а привилегированных - 18,75%);

4) в сформированной совокупности имеет место отраслевая дифференциация акций по уровню дивидендной доходности: худшими по

данному показателю являются трубопроводный транспорт (0,50%), черная металлургия (1,59%) и потребительский сектор (1,99%), а лучшими - химическая промышленность (5,09%), телекоммуникации (5,87%) и строительный сектор (6,08%);

5) умеренный разброс по показателю дивидендной доходности отмечается также в зависимости от ликвидности торгуемых акций: наименьшей доходностью из выделенных эшелонов характеризуются акции второго эшелона (3,03%), следующими по величине данного показателя идут акции первого эшелона (4,07%), а наибольшая средняя по выборочной совокупности дивидендная доходность характерна для акций третьего эшелона (4,36%), отличающихся наименьшим уровнем ликвидности;

б) в рамках выборочной совокупности дивидендная доходность акций частных компаний в среднем выше дивидендной доходности акций государственных компаний (у частных компаний она составляет в среднем 4,37%, у государственных - 3,38%).

2.3 Особенности дивидендной политики российских компаний

Проанализировав текущее состояние политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний, мы считаем очень важным акцентировать внимание на ее специфических особенностях. По целой совокупности причин в некоторых моментах дивидендная политика, реализуемая отечественными компаниями, является совершенно уникальной, - как в макрорегиональном, так и в глобальном масштабе, однако в настоящее время в специализированной литературе по рынку ценных бумаг ее особенности не получили широкого научного освещения.

Традиционно российские исследователи предпочитают рассматривать политику дивидендных выплат преимущественно с теоретической позиции, мотивируя такой подход тем, что национальный рынок акций сформировался относительно недавно, а процесс его становления происходил крайне неравномерно (в итоге многие публичные компании, в частности, крупные и крупнейшие, фактически не обладают длительной публичной историей дивидендных выплат, что существенно затрудняет исследование их политики дивидендных выплат).

Помимо этого, даже в тех научных трудах, в которых предпринимаются попытки практического изучения политики дивидендных выплат публичных компаний, нередко исследователи придерживаются полярных мнений: либо политика дивидендных выплат детально изучается на примере небольшого количества акций – не более 3-8 выпусков, причем нередко авторы исследований используют рассматриваемые выпуски акций исключительно в демонстрационных целях (примеры из реальной дивидендной истории отобранных компаний служат для наглядного подтверждения обосновываемых тезисов), либо она формально анализируется в масштабах всего национального рынка в целом. При проведении подобных исследований внимание акцентируется на акциях, которые отличаются достаточно высокой дивидендной доходностью, причем все прочие выпуски акций остаются за их пределами. Стоит признать, что некая логика в таком подходе присутствует, однако получаемые в результате его применения количественные оценки политики дивидендных выплат российских публичных компаний нельзя считать полностью корректными).

Исследование уникальных особенностей политики дивидендных выплат российских публичных компаний является чрезвычайно важным по следующим причинам.

Во-первых, выделенные отличительные особенности политики дивидендных выплат дают возможность сделать аргументированный вывод о возможности применения инвестиционных стратегий, нацеленных на систематическое получение дивидендов. Так, на отечественном рынке не имеет

экономического смысла стратегия «перехода ради дивидендов», состоящая в регулярном пересмотре структуры портфеля дивидендных акций в пользу тех из них, по которым прогнозируются высокие промежуточные дивидендные выплаты. Неприменимость этой стратегии на локальном рынке объясняется не только небольшим количеством выпусков акций, одновременно характеризующихся приемлемой ликвидностью и дивидендной доходностью, но и ориентированностью многих публичных компаний преимущественно на выплату дивидендов по итогам года, т.е. на внутреннем рынке возможность периодического «дивидендного перехода» почти отсутствует, хотя на большинстве развитых рынков осуществление дивидендных выплат по итогам квартала является стандартной практикой.

Во-вторых, четкое понимание специфики политики дивидендных выплат национальных компаний дает возможность достаточно корректно оценивать периодически появляющиеся на рынке возможности для инвестирования. К примеру, на локальном рынке единовременная выплата очень высоких дивидендов, составляющих более 80% от чистой прибыли публичной компании, почти всегда - разовое событие, которое связано либо со сменой контролирующих акционеров (обычно при совершении подобных сделок свободные деньги, находящиеся в распоряжении публичной компании, не входят в их периметр, поэтому они «отдаются» компанией продающим акционерам в виде дивидендных выплат), либо с существованием у контролирующего акционера значительной потребности дополнительных финансовых ресурсах. Следовательно, при формировании серьезных «дивидендных аномалий» потенциальным инвесторам, особенно с большим предполагаемым горизонтом инвестирования, логично в принципе отказаться от вложений в такие дивидендные акции (как однозначно показывает российская практика, при ожидании участниками рынка чрезвычайно высоких дивидендов увеличение рыночных котировок акций нередко оказывается больше размера прогнозируемых дивидендов).

Изучение специфики политики дивидендных выплат национальных публичных компаний необходимо проводить через призму выделенных ранее ее

ключевых параметров, т.е. проводимый анализ обязательно проводится комплексно.

В рамках такого подхода первой специфической особенностью политики дивидендных выплат отечественных компаний выступает бесспорное преобладание консервативного типа ее практической реализации.

Во многом эта особенность объясняется историческим характером становления национального фондового рынка (кстати, такая особенность нередко присуща и прочим развивающимся рынкам, отличающимся сходным уровнем и динамикой экономического развития): большинство компаний, ведущих бизнес на нем, по-прежнему находятся на стадии достаточно быстрого роста (развития) бизнеса. В подобной ситуации публичным компаниям долгосрочно намного выгоднее вкладывать средства в собственное развитие, чем переходить к щедрой политике дивидендных выплат (проведя такой переход сейчас, публичные компании серьезно ограничат потенциальные возможности для развития собственного бизнеса).

Нужно учитывать и то, что формирование политики дивидендных выплат на страновом уровне - это очень длительный по времени процесс, который еще очень далек от своего логического завершения.

Например, еще 15-20 лет тому назад лишь некоторые среди публичных отечественных компаний в принципе имели системную политику дивидендных выплат (тогда дивидендные выплаты нередко осуществлялись спонтанно или, что отмечалось существенно чаще, компании-эмитенты вообще отказывались от них); порядка 7-10 лет назад многие публичные компании частично распределяли полученную чистую прибыль среди акционеров, однако величина дивидендов во многом определялась текущей конъюнктурой рынка (в то время для участников рынка был важен факт выплаты дивидендов). Лишь несколько лет назад на национальном рынке многие публичные компании формализовали применяемый подход к реализации дивидендной политики путем принятия и публичного обнародования профильного официального документа (дивидендные выплаты стали осуществляться согласно определенным «дивидендным правилам»), и

буквально в последние годы участники рынка стали придавать должное внимание фактическому соотношению чистой прибыли, «остающейся» в распоряжении публичной компании и «уходящей» из нее в виде дивидендов (и, что закономерно, стали планомерно добиваться увеличения последней).

Принципиально важно акцентировать внимание на том, что почти все национальные публичные компании, в том числе и «закрепившие» в виде официального документа положение о дивидендной политике (или другой сходный по своему смыслу документ), по-прежнему не стремятся принять на себя «жесткие» обязательства по выплате дивидендов. Например, из сформированной выборочной совокупности, включаемой в 32 выпуска акций, только 3 из них («ГМК «Норильский никель», «МТС», «Э.ОН Россия») предусматривают четкое закрепление обязательства по реализации умеренной либо агрессивной политики дивидендных выплат, т.е. распределению среди акционеров подлежит более 40% полученной этими публичными компаниями чистой прибыли, еще 3 выпуска обращающихся акций («Акрон», «Новатэк», «Новолипецкий металлургический комбинат») практическая реализация таких типов политики дивидендных выплат допускается при соблюдении одного из следующих условий - получение «аномальной» по размеру чистой прибыли или минимизация величины чистого долга публичной компании.

Преобладание подобной позиции на практике неизбежно приводит к тому, что публичные компании предпочитают искусственно расширять диапазон чистой прибыли, в пределах которого могут выплачиваться дивиденды (так, «ОГК-2» допускает дивидендные выплаты в размере от 5% до 35% полученной прибыли), или закреплять только его нижнюю границу (в частности, «РусГидро» планирует выплачивать от 5% от своей консолидированной прибыли), или вообще принципиально не формализовать свою политику дивидендных выплат (в этом случае данный документ становится декларативным - подобный вариант был, к примеру, утвержден «Уралкалием»), хотя на практике дивиденды могут быть намного больше «обещанных» в официальных документах.

Второй специфической особенностью политики дивидендных выплат отечественных компаний является их почти полный отказ от применения политики фиксированных (одинаковых или постоянных) дивидендов.

Ориентированность публичных компаний на плавающие дивидендные выплаты нельзя считать чем-то особенным для развивающихся рынков, но для национального рынка здесь характерна одна очень интересная особенность: в России существуют фантомные дивиденды, т.е. у ряда публичных компаний в нормативном документе, определяющем политику дивидендных выплат, отражен минимальный размер выплат на привилегированную акцию, однако в действительности реальный размер дивидендных выплат существенно больше «жестко» закреплённого фантомного дивиденда.

Так, согласно политике дивидендных выплат компании «Татнефть им. В.Д. Шашина» ежегодная величина дивидендов по «префам» равна их номиналу (1 руб.), однако на протяжении всего анализируемого периода реальный размер дивидендов всегда был больше их фантомной величины, как минимум, в 5 раз. Аналогичная ситуация отмечается и по «префам» «Нижекамскнефтехима»: формально по ним зафиксирован размер дивидендов 0,06 руб. на акцию, но на практике за тот же временной период реальный размер дивидендов превышал «фантом» в 16,6 и более раз.

Важнейшей причиной наличия фантомных дивидендов выступает желание контролирующих акционеров исключить ситуацию, в которой привилегированные акции приобретают право голоса (такое право возникает у их владельцев при отказе компании-эмитента от выплаты дивидендов). Превращение неголосующих акций в голосующие потенциально может затруднить принятие необходимых мажоритарным акционерам управленческих решений. Соответственно, закрепление минимального размера дивидендных выплат по «префам» является защитным инструментом, который с большой вероятностью обеспечивает то, что «префы» не станут голосующими.

Третьей особенностью политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний выступает ее ориентированность на выплату дивидендов исключительно деньгами, а не прочим имуществом.

Для локального рынка акций дивидендные выплаты денежными средствами - традиционны. Для дивидендных выплат акциями компании-эмитента ему требуется или консолидировать необходимое количество акций на собственном балансе или балансе дочерней (зависимой) компании путем их приобретения на открытом рынке⁶, или осуществить дополнительную эмиссию. В действительности выплата дивидендов собственными акциями осложнена тем, что для приобретения акций компания-эмитент должна не просто иметь нужный объем свободных финансовых ресурсов, но и быть готова к сокращению количества обращающихся акций (на внутреннем рынке этот показатель относительно невелик по причине наличия почти в каждой публичной компании контролирующих акционеров), причем сам процесс их дополнительной эмиссии занимает от 3 до 9 месяцев.

Дивидендные выплаты иным имуществом проблематична по причине значительной географической удаленности мест реального нахождения акционеров. Это обусловлено тем, что в нашей стране развита электронная торговля акциями, которая позволяет инвесторам покупать их вне зависимости от места реального нахождения инвесторов, т.е. базы акционеров крупных российских компаний чрезвычайно широко диверсифицированы, поэтому выплата дивидендов имуществом является слишком затратной и продолжительной по времени процедурой.

Нужно отметить, что в последнее время в международной практике отмечается обратная тенденция: многие компании предпочитают обратный выкуп акций дивидендным выплатам. Эта общая тенденция объясняется его эффективностью для существующих акционеров: в случае погашения выкупленных в ходе обратного выкупа акций почти всегда имеет место рост капитализации публичной компании, а выплата дивидендов к подобному результату приводит далеко не всегда (чаще всего, «преддивидендный» рост рыночных котировок носит временный характер).

⁶ В качестве альтернативного варианта может выступать выкуп акций у другого акционера, т.е. не с открытого рынка.

Еще одной особенностью политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний является доминирование выплаты дивидендов по итогам года (промежуточные дивиденды выплачиваются спорадически).

Интересно, что буквально несколько лет тому назад в российской практике промежуточные дивиденды рассматривались как нонсенс: она проводилась только в исключительных случаях - при реорганизации публичной компании или смене ее контролирующего акционера (акционеров). С течением времени промежуточные дивиденды стали постепенно применяться в национальной практике, но массовым явлением они так и не стали. Все национальные публичные компании можно четко подразделить на следующие группы:

– компании, которые выплачивают только годовые дивиденды (классические примеры - «Газпром», «Нефтяная компания «Роснефть», «Сбербанк России», «Сургутнефтегаз», «Татнефть им. В.Д. Шашина»);

– компании, допускающие выплату промежуточных дивидендов, но не считающие их выплату приоритетной задачей (к ним можно отнести «Акрон», «Газпром нефть», «ГМК «Норильский никель», «ЛУКОЙЛ», «Ростелеком», «ТМК», «Уралкалий»);

– компании, которые регулярно выплачивают промежуточные дивиденды (раз в квартал или полугодие), причем, что очень показательно, подобных компаний в сформированной выборочной совокупности нет.

Нужно отметить, что большинство отечественных публичных компаний проводит выплату промежуточных дивидендов с учетом сложившейся конъюнктуры рынка. Так, законодательное изменение ставок налогообложения дивидендных выплат с 1 января 2015 г. (рост ставки налога с 9% до 13%) спровоцировало выплату промежуточных дивидендов непосредственно перед вступлением данного изменения в законную силу: таким образом публичные компании адаптировались под неблагоприятные налоговые изменения.

Как мы полагаем, полное отсутствие комплексного подхода к осуществлению промежуточных дивидендных выплат на локальном рынке объясняется аномальной степенью изменчивости условий ведения бизнеса, в

которых функционируют публичные компании, вследствие высокого уровня геополитической напряженности, неблагоприятной конъюнктуры внешних рынков, изменчивости российского законодательства и постепенного увеличения налогового бремени.

Весьма любопытной особенностью политики дивидендных выплат отечественных компаний можно считать ее высочайшую адаптивность.

Чрезвычайно высокая степень адаптивности политики дивидендных выплат российских компаний обеспечивается за счет почти полного отказа закрепления фиксированных обязательств по дивидендным выплатам, при этом в нормативных документах публичных компаний используются разнообразные формулировки, обеспечивающие эмитентам акций возможность «свободно маневрировать» в этом вопросе:

1) выделение одного ориентира по величине дивидендных выплат (наиболее гибкий вариант), при этом в действительности в таком качестве выступает минимально возможный размер дивидендов (в частности, «Акрон» направляет на дивиденды не менее 30% чистой прибыли по МСФО);

2) определение широкого интервала «дивидендных ориентиров», которые предполагают одновременное ограничение «верхней» и «нижней» границы дивидендных выплат (к примеру, «Магнитогорский металлургический комбинат» намерен выплачивать в виде дивидендов не менее 20% и не более 40% от полученной прибыли по МСФО);

3) применение особых оговорок, которое характерно почти для всех отечественных компаний: по сути, единственной реальной целью таких оговорок выступает предоставление компании-эмитенту права менять величину выплаты дивидендов по собственному желанию в зависимости от экономических реалий. В действительности публичные компании или фиксируют обширный перечень необходимых условий, исполнение которых необходимо для выплаты дивидендов (невыполнение любого из условий априори приводит к полному отказу от дивидендных выплат), или особо прописывают возможность изменения величины дивидендных выплат в «специальных» случаях.

Уникальной особенностью политики дивидендных выплат национальных публичных компаний, как мы думаем, является также нормализация базы дивидендных случаев.

Важно обратить внимание на то, что в мировой практике нормализация базы выплаты дивидендов широкого распространения не получила: большинство зарубежных компаний предпочитают рассматривать обнаруживаемую финансовую отчетность как истину в последней инстанции, т.е. величина чистой прибыли практически никогда не подвергается дополнительным корректировкам даже в том случае, если на итоговый результат серьезное влияние оказали «бумажные» прибыли и убытки (например, возникшие в результате переоценки активов или обязательств компании).

В российской же практике складывается диаметрально противоположная ситуация: все национальные компании считают критически необходимым учет «бумажных» прибылей и убытков при выплате дивидендов, мотивируя это тем, что «бумажные» результаты не влияют на реальные финансовые потоки компании. Мало того, многие компании во избежание возможных юридических претензий со стороны акционеров предпочитают четко и однозначно прописывать возможность специальных корректировок в положении о дивидендной политике, однако в подавляющем большинстве случаев алгоритм их расчета остается четко не определенным.

Фактически для владельцев акций складывается двойственная ситуация: с одной стороны, в большинстве случаев у компаний существует формализованная дивидендная политика, на основании которой с учетом фактических финансовых результатов (например, за I полугодие или за 9 месяцев) инвестор может попытаться спрогнозировать размер дивидендов по итогам всего финансового года, причем с приемлемым уровнем точности, а с другой стороны, компания-эмитент даже после публикации финансовых результатов имеет возможность провести корректировку базы дивидендных выплат, которая может быть очень существенной по своим масштабам. Соответственно, гипотетически возможно возникновение ситуации, в которой компания согласно официальной отчетности

является прибыльной и формально должна выплачивать дивиденды акционерам, а де-факто она не производит дивидендных выплат.

Наконец, такой критерий, как инициатива формирования дивидендной политики отечественных компаний, свидетельствует, что она формируется в зависимости от потребностей (предпочтений) мажоритарных акционеров.

Данная особенность дивидендной политики наглядно иллюстрирует специфику корпоративного управления, характерную для российских компаний: даже при достаточно сложной структуре менеджмента, предполагающей одновременное функционирование нескольких соподчиненных уровней управления, уровень реальных полномочий в области формирования дивидендной политики у наемных топ-менеджеров является очень низким: по сути, он ограничивается возможностью вынесения рекомендаций и предложений для дальнейшего рассмотрения мажоритарным акционером (или несколькими акционерами), но не более того.

Как нам представляется, подобная ситуация объясняется сочетанием двух факторов: особенностями структуры собственности российских компаний, о которой уже говорилось ранее, и низкой степенью проникновения опционных программ для менеджмента, в том числе и программ распределения «условных» акций. Такие программы предполагают гипотетическое распределение между менеджерами компании определенного количества «условных» акций, причем первоначально каждый менеджер получает определенное количество подобных «условных» акций, а по итогам года (или иного предусмотренного опционной программой периода) он получает вознаграждение, численно равное фактически выплаченным дивидендам на аналогичное количество «реальных» акций. Очевидно, что подобные опционные программы стимулируют менеджмент при любой возможности увеличивать размер дивидендных выплат, поэтому в них, как правило, заранее определяется четко формализованный порядок определения дивидендных выплат, чтобы краткосрочные интересы менеджмента не перевесили долгосрочных интересов компании, т.е. распределение прибыли компании должно быть рациональным.

Таким образом, в настоящее время в отечественной практике сложился своеобразный и весьма специфический стереотип дивидендной политики, предполагающий ориентированность:

- а) на консервативный тип дивидендной политики;
- б) выплату плавающих дивидендов;
- в) выплату дивидендов денежными средствами;
- г) преобладание выплаты годовых дивидендов;
- д) высокую степень адаптивности;
- е) нормализацию базы дивидендных выплат;
- ж) ее формирование акционерами (прежде всего, мажоритарными).

3 СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

3.1 Комбинированная методика формирования инвестиционного портфеля, учитывающая дивидендную политику российских компаний

Проанализировав современное состояние и специфические особенности политики дивидендных выплат российских компаний, присущие ей на текущем этапе развития внутреннего рынка акций, мы считаем логичным перейти к рассмотрению вопросов, связанных с формированием инвестиционного портфеля для той категории инвесторов, которая при принятии инвестиционных решений учитывает реализуемую компаниями дивидендную политику.

По нашему мнению, в настоящее время на локальном рынке ценных бумаг складывается во многом уникальная ситуация.

С одной стороны, в силу довольно слабой динамики рыночных котировок большинства ликвидных акций в течение последних лет на национальном рынке у инвесторов существует потребность во вложениях в так называемые защитные активы, к которым традиционно относятся акции, характеризующиеся относительно высоким уровнем дивидендной доходности. При этом у данной категории инвесторов постепенно происходит трансформация инвестиционных предпочтений с точки зрения предполагаемого срока владения приобретенными бумагами: если еще 5-7 лет назад они были в основном ориентированы на применение спекулятивных стратегий (средний срок инвестирования - от

нескольких дней до нескольких месяцев)⁷, то сейчас происходит более четкая дифференциация инвесторов, работающих с дивидендными акциями: одни по-прежнему ориентируются на краткосрочные спекулятивные стратегии, а другие, причем с каждым годом их становится все больше, готовы вкладывать в эти финансовые инструменты на длительный срок (от 2-3 лет и более). Иными словами, можно говорить о постепенной смене инвестиционной парадигмы в рамках рассматриваемой группы инвесторов: происходит их переориентации с работы преимущественно с «голубыми фишками» и использования инструментов технического анализа на акции, обладающие приемлемым уровнем ликвидности, и на применение фундаментального анализа.

С другой стороны, методология инвестирования в дивидендные акции на отечественном рынке развита довольно слабо. По большому счету, на российском рынке хорошо разработана лишь методология краткосрочного инвестирования в такие инструменты, подразумевающая приобретение акций за некоторое время до даты закрытия реестра, а затем их продажу непосредственно перед датой закрытия реестра (подобное инвестирование в большинстве случаев основано на сочетании технического и, в меньшей степени, факторного анализа). Что же касается методологии среднесрочного и долгосрочного инвестирования в дивидендные акции, то она по-прежнему остается практически не разработанной: малое количество акций, удовлетворяющих всем критериям, используемым для оценки дивидендной политики российских компаний, в сочетании с незначительной величиной среднего инвестиционного портфеля (прежде всего, данная проблема характерна для частных инвесторов) приводит к тому, что классические алгоритмы его формирования оказываются не применимы или, как минимум, ограниченно применимы на практике.

По нашему мнению, единственной последовательно обоснованной стратегией инвестирования в акции, характеризующиеся относительно высоким уровнем дивидендной доходности, является приобретение привилегированных

⁷ Безусловно, всегда существовали отдельные инвесторы, которые были готовы вкладывать свои средства в дивидендные акции на длительный период, однако раньше их количество на отечественном фондовом рынке было ничтожно мало.

акций при отклонении спреда между обыкновенными и привилегированными акциями от своих средних исторических значений в большую сторону, однако данная стратегия характеризуется крайне ограниченной применимостью. Так, в пределах сформированной нами ранее выборочной совокупности данная стратегия применима лишь в отношении пяти выпусков акций - привилегированных акций «Нижекамскнефтехима», «Ростелекома», «Сбербанка России», «Сургутнефтегаза», компании «Татнефть им. В.Д. Шашина»⁸.

Вполне закономерным результатом несовершенства методологии формирования инвестиционных среднесрочных и долгосрочных портфелей дивидендных бумаг на отечественном рынке акций является безусловное преобладание максимально упрощенного подхода к их созданию.

Как правило, в нашей стране такие портфели формируются следующим образом:

1) на основе фактической или прогнозируемой дивидендной доходности формируется своеобразный топ-лист⁹ дивидендных акций, в который обычно последовательно включаются те акции, которые обладают наибольшей дивидендной доходностью (все остальные факторы просто игнорируются), причем в процессе формирования подобных топ-листов, как правило, учитывается ближайшая дивидендная доходность¹⁰;

2) из акций, входящих в топ-лист, формируется инвестиционный портфель, причем очень часто данная процедура не является строго формализованной (нередко управляющий распределяет доли акций в портфеле интуитивно) или формализована на простейшем уровне (например, все выпуски акций имеют одинаковый удельный вес или их удельный вес в портфеле зависит от уровня ликвидности: чем выше ликвидность, тем больше доля).

⁸ В отношении привилегированных акций АК «Транснефть» данная стратегия не применима, так как на момент проведения исследования на биржевом рынке не были представлены ее обыкновенные акции (де-факто все они находятся в государственной собственности), что объективно не позволяет корректно оценить величину рыночного спреда.

⁹ Чаще всего топ-лист является очень небольшим, включая в себя не более 5-10 выпусков акций.

¹⁰ Традиционно ближайшей дивидендной доходностью акций называется их ожидаемая доходность на момент ближайшей даты закрытия реестра акционеров.

Основными недостатками данного подхода к формированию портфеля дивидендных бумаг являются:

1) ориентированность на текущий момент времени (некоторым образом, на сиюминутность), так как фактически в рамках этого подхода и реальная дивидендная история акций, и дивидендная политика, реализуемая российскими компаниями, учитываются в очень ограниченной степени. Чаще всего основной акцент делается на ожидаемой величине ближайших по времени дивидендных выплат, которая может быть определена весьма приблизительно (фактически можно констатировать, что данный подход совершенно не ориентирован на среднесрочных и долгосрочных инвесторов);

2) непрозрачность процедуры формирования топ-листа дивидендных акций, т.е. при подготовке специализированных аналитических отчетов, к примеру, публикуемых брокерскими компаниями, зачастую представляются и детально описываются только итоговые результаты (собственно сам топ-лист), но при этом осознанно пропускаются все промежуточные расчеты и вычисления. Соответственно, пользователи этих отчетов не имеют возможности оценить объективность предоставленных отчетов и отследить саму внутреннюю логику формирования топ-листа дивидендных бумаг, что является крайне важным. Дело в том, что единой информационной базы, в которой была бы собрана и систематизирована информация о дивидендных выплатах всех отечественных публичных компаний, в настоящее время просто не существует, поэтому многие инвестиционные компании, предоставляющие аналитические исследования в данной области, предпочитают самостоятельно формировать перечень компаний, подлежащий регулярному аналитическому покрытию, который, что вполне естественно, охватывает далеко не все компании, представленные на биржевом рынке. В результате в отечественной практике возможно возникновение ситуации, когда акции, характеризующиеся более высоким уровнем дивидендной доходности, не включаются в топ-лист только потому, что они не входят в список систематически отслеживаемых бумаг;

3) предельно упрощенный алгоритм присвоения удельных весов отдельным выпускам акций, который, безусловно, приводит к определенной диверсификации инвестиционного портфеля (в частности, портфель, в котором все дивидендные акции имеют одинаковые удельные веса, будет характеризоваться более высоким уровнем диверсификации по сравнению с портфелем, состоящим из одного актива, что нередко характерно для реальных портфелей, формируемых частными инвесторами на отечественном рынке ценных бумаг), но не способствует его оптимизации с точки зрения доходности. Так, пропорционально структурированный по количеству акций инвестиционный портфель не будет характеризоваться оптимальной дивидендной доходностью, поскольку в его состав с равными весами войдут все отобранные акции: и акции с дивидендной доходностью, превышающей средний уровень, и с акции с дивидендной доходностью ниже среднего уровня. При этом даже простейшее непропорциональное структурирование инвестиционного портфеля по принципу «чем выше дивидендная доходность, тем больше удельный вес выпусков акций» позволит сформировать портфель с более высокой средней дивидендной доходностью (это произойдет за счет того, что акции с более высоким уровнем дивидендной доходности будут занимать в нем большую долю);

4) игнорирование того факта, что средняя ретроспективная доходность акций российских компаний является относительно небольшой¹¹. Мало того, даже если ориентироваться на официальный уровень инфляции, то реальный уровень дивидендной доходности акций отечественных компаний является отрицательным, т.е. приобретение акций исключительно с целью получения дивидендов на национальном рынке является экономически не оправданным, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Неоптимальность инвестирования в дивидендные акции на длительный срок исключительно с целью получения дивидендов на отечественном биржевом рынке обусловлена тем, что при использовании подобного подхода к

¹¹ Данное утверждение справедливо и в отношении сформированной выборочной совокупности акций.

формированию инвестиционного портфеля инвестор совершенно не учитывает существования инвестиционных альтернатив и потому неоправданно принимает на себя высокие риски, при этом доходность его портфеля характеризуется крайне низким уровнем прогнозируемости. Так, в настоящий момент в нашей стране одним из наименее рискованных инструментов инвестирования является традиционный банковский депозит: с одной стороны, он характеризуется более высоким уровнем доходности по сравнению со средней доходностью дивидендных акций (средняя ретроспективная доходность акций, входящих в состав выборочной совокупности, составляет 3,88%, а средняя доходность банковских депозитов на срок более 1 года близка к 10% годовых), а с другой стороны, учитывая особенности национального законодательства, банковские депозиты¹² фактически являются инструментами, характеризующимися минимальным уровнем риска за счет существования системы обязательного страхования банковских вкладов населения. Соответственно, при сравнении инвестирования в дивидендные акции с целью получения дивидендов и размещения средств на банковском депозите складывается следующая ситуация: риски инвестора, работающего с дивидендными бумагами, априори будут выше хотя бы в силу существования риска изменения рыночных котировок (ценового риска), при этом для получения сопоставимой доходности с банковским депозитом не только необходимо сохранение неизменным среднего уровня дивидендной доходности портфеля, но и нужен рост рыночных котировок включенных в него акций. Например, если срок инвестирования равен 3 годам, то по итогам этого периода рыночные котировки дивидендных акций в среднем должны вырасти на 18,36%¹³.

Кроме того, нужно учитывать разницу в уровне налогообложения доходов, получаемых частными инвесторами на рынке акций и в виде процентов по депозитам, как и разницу в уровне транзакционных издержек. В частности, на

¹² При сумме инвестирования, не превышающей 1 400 000 руб.

¹³ Расчет произведен исходя из средней ставки по банковскому депозиту в размере 10% годовых без учета реинвестирования и изменения первоначальной суммы депозита (отсутствие пополнений и изъятий денежных средств).

рынке ценных бумаг используется налоговая ставка в размере 13% (сейчас она распространяется на все виды доходов, полученные по акциям), а банковские депозиты (при ставке 10% годовых и текущей системе налогообложения) не предполагают налоговых выплат¹⁴. Что же касается транзакционных издержек, то даже при пассивной стратегии инвестирования на рынке акций в среднем их можно оценить примерно в 0,3% от суммы инвестирования (0,15% - при формировании инвестиционного портфеля и 0,15% - при закрытии всех имеющихся позиций), в то время как обычный банковский депозит их не предполагает. Таким образом, с учетом этих факторов даже при сохранении среднего уровня дивидендной доходности акций их рыночная стоимость за 3 года должна увеличиться на 23,1% (или на 7,7% в год) - и только в этом случае будет достигнут паритет по доходности с традиционным банковским депозитом (риски же инвестирования на рынке акций все равно останутся на более высоком уровне).

По нашему мнению, приведенный пример убедительно доказывает необходимость разработки специальной методики формирования портфеля дивидендных бумаг, учитывающей не единственный параметр (де-факто дивидендную доходность акций), а их некоторую совокупность, т.е. дополнительно к традиционной дивидендной доходности будут рассматриваться и другие (дополнительные) параметры, причем именно дополнительные параметры должны тем или иным образом характеризовать потенциал увеличения рыночной стоимости дивидендных бумаг.

При таком подходе к созданию портфеля дивидендных бумаг большое значение приобретает выбор самих дополнительных параметров (или одного параметра), применяемых для отбора акций. На наш взгляд, в подобном качестве целесообразно использовать рыночные мультипликаторы¹⁵, получившие широкое

¹⁴ Налогообложение доходов, полученных в виде процентов по банковским депозитам, возникает только в том случае, если ставка по депозиту превышает законодательно установленный порог, определяемый как «Ставка рефинансирования + 5%».

¹⁵ В отечественной практике достаточно распространены такие термины, как «рыночные коэффициенты», «рыночные соотношения».

распространение как в отечественной, так и в зарубежной практике в рамках сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса.

Общая логика построения всех рыночных мультипликаторов достаточно проста: они представляют собой соотношение двух показателей. В числителе традиционно используется ценовая составляющая (обычно капитализация компании, обозначаемая как P , или стоимость компании, обозначаемая как EV). Знаменатель рыночных мультипликаторов является намного более вариативным - в таком качестве могут выступать самые разнообразные финансовые (к примеру, балансовая стоимость активов компании) или натуральные показатели (в частности, объем производства продукции за определенный период времени)¹⁶. При этом финансовые мультипликаторы считаются универсальными: подавляющее большинство из них может быть применено в отношении любых компаний вне зависимости от их отраслевой принадлежности, а натуральные мультипликаторы обладают ограниченной применимостью, так как они предусматривают определенный уровень однородности производимой продукции (иными словами, они позволяют получать методологически корректные результаты только в отношении тех компаний, которые занимаются производством однородной продукции или оказанием типовых услуг, которые могут быть напрямую сопоставлены между собой и приведены к одной, пусть и условной, единице измерения).

По нашему мнению, по этой причине в процессе построения группировки целесообразно использовать финансовые мультипликаторы именно в силу их универсальности, причем, как нам представляется, для формирования наиболее простой и эффективной системы сегментирования выборочной совокупности дивидендных акций, помимо реализуемой дивидендной политики, целесообразно использовать 2 дополнительных параметра, а именно:

- 1) мультипликатор Капитализация/Чистая прибыль (P/E);

¹⁶ В зависимости от характера знаменателя рыночные мультипликаторы подразделяются на финансовые (если знаменатель - финансовый показатель) и натуральные (если знаменатель - натуральный показатель).

2) мультипликатор Капитализация/Балансовая стоимость собственного капитала (чистых активов) (P/BV).

Выбор именно данных мультипликаторов представляется вполне обоснованным в силу их экономической сущности.

По нашему мнению, все перечисленные недостатки, бесспорно, присущи анализируемым мультипликаторам, однако почти все они в той или иной степени касаются знаменателей мультипликаторов и преимущественно связаны со спецификой бухгалтерского учета, ведущегося в компании: при его корректном ведении (даже при наличии определенных расхождений в учетной политике) рассматриваемые показатели обладают достаточной степенью репрезентативности, позволяющей эффективно использовать мультипликаторы P/E и P/BV в качестве дополнительных параметров при отборе дивидендных акций из сформированной выборочной совокупности. При этом применение данных мультипликаторов, на наш взгляд, дает возможность охарактеризовать деятельность компаний, акции которых рассматриваются в качестве возможных объектов инвестирования, с разных сторон: с одной стороны, мультипликатор P/E отражает способность компании зарабатывать прибыль, а с другой стороны, мультипликатор P/BV характеризует наличие у нее реальных активов.

Необходимо отметить, что, помимо рассмотренных мультипликаторов P/E и P/BV, существует большое количество альтернативных мультипликаторов (к примеру, P/S, P/D, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/S и пр.), которые теоретически могут быть использованы при сегментировании сформированной выборочной совокупности дивидендных акций. Теоретически эти мультипликаторы также могут быть использованы для сегментирования сформированной выборочной совокупности дивидендных акций, однако, как нам представляется, целесообразно остановиться на использовании мультипликаторов P/E и P/BV по следующим причинам:

1) выбранные мультипликаторы являются универсальными и, в отличие, в частности, от натуральных показателей, могут быть применены в отношении любой компании вне зависимости от ее отраслевой принадлежности;

2) расчет представленных мультипликаторов может быть проведен на основе общедоступной информации, регулярно раскрываемой компаниями в соответствии с требованиями действующего законодательства (расчет же мультипликаторов, ориентированных на использование стоимости компании (EV), серьезно затруднен по причине недостатка информации о величине ее чистого долга, который к тому же не является постоянной величиной и может существенно изменяться даже на коротких временных интервалах);

3) отобранные мультипликаторы имеют четкую экономическую интерпретацию (в частности, использование мультипликатора P/S не представляет никаких сложностей, однако в силу разной рентабельности бизнеса в отраслевом разрезе содержательная характеристика его значений затруднена).

Кроме того, нужно учитывать и текущий уровень развития российского рынка акций, на котором объем выборочной совокупности совсем не велик, поэтому дополнение перечня используемых мультипликаторов, даже если это будет всего один показатель, приведет к формированию сегментов выборочной совокупности, отличающихся низкой репрезентативностью. Это связано с тем, что включение нового мультипликатора в процесс сегментирования будет автоматически увеличивать число выделяемых сегментов (через увеличение числа возможных сочетаний значений отобранных мультипликаторов). Неизменный объем выборочной совокупности будет означать, что в каждый сегмент в среднем будет попадать меньшее количество элементов (выпусков акций), а отдельные сегменты вообще могут оказаться пустыми (с математической точки зрения сам факт наличия подобных сегментов свидетельствует о не совсем корректном проведенном сегментировании).

Тем не менее, мы не исключаем, что при решении более локальных инвестиционных задач (например, при выборе дивидендных акций в рамках одной отрасли) набор применяемых мультипликаторов может быть скорректирован.

В рамках проводимого сегментирования выборочной совокупности мы не видим необходимости в дополнительном проведении отраслевого

сегментирования. Его нецелесообразность, на наш взгляд, связана с двумя важными моментами:

1) с принципиально разным уровнем представленности отдельных отраслей в сформированной выборочной совокупности дивидендных акций, в частности лишено экономического смысла сегментирование отраслей, слабо представленных на российском рынке (по сути, полноценное отраслевое сегментирование можно провести только в рамках нефтяной отрасли);

2) высоким уровнем безразличия инвесторов к отраслевой принадлежности эмитентов акций. Мы считаем, что для частных инвесторов отраслевая принадлежность компании играет второстепенную роль: намного важнее для них абсолютные и относительные показатели доходности дивидендных акций. Так, если гипотетически предположить, что на рынке одновременно обращаются два выпуска акций разных компаний (разная отраслевая принадлежность), имеющих одинаковую рыночную стоимость и одинаковый уровень дивидендной доходности, то, по большому счету, для инвестора не имеет принципиального значения, какой именно из этих выпусков акций приобрести в свой инвестиционный портфель.

Кроме того, нужно понимать, что в пределах любого локального рынка выбор отраслевых альтернатив, как правило, ограничен, т. е. даже при наличии у инвестора определенных отраслевых предпочтений нет никаких гарантий, что на рынке присутствуют подходящие выпуски акций.

Подводя итог всему сказанному ранее, мы считаем, что в качестве первого этапа разрабатываемой методики должен выступать обоснованный отбор инвесторами потенциальных объектов для вложений. В ходе данного этапа необходимо использовать выделенные критерии оценки дивидендной политики отечественных публичных компаний, дающие возможность отобрать выпуски акций, в наибольшей мере отвечающие предпочтениям инвесторов.

Второй этап предлагаемой методики - выбор сопутствующих (дополнительных) критериев, в качестве которых используются рыночные

мультипликаторы, и вычисление их значений¹⁷. Исключительная важность этого этапа объясняется тем, что именно выбором дополнительных критериев определяется общая логика дальнейшего разделения исходной совокупности выпусков дивидендных акций на меньшие по числу элементов группы, что позволяет реализовывать локальные инвестиционные идеи (такие идеи могут быть достаточно сложными). При этом каждая сформированная на основе дополнительных критериев подгруппа должна соответствовать одной инвестиционной идее.

Третий этап разработанной методики предполагает сегментирование отобранных потенциальных (возможных) объектов инвестирования по выбранным в зависимости от решаемых задач дополнительным критериям.

Нужно подчеркнуть, что в рамках предлагаемой методики особое значение приобретает логика разбивки исходной совокупности на отдельные подгруппы (сегменты), т.е. она должна быть не просто разделена на некоторое количество групп (их число может быть произвольным), а обоснованно. В свою очередь, обоснованность подобной разбивки приводит к тому, что гипотетически в отношении каждой полученной подгруппы может быть сформулирована вполне конкретная инвестиционная идея.

На следующем этапе предлагаемой методики, как мы полагаем, должна осуществляться четкая формулировка специализированной инвестиционной идеи и, соответственно, выбор сегмента, который ей соответствует. На данном этапе формирования портфеля дивидендных акций происходит обоснованный выбор инвестором конкретной инвестиционной идеи, что в дальнейшем определяет выбор им конкретных объектов для вложения средств, т.е. осуществляется логичный переход от общего намерения инвестора включить в свой портфель дивидендные бумаги до выбора им сегмента, наиболее адекватного своим инвестиционным предпочтениям.

¹⁷ Как уже подчеркивалось ранее, в подобном качестве выступают мультипликаторы P/E и P/BV.

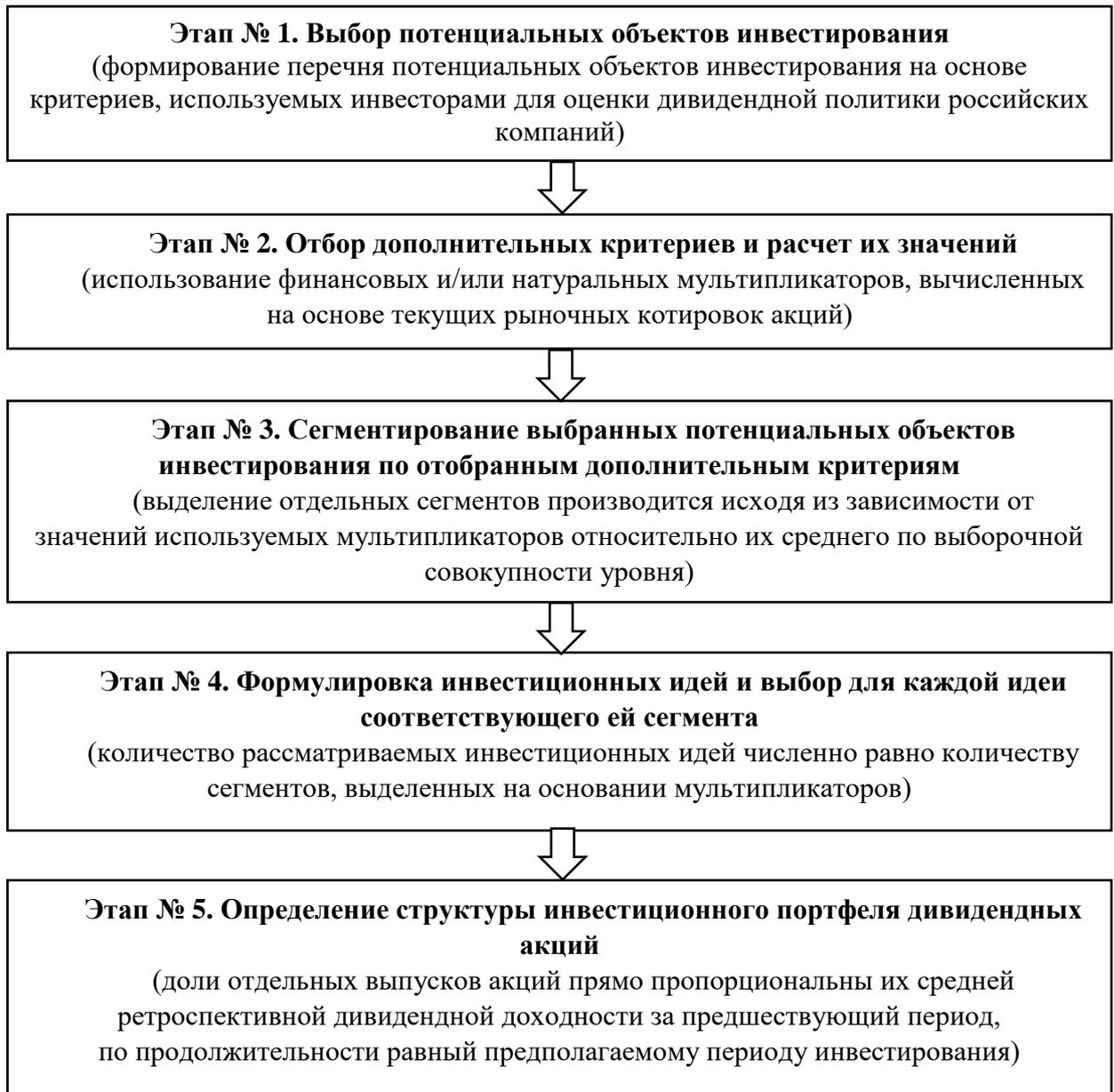


Рисунок 3.1 - Этапы комбинированной методики формирования инвестиционного портфеля, учитывающей дивидендную политику российских публичных компаний

Заключительный этап предлагаемой комбинированной методики предполагает структурирование портфеля дивидендных бумаг. На данном этапе определяется алгоритм вычисления долей отдельных выпусков обыкновенных и привилегированных акций, применяемый в отношении каждого выбранного сегмента. Непосредственно вычисление удельных весов конкретных выпусков акций становится стандартизированным, причем, при необходимости, инвестор имеет возможность выбрать один из возможных способов структурирования портфеля дивидендных акций.

Алгоритм разработанной методики формирования выборочной совокупности акций представлен на рисунке 3.1.

3.2 Прикладные аспекты применения комбинированной методики формирования портфеля дивидендных акций на российском рынке

Следующим этапом после проработки комбинированной методики создания портфеля дивидендных акций выступает практическая апробация данной методики на локальном рынке акций, что позволяет наиболее полно и корректно учесть современный уровень его развития, в том числе присущие ему специфические свойства. Необходимость подобного «прикладного» тестирования методических разработок обусловлена тем, что даже научно аргументированные, логичные и последовательные разработки в области портфельного инвестирования на рынке акций нередко оказываются ограниченно применимыми, а в отдельных случаях - и вообще не применимыми на практике по самым разным причинам. Наиболее распространенными из них, на наш взгляд, являются: ограниченный набор финансовых инструментов, соответствующих требованиям, предъявляемым к ним инвесторами, ориентированным на вложения в дивидендные бумаги; достаточно низкий уровень ликвидности акций, делающий невозможным или неэффективным использование целого ряда инвестиционных стратегий; высокий уровень транзакционных издержек, кардинальным образом снижающих эффективность инвестиционных стратегий; ограниченный набор инвестиционных услуг, доступных частным инвесторам на российском рынке акций; значительный объем предполагаемой суммы инвестирования, отсеивающей определенное количество инвесторов, и прежде всего частных; и т.д.

Необходимо учитывать и то, что с методической точки зрения репрезентативные результаты дает такая апробация предложенной методики, которая максимально учитывает инвестиционные потребности конкретного инвестора или относительно однородной группы инвесторов, имеющих достаточно четкие и структурированные инвестиционные цели, в соответствии с которыми происходит реализация вполне определенной инвестиционной идеи, гармонизированной с этими целями. Целесообразность данного подхода связана с тем, что при нечетких (размытых) инвестиционных целях инвестора возникает очень серьезная проблема: неопределенность целей затрудняет как выбор объектов инвестирования, так и структурирование формируемого портфеля, что, в конечном итоге, приводит к тому, что созданный портфель лишь частично соответствует декларируемым инвестиционным целям и потому не может быть достаточно эффективным. При этом данное несоответствие может проявиться весьма разнообразно (в частности, в виде принятия инвестором избыточных рисков или получения доходности, значительно отличающейся от предполагаемой (планируемой)).

Мы полагаем, что в наиболее общем виде инвестиционную цель инвесторов, потенциально готовых применять на практике разработанную методику, можно сформулировать следующим образом: получение доходности, превышающей доходность альтернативных инструментов инвестирования, в условиях принятия на себя умеренных рисков.

Конкретизируя сформулированную инвестиционную цель, по нашему мнению, в качестве доходности альтернативного инструмента инвестирования целесообразно использовать доходность банковского депозита в национальной валюте сроком на 1 год, выраженную в процентах годовых (на момент формирования портфеля), причем в качестве референсного банка используется либо один из крупнейших российских банков (например, «Сбербанк России»), либо средняя ставка по подобным депозитам, рассчитанная по 10 крупнейшим банкам по размеру активов.

Помимо собственно ставки по банковскому депозиту, для определения ожидаемой доходности инвестор может использовать несколько иной алгоритм ее определения, который в упрощенном виде можно представить следующим образом: Ставка банковского депозита + Требуемая дополнительная доходность. Подобный подход является вполне оправданным в условиях низких процентных ставок, особенно в том случае, если банковские депозиты характеризуются отрицательным уровнем реальной доходности, т.е. их фактическая доходность ниже уровня инфляции.

Что же касается умеренного риска портфеля дивидендных акций, то мы предлагаем понимать под ним максимальную величину снижения его совокупной рыночной стоимости (так называемую максимальную просадку), не превышающую просадки индекса ММВБ, рассматриваемого в качестве эталонного индекса широкого рынка, т.е. в данном случае умеренный уровень риска трактуется как относительная ценовая стабильность инвестиционного портфеля даже в неблагоприятных условиях. Привязка к индексу ММВБ не является единственной альтернативой для оценки риска формируемого инвестиционного портфеля: возможен и другой вариант, предполагающий жесткую фиксацию предельно допустимой величины снижения стоимости портфеля (например, в отечественной практике допустимым риском для консервативных инвесторов считается диапазон потерь от 10 до 15%).

Итак, мы считаем целесообразной апробацию разработанной методики на условном портфеле частного инвестора, который готов формировать его сроком на 3 года. Общая инвестиционная цель сформулирована им так - получение доходности, которая превышает доходность вклада в «Сбербанке России» (эталонная доходность банковского депозита учитывается на момент приобретения ценных бумаг), как минимум, на 3%, при этом предельно допустимый уровень риска ограничивается 15%.

Стоит обратить внимание на один важный момент: по состоянию на 15 января 2016 г. ставка по вкладу «Сохраняй», который инвестор может открыть в «Сбербанке России» на сопоставимый срок, составляет 7,85% [87], т.е.

величина ожидаемой доходности составляет 10,85% годовых, в то время как допустимая инвестором максимальная "просадка" превышает данную величину. По нашему мнению, подобное соотношение ожидаемой доходности и просадки должно трактоваться как готовность инвестора в отдельные моменты времени принимать на себя риск, незначительно превышающий величину ожидаемой доходности.

Непосредственной датой построения портфеля дивидендных бумаг выступает 15 января 2016 г., а цены их приобретения принимаются равными ценам закрытия данной торговой сессии на Московской бирже.

На первом этапе разработанной методики мы считаем необходимым рассматривать как возможные объекты инвестирования исключительно те выпуски дивидендных акций, ранее вошедшие в состав сформированной выборочной совокупности. Для более адекватного определения величины ретроспективной дивидендной доходности, которая соответствует ожидаемому периоду инвестирования, целесообразно осуществить пересчет ее прошлых значений за 3 предшествующих года (2012-2014), за которые отечественные публичные компании полностью произвели выплату дивидендов, применяя при расчетах текущие рыночные цены акций (соответствующие расчеты приведены в таблице 3.1). Фактически сформированная выборочная совокупность дивидендных акций, полностью соответствующих всем выделенным критериям, по которым осуществляется оценка политики дивидендных выплат публичных компаний, понимается как закрытый (ограниченный) перечень возможных объектов для вложений, причем дополнительные расчеты необходимы инвесторам для обеспечения хронологической сопоставимости (по продолжительности) исторических данных с ожидаемым периодом владения инвестиционным портфелем.

Таблица 3.1 - Средняя ретроспективная дивидендная доходность акций, рассматриваемых как потенциальные объекты инвестирования, за 2012-2014 гг. (на момент формирования инвестиционного портфеля - 15 января 2016 г.)

Компания	Суммарный размер дивидендов, руб.	Рыночная цена на 15.01.2016 г., руб.	Средняя дивидендная доходность, %
1 «Акрон»	447,00	3440,00	4,33
2 «Аэрофлот - российские авиалинии»	3,662	51,98	2,35
3 «Газпром»	20,39	125,10	5,43
4 «Газпром нефть»	25,15	144,90	5,79
5 «ГМК «Норильский никель»	2302,39	8050,00	9,53
6 «Группа ЛСР»	138,00	623,00	7,38
7 «Группа Черкизово»	89,04	968,00	3,07
8 «ЛУКОЙЛ»	354,00	2098,00	5,62
9 «Магнитогорский металлургический комбинат»	0,86	17,145	1,67
10 «Мосэнерго»	0,08	0,8145	3,27
11 «МТС»	64,18	205,00	10,44
12 «Нефтяная компания «Роснефть»	29,11	232,10	4,18
13 «Нижекамскнефтехим»	5,30	42,90	4,12
14 «Нижекамскнефтехим»-п	5,30	22,75	7,77
15 «Новатэк»	25,05	543,70	1,54
16 «Новолипецкий металлургический комбинат»	3,73	57,50	2,16
17 «ОГК-2»	0,00814	0,2059	1,32
18 «Полюс Золото»	62,95	3100,00	0,68
19 «Ростелеком»	8,894	81,27	3,65
20 «Ростелеком»-п	13,0008	63,55	6,82
21 «РусГидро»	0,03877	0,6152	2,10
22 «Сбербанк России»	6,22	87,27	2,38
23 «Сбербанк России»-п	6,85	66,80	3,42
24 АФК «Система»	3,49	17,61	6,61
25 «Сургутнефтегаз»	1,75	32,465	1,80
26 «Сургутнефтегаз»-п	12,05	43,000	9,34
27 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	27,41	284,05	3,22
28 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	27,41	184,60	4,95
29 «ТМК»	4,557	52,15	2,91
30 АК «Транснефть»-п	2664,35	204500,00	0,43
31 «Уралкалий»	12,45	178,35	2,33
32 «Э.ОН Россия»	0,94667	3,022	10,44

Источник: ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» : офиц. сайт. URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/153962/MarketT_150116.pdf (дата обращения: 15.01.2016).

Второй этап применяемой методики построения инвестиционного портфеля дивидендных акций предполагает выбор неких дополнительных критериев и расчет их значений. В таком качестве мы полагаем необходимым применять

мультипликаторы (коэффициенты) P/BV и P/E , определив их таким образом: первый рыночный коэффициент - на последнюю актуальную отчетную дату (в данном случае - 30 сентября 2015 г.) на момент приобретения дивидендных акций, а второй коэффициент - вычислив сумму чистой прибыли публичной компании за предшествующие 4 квартала (в расчете - с IV квартала 2014 г. по III квартал 2015 г. включительно) (непосредственный расчет значений рыночной капитализации публичных компаний и применяемые значения финансовых коэффициентов представлены в приложениях Д и Е).

Результаты расчетов позволяют утверждать, что из списка возможных объектов для вложений нужно исключить акции АФК «Система» и «ТМК», так как эти публичные компании за предшествующие 12 месяцев были убыточными, т.е. для этих компаний значение мультипликатора P/E будет меньше нуля, что позволяет усомниться в перспективах получения по ним существенных дивидендов даже в случае нормализации базы дивидендных выплат.

Помимо этого, логичным является исключение из данного списка «префов» АК «Транснефть», так как обыкновенные акции этой публичной компании на национальном рынке сейчас не обращаются (на нем представлены только привилегированные акции трубопроводной монополии). Соответственно, корректное определение рыночной капитализации этой публичной компании невозможно. Вообще не принимать в расчет обыкновенные акции методологически не корректно, а их рыночная цена может быть определена лишь со высокой степенью условности, к примеру, на основании среднего по национальному рынку дисконта привилегированных акций к обыкновенным. Расчет же рыночной капитализации исключительно на основании данных по привилегированным акциям компании будет априори приводить к искусственному занижению, причем весьма существенному, рассчитываемых значений рыночных мультипликаторов (расчет рыночных мультипликаторов P/BV и P/E приведен в таблице 3.2).

Чрезвычайно высокие значения мультипликатора P/E (более 100) дают возможность сделать вывод о целесообразности отказа от вложений в акции

«Газпром нефти» и «Полюс Золота»: полученные значения используемого мультипликатора свидетельствуют об очень низком уровне доходности основного бизнеса компании.

Таблица 3.2 - Мультипликаторы P/BV и P/E
(по данным РСБУ по состоянию на 15 января 2016 г.)

Компания	P/BV	P/E
1 «Акрон»	4,61	16,26
2 «Аэрофлот - российские авиалинии»	0,82	11,02
3 «Газпром»	0,33	9,17
4 «Газпром нефть»	2,56	198,85
5 «ГМК «Норильский никель»	4,92	15,66
6 «Группа ЛСР»	1,73	7,25
7 «Группа Черкизово»	3,17	7,27
8 «ЛУКОЙЛ»	1,35	4,39
9 «Магнитогорский металлургический комбинат»	1,24	7,98
10 «Мосэнерго»	0,17	24,95
11 «МТС»	5,19	10,22
12 «Нефтяная компания «Роснефть»	1,92	15,31
13 «Нижнекамскнефтехим»	0,88	3,23
14 «Нижнекамскнефтехим»-п		
15 «Новатэк»	5,95	31,32
16 «Новолипецкий металлургический комбинат»	1,02	8,76
17 «ОГК-2»	0,21	8,96
18 «Полюс Золото»	1,06	206,70
19 «Ростелеком»	0,81	9,57
20 «Ростелеком»-п		
21 «РусГидро»	0,32	7,67
22 «Сбербанк России»	0,75	11,55
23 «Сбербанк России»-п		
24 «Сургутнефтегаз»	0,46	1,44
25 «Сургутнефтегаз»-п		
26 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	1,22	8,06
27 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п		
28 «Уралкалий»	4,72	33,46
29 «Э.ОН Россия»	1,79	14,29

На следующем этапе применяемой методики построения портфеля дивидендных бумаг производится разбиение отобранных выпусков дивидендных акций на группы, характеризующиеся высокой степенью однородности. По нашему мнению, подобную группировку нужно осуществлять, отталкиваясь от средних значений выбранных мультипликаторов P/E и P/BV, рассчитанных для всей выборочной совокупности дивидендных акций. Вычисление усредненных

значений данных мультипликаторов оптимально проводить по формуле средней арифметической простой, но при этом критически важно использовать не количество выпусков акций, входящих в состав выборочной совокупности (с учетом проведенного «отсева» акций), количество эмитентов акций. При подобном подходе к расчету рыночных мультипликаторов решается проблема искажения их средних значений за счет завышения (фактически - удвоения) весов эмитентов, у которых в выборочную совокупность были включены не только обыкновенные, но и привилегированные акции.

На основе расчетных средних значений выбранных мультипликаторов, на основе общей интерпретации экономического смысла, как мы полагаем, необходимо выделить 4 группы дивидендных акций:

- 1) акции, для которых P/E и P/BV меньше средних по выборочной совокупности;
- 2) акции, для которых P/E меньше средней, но P/BV - выше средней;
- 3) акции, для которых P/BV меньше средней, P/E - выше средней;
- 4) акции, для которых P/E и P/BV - выше расчетных средних.

При использовании такого подхода к построению группировок выпусков дивидендных акций принимаются во внимание все теоретически возможные варианты сочетаний значений рыночных мультипликаторов. В данном случае с позиции элементарной экономической логики все выделенные группы дивидендных бумаг представлены по мере снижения уровня их инвестиционной привлекательности. Гипотетически наибольшей привлекательностью для участников рынка должны обладать дивидендные акции, включенные в первую группу, а наименьшей – включенные в последнюю группу. Важно отметить, что в данном случае рыночный коэффициент P/E изначально считается более значимым для инвесторов по сравнению с показателем P/BV . Иными словами, постулируется, что для любого инвестора способность публичной компании систематически получать прибыль намного важнее количества и стоимости ее активов (итоги сегментирования представлены в таблице 3.3).

На последующем этапе используемой методики происходит более детальная формулировка точечных идей инвестирования (одна точечная идея - один выделенный сегмент), а потом инвестор, опираясь на собственные инвестиционные предпочтения, выбирает одну из этих идей или их комбинацию.

**Таблица 3.3 - Распределение выпусков акций по отдельным сегментам
(по состоянию на 15 января 2016 г.)**

Группа	Компания
I (сегмент)	1 «Аэрофлот - российские авиалинии»
	2 «Газпром»
	3 «Группа ЛСР»
	4 «ЛУКОЙЛ»
	5 «Магнитогорский металлургический комбинат»
	6 «Нижнекамскнефтехим»
	7 «Нижнекамскнефтехим»-п
	8 «Новолипецкий металлургический комбинат»
	9 «ОГК-2»
	10 «Ростелеком»
	11 «Ростелеком»-п
	12 «РусГидро»
	13 «Сбербанк России»
	14 «Сбербанк России»-п
	15 «Сургутнефтегаз»
	16 «Сургутнефтегаз»-п
	17 «Татнефть им. В. Д. Шашина»
	18 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п
II (сегмент)	19 «Группа Черкизово»
	20 «МТС»
III (сегмент)	21 «Мосэнерго»
	22 «Э.ОН Россия»
IV (сегмент)	23 «Акрон»
	24 «ГМК «Норильский никель»
	25 «Нефтяная компания «Роснефть»
	26 «Новатэк»
	27 «Уралкалий»

Как нам представляется, в отношении каждого из выделенных сегментов целесообразно сформулировать идеи инвестирования:

а) сегмент I - акции, имеющие потенциал роста, как минимум, до среднего рыночного уровня (в этом случае инвестор имеет основания полагать, что, помимо получения выплаты дивидендов, возможен рост рыночных котировок

дивидендных акций за счет ликвидации наблюдаемого дисконта к средним значениям рыночных коэффициентов по выборочной совокупности);

б) сегмент II – дивидендные акции, которые имеют потенциал повышения рыночной стоимости за счет высокой рентабельности основного бизнеса, т.е. теоретически для таких публичных компаний мультипликатор P/E должен быть выше среднего по рынку;

в) сегмент III - дивидендные бумаги, обладающие потенциалом роста за счет возможности более производительного использования активов (зачастую, у таких публичных компаний некоторая часть активов вообще не задействована или задействована частично, что отрицательно отражается на величине денежного потока);

г) сегмент IV – акции, характеризующиеся относительно высокой дивидендной доходностью, у которых потенциал роста рыночной стоимости связан с высоким качеством управления (проще говоря, такие бумаги растут в цене вплоть до тех пор, пока финансовые результаты таких компаний соответствуют ожиданиям участников рынка).

В складывающейся на национальном рынке ситуации наиболее логичным для потенциальных инвесторов является идея инвестирования, которая связана с сегментом I: дивидендные акции, включенные в данный сегмент, могут продемонстрировать хороший результат с точки зрения доходности вне зависимости от дальнейшего изменения конъюнктуры рынка. Кроме того, в силу относительно невысокой их оценки участниками рынка (по крайней мере, об этом свидетельствуют значения выбранных рыночных мультипликаторов) дивидендные акции из этого сегмента при падении фондового рынка в целом, скорее всего, покажут лучшую динамику, т.е. потеряют в цене меньше остальных бумаг. В случае преобладания на национальном рынке растущего или бокового тренда акции из данного сегмента, наоборот, могут продемонстрировать опережающие результаты, потому что в таких условиях идея сокращения существующего дисконта по отношению к среднему уровню (по мультипликаторам) является очень актуальной.

На финальном этапе создания портфеля дивидендных бумаг осуществляется его последовательное структурирование - обоснованный расчет долей конкретных выпусков дивидендных акций, которые входят в него.

Важно подчеркнуть, что гипотетически возможных вариантов определения структуры портфеля дивидендных бумаг возможно очень много (по сути, каждый признак, выражаемый количественно, может быть применен в процессе структурирования), но, как мы полагаем, самым подходящим признаком, дающим возможность адекватно учесть политику дивидендных выплат отечественных публичных компаний, выступает дивидендная доходность, фиксируемая по ним.

**Таблица 3.4 - Структура сформированного портфеля дивидендных акций
(по состоянию на 15 января 2016 г.)**

В процентах

Компания	Средняя дивидендная доходность	Доля в структуре портфеля
1 «Аэрофлот - российские авиалинии»	2,35	3,11
2 «Газпром»	5,43	7,19
3 «Группа ЛСР»	7,38	9,77
4 «ЛУКОЙЛ»	5,62	7,44
5 «Магнитогорский металлургический комбинат»	1,67	2,21
6 «Нижнекамскнефтехим»	4,12	5,46
7 «Нижнекамскнефтехим»-п	7,77	10,29
8 «Новолипецкий металлургический комбинат»	2,16	2,86
9 «ОГК-2»	1,32	1,75
10 «Ростелеком»	3,65	4,83
11 «Ростелеком»-п	6,82	9,03
12 «РусГидро»	2,10	2,78
13 «Сбербанк России»	2,38	3,15
14 «Сбербанк России»-п	3,42	4,53
15 «Сургутнефтегаз»	1,80	2,38
16 «Сургутнефтегаз»-п	9,34	12,37
17 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	3,22	4,26
18 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	4,95	6,56

Как нам представляется, оптимально определять удельные веса отдельных выпусков дивидендных акций в прямой зависимости от прошлой дивидендной доходности бумаг, определенной за ретроспективный период, который равен по своей длительности ожидаемому периоду инвестирования: при реализации такого

подхода на практике самые большие доли в портфеле получают выпуски дивидендных акций, которые обладают наибольшей ретроспективной дивидендной доходностью, и наоборот. Несомненно, при использовании данного подхода к определению структуры портфеля существует риск «разбалансированности» удельных весов, полученных отдельными выпусками акций, в частности, за счет включения в портфель и обыкновенных, и привилегированных акций одного эмитента и за счет значительной разницы в дивидендной доходности по отдельным выпускам акций, входящим в него. Этот недостаток, по нашему мнению, не является принципиальным, так как полученная разница в долях выпусков акций является объективной (итоги структурирования портфеля дивидендных акций приведены в таблице 3.4).

Необходимо отметить, что полученная структура инвестиционного портфеля универсальна: она может быть повторена почти при любой сумме инвестирования, но при малых суммах инвестирования ее «копирование» будет менее точным.

3.3 Направления совершенствования дивидендной политики российских публичных компаний

На заключительном этапе исследования формирования дивидендной политики российских публичных компаний, рассматриваемой как часть их финансовой политики, мы считаем целесообразным перейти к разработке комплекса рекомендаций, нацеленных на ее совершенствование. Необходимость формирования таких рекомендаций вызвана тем, что в современной научной литературе безусловно доминирует своеобразный подход к изучению политики дивидендных выплат, который по сути является констатационным подходом.

Его отличительная особенность состоит в том, что ученые, допуская возможность изменения политики дивидендных выплат, считают возможным анализировать или как экономическую данность, или как процесс, обладающий огромной инерцией. Следовательно, сама политика дивидендных выплат воспринимается ими односторонне: наиболее важным считается абсолютный размер дивидендов¹⁸, при этом его увеличение считается положительной тенденцией, приводящей к росту привлекательности акций для инвесторов, а его снижение - отрицательной тенденцией. В итоге имеет место перенос акцентов с политики дивидендных выплат в целом на величину конкретных дивидендных выплат, что выражается в отказе от проведения комплексного анализа причин ее повышения. Проще говоря, не уделяется должного внимания причинам роста дивидендов, однако в действительности они могут расти и при неизменной дивидендной политике за счет увеличения размера чистой прибыли публичной компании, и при ее изменении, за счет пересмотра доли прибыли, направляемой на эти цели.

Примером констатационного подхода является мнение В.Б. Шкловской, которая описывает основные тенденции, наблюдаемые в отношении политики дивидендных выплат национальных публичных компаний: умеренный рост величины дивидендов, сохранение ограниченной дивидендной доходности акций, появление практики осуществления дивидендных выплат для перераспределения финансовых ресурсов в пользу контролирующих акционеров публичной компании, повышение степени формализации политики дивидендных выплат путем принятия соответствующих нормативных документов публичными компаниями [147]. Интересно, что в этом конкретном случае ученый не занимается разработкой комплексных мер, нацеленных на повышение ее эффективности, существенно упрощая ее понимание и фактически интерпретируя политику дивидендных выплат как один из инструментов, позволяющих повысить инвестиционную привлекательность акций, обращающихся на рынке. В

¹⁸ Рост абсолютного размера дивидендных выплат нередко трактуется как увеличение дивидендной доходности акций, и, соответственно, абсолютно аналогичная логика применяется в отношении данного показателя.

рамках используемой логики все публичные компании стремятся к долгосрочному увеличению размера дивидендных выплат, что далеко не всегда соответствует действительности.

В концепции констатационного подхода к рассмотрению политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний предлагается и подавляющее большинство рекомендаций, которые связаны с ее реализацией, причем зачастую они являются достаточно абстрактными. К примеру, О.А. Макарова, анализируя политику дивидендных выплат, проводимую компаниями в реалиях национальной экономики, указывает: «она должна быть такой, при которой механизм определения размера дивидендов и их выплаты был прозрачным и понятным акционерам; исключалась возможность введения акционеров в заблуждение относительно финансового положения общества; порядок выплаты дивидендов был максимально простым; исполнительные органы общества отвечали за неполную или несвоевременную выплату дивидендов» [62, с. 199]. Исследователь, соглашаясь с целесообразностью создания и внедрения системы практических мер, позволяющих повысить эффективность дивидендной политики, в частности, обращая внимание на важность постановки «как общих задач общества по повышению благосостояния акционеров и обеспечению роста капитализации общества, так и конкретных, основанных на законах и подзаконных актах правил», предпочитает ограничиться простым перечислением вопросов, которые требуют формализации [62, с. 200].

Непосредственно исследование политики дивидендных выплат с точки зрения констатационного подхода предусматривает, что данная политика анализируется исключительно в контексте «эмитент - инвестор», т.е. остальные субъекты экономической деятельности, оказывающие (или, как минимум, способные оказывать) некоторое влияние на действия как компаний-эмитентов, так и инвесторов фактически игнорируются.

В определенной мере такой подход оправдан, так как в России законодательное регулирование политики дивидендных выплат достаточно демократично: непосредственно на уровне законодательных актов формируются

общие правила дивидендных выплат, которые едины для всех национальных компаний. На практике отечественным публичным компаниям дается практически полная свобода действий в процессе разработки и прикладной реализации политики дивидендных выплат.

Однако ориентация на простую цепочку взаимосвязей «эмитент - инвестор» во многом носит абстрактный характер, в частности, не учитывая обязанности публичных компаний выполнять требования, предъявляемые как на законодательном уровне, так и на уровне инфраструктурных организаций (прежде всего, организаторов торгов). Следовательно, эмитенты объективно модифицируют политику дивидендных выплат не только под влиянием предпочтений акционеров (как миноритарных, так и мажоритарных), но и в зависимости от изменений, происходящих в действующем законодательстве и, что важно, нормативных документах инфраструктурных организаций, что может быть рационального объяснено в рамках констатационного подхода.

Кроме того, необходимость доработки политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний объясняется тем, что у многих экономических субъектов возникают объективные сложности, связанные с ее несовершенством.

Например, для инвесторов принципиальное значение имеет прозрачность дивидендной политики российских компаний, однако расплывчатый характер формулировок, используемых эмитентами акций, приводит к возможности двоякого толкования положений такой политики и тем самым снижает степень ее предсказуемости (соответственно, сужается и круг потенциальных инвесторов, готовых включать такие ценные бумаги в свои инвестиционные портфели). Помимо того, для инвесторов большое значение имеет периодичность выплаты дивидендов, причем при прочих равных условиях инвесторы отдают безусловное предпочтение более частому, систематическому получению дивидендных выплат, так как это позволяет иметь дополнительный доход за счет их реинвестирования, эффект которого наиболее отчетливо проявляется в долгосрочных инвест-проектах. Соответственно, инвесторы,

работающие на национальном рынке акций, заинтересованы в приближении отечественной практики к зарубежной, предполагающей ежеквартальную выплату дивидендов (российские компании пока отдают предпочтение выплате годовых дивидендов, хотя в последние годы в отношении эмитентов наметился определенный сдвиг к выплате промежуточных дивидендов, но пока процесс признания их важности среди эмитентов протекает крайне неравномерно).

Сложности возникают у тех эмитентов акций, которые в условиях «закрытия» международных рынков капитала, обусловленных «войной санкций», и высокой стоимости привлекаемого капитала на локальном рынке по-прежнему готовы использовать размещение акций в качестве одного из способов финансирования. Такие публичные компании готовы изменять свою политику дивидендных выплат с учетом потребностей потенциальных инвесторов, и адекватно формализовать существующие инвестиционные предпочтения, но они сталкиваются с тем, что при современном уровне развития отечественного рынка акций очень проблематично корректно идентифицировать потенциальных инвесторов, готовых работать именно с дивидендными бумагами. Банальное непонимание предпочтений инвесторов способствует тому, что действия публичных компаний по трансформации собственной политики дивидендных выплат не всегда приводят к требуемому результату (зачастую суть подобных действий – периодическое проведение выплаты высоких дивидендов).

Множественность существующих стандартов в сфере дивидендной политики осложняет, причем довольно серьезно, и деятельность национального мегарегулятора – Центрального банка: он систематически вынужден становиться третейским судьей в спорных ситуациях, которые касаются реализации политики дивидендных выплат отечественными компаниями. Отсутствие унификации политики дивидендных выплат способствует тому, что случае Банк России должен ориентироваться на официальные документы эмитентов и на сформировавшуюся деловую практику, что приводит к снижению «скорости» разрешения конфликтов и негативно влияет на качество его решений (по сути, любой конфликт изучается регулятором как уникальный).

Кроме того, низкая проработанность политики дивидендных выплат национальными компаниями способствует тому, что ликвидность дивидендных бумаг на локальном рынке остается очень далекой от теоретически возможной, что не позволяет инфраструктурным организациям повышать рентабельность своей основной деятельности (наиболее актуальная данная проблема для организаторов торгов). Низкая ликвидность некоторых выпусков дивидендных бумаг связана не с несоответствием их инвестиционным предпочтениям потенциальных инвесторов, а с простым отсутствием актуальной информации об их ретроспективной дивидендной истории и воплощаемой в жизнь дивидендной политике.

С учетом всего сказанного ранее мы считаем необходимой трансформацию констатационного подхода, которая заключается в системной разработке рекомендаций, ориентированных на рост эффективности политики дивидендных выплат отечественных компаний и предусматривает принятие во внимание как интересов компаний-эмитентов акций и инвесторов, так и остальных субъектов экономической деятельности. Мы считаем возможным сформировать 2 группы рекомендаций, которые касаются совершенствования политики дивидендных выплат национальных компаний: рекомендации, нацеленные на эмитентов и инвесторов, и рекомендации, нацеленные на остальных субъектов экономической деятельности. Каждая группа подготавливаемых рекомендаций, как мы полагаем, должна допускать разбиение на нескольких меньших по масштабу подгрупп: для первой группы логично разделить разработку рекомендаций отдельно для эмитентов и отдельно для инвесторов, для второй группы – предложить рекомендации для мегарегулятора и для организаций, формирующих инфраструктуру рынка.

Первой рекомендацией, предназначенной на компаний-эмитентов акций, по нашему мнению, должна стать конкретизация тезисов документов, которые регламентируют политику дивидендных выплат публичных компаний.

Сейчас основным документом, в котором осуществляется фиксация ключевых тезисов политики дивидендных выплат, у национальных компаний

выступает положение о дивидендной политике¹⁹ или устав, но в некоторых случаях важные с точки зрения потенциальных инвесторов моменты эмитенты предпочитают подробно не описывать или применять обобщенные формулировки для их отражения в нормативных документах (в итоге даже после детального изучения таких документов у потенциальных инвесторов остается много конкретных вопросов практического характера).

Так, одним из подобных «спорных» аспектов выступает определение стандартов учета, на основе которых производятся дивидендные выплаты. Гипотетически любая компания, которая заинтересована в повышении прозрачности политики дивидендных выплат, должна четко определить применяемые стандарты учета (оптимально - в виде особого пункта в принимаемом внутреннем нормативном документе), но действительности многие публичные компании предпочитают не конкретизировать эти стандарты, применяя максимально общие формулировки (к примеру, «направлять на выплату дивидендов не менее 20% чистой прибыли»).

Эмитентам нужно максимально конкретизировать все основные моменты, которые влияют на расчет величины дивидендов, сделав их доступными для потенциальных инвесторов (при прозрачной политике дивидендных выплат – потенциальные инвесторы, даже имея в своем распоряжении только промежуточные результаты деятельности публичной компании, имеют возможность корректно оценить величину ожидаемых дивидендов).

Огромное значение для потенциальных инвесторов имеет понимание конкретных условий, при которых компания-эмитент имеет возможность отказаться от дивидендных выплат или значительно уменьшить их. До настоящего времени этот момент почти никогда не отражался в нормативных документах эмитентов, при этом одни публичные компании предпочитают его полностью игнорировать (в частности, применяя в документах следующие формулировки: «компания имеет право выплачивать дивиденды», «размер

¹⁹ Последний документ может предполагать определенную вариативность в наименовании.

дивидендов определяется с учетом инвестиционных потребностей компании» и пр.), а другие - указывать на такую возможность, не перечисляя, впрочем, обстоятельств, приводящих к корректировке величины дивидендных выплат, в частности, в последние годы национальные публичные компании стали использовать следующую формулировку: «величина дивидендных выплат может корректироваться в зависимости от уровня долговой нагрузки или от доступности рынков капитала». Здесь мы не считаем необходимой излишнюю детализацию условий, при которых принятый подход к политике дивидендных выплат может быть модифицирован, но полагаем важным однозначное описание тех условий, при которых она является актуальной (как вариант - рост долговой нагрузки до 3 показателей EBITDA; годовая потребность в инвестиционных ресурсах более, превышающая 1 млрд руб.; «удорожание» заемного капитала до 20% годовых и т.д.).

По нашему мнению, эмитенты акций должны быть непосредственно заинтересованы в конкретизации положений дивидендной политики, которая в конечном счете позволяет разработать единые правила игры для всех участников рынка в данной области, что способствует повышению прогнозируемости уровня дивидендных выплат (по сути, все участники национального рынка акций будут единообразно трактовать положения дивидендной политики каждой отдельно взятой компании). В свою очередь, повышение уровня прогнозируемости дивидендных выплат способно приводить к расширению потенциального круга инвесторов, готовых включать ценные бумаги в состав своих инвестиционных портфелей. Соответственно, у компаний-эмитентов появится реальная, а не гипотетическая возможность осуществлять размещение своих акций для привлечения финансовых ресурсов: широкая база потенциальных инвесторов позволяет, во-первых, разместить необходимое количество акций и, во-вторых, провести их размещение по более высокой цене (иными словами, конкретизация положений дивидендной политики в долгосрочной перспективе позволяет компаниям-эмитентам не только диверсифицировать источники привлечения

финансовых ресурсов, но и привлекать их в необходимом объеме и на более выгодных условиях).

Следующей рекомендацией, предназначенной для компаний-эмитентов, на наш взгляд, должен выступать переход к промежуточным дивидендным выплатам.

Нужно отметить, что национальные компании, как минимум, определенная их часть, работает в этом направлении: если в 2000-х гг. промежуточные дивиденды считались нонсенсом в отечественной практике, то сейчас они приобрели более широкое распространение (и все же до мировой практики, которая предполагает выплату дивидендов раз в квартал, отечественным публичным компаниям еще далеко).

Системный переход к осуществлению промежуточных дивидендных выплат требует от публичной компании конкретных, и весьма значительных, усилий в сфере управления (исторически утверждение итогового размера дивидендов происходит на собрании акционеров), однако он имеет несколько серьезных преимуществ.

Во-первых, текущие доходы, получаемые акционером, становятся более равномерными, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе значительно увеличивает доходность инвестирования. При регулярной выплате промежуточных дивидендов публичной компанией ее акционеры могут их реинвестировать, причем намного раньше, чем при единовременной выплате дивидендов по итогам года. Соответственно, даже при одинаковом общем размере годовых и промежуточных дивидендных выплат второй вариант обладает большей привлекательностью для акционеров.

Подтвердить данный тезис можно на следующем примере. Для простоты допустим, что частный инвестор планирует владеть дивидендными бумагами в течение года, реинвестируя получаемые дивидендные выплаты под 10% годовых, при этом совокупный размер дивидендов за год составляет 8000 руб. Соответственно, если дивидендные выплаты производятся по итогам года, то у него нет реальной возможности для реинвестирования, но при выплате

дивидендов по итогам квартала (по 2000 руб. в квартал) общий доход от реинвестирования будет равен 300 руб., из них 150 руб. придется на дивидендные выплаты за первый квартал, 100 руб. - за второй квартал и 50 руб. - за третий квартал. Здесь нужно заметить, что при «удлинении» периода инвестирования отмечаемая разница в доходности инвестиций, связанная с реинвестированием дивидендных выплат, будет только возрастать.

Во-вторых, систематически выплачиваемые промежуточные дивиденды, как мы считаем, приводят к повышению дивидендной доходности бумаг, которая рассчитывается по рыночным котировкам на каждую дату «отсечения». Этот эффект проявляется по причине большей временной «равномерности» в получении дивидендов и, соответственно, более умеренного повышения рыночных котировок дивидендных акций непосредственно перед датой «отсечения», т.е. со статистической точки зрения при расчете дивидендной доходности при неизменном числителе происходит «сокращение» знаменателя, поэтому получаемое значение данного показателя возрастает.

С точки зрения эмитентов, выплата промежуточных дивидендов должна преследовать ту же цель, что и конкретизация положений дивидендной политики в направлении расширения потенциальной базы инвесторов. Также мы полагаем, что выплата промежуточных дивидендов должна способствовать увеличению доли долгосрочных инвесторов в структуре акционеров компании, что, пусть и не сразу, приводит к некоторому снижению уровня волатильности рыночных котировок акций компании за счет сокращения доли краткосрочных, спекулятивно настроенных инвесторов.

Третьей рекомендацией, ориентированной на эмитентов акций, выступает целесообразность разработки и обнародования долгосрочных целей политики дивидендных выплат, реализуемой публичной компанией.

По нашему мнению, сейчас национальные компании в большей мере ориентированы на постановку тактических целей в области политики дивидендных выплат, а стратегические цели, как это ни странно, имеют для них «вторичное» значение. При данном подходе долгосрочные цели политики

дивидендных выплат или обладают выраженным декларативным характером (в частности, они «анонсируют» рост капитализации компании или благосостояния ее акционеров), или в принципе не формулируются, т.е. сама политика дивидендных выплат интерпретируется как инструмент краткосрочного, а не долгосрочного управления.

Нам представляется, что количество обнародуемых стратегических целей дивидендной политики должно быть невелико - от 1 до 3 целей, причем все они должны быть понятны участникам рынка и, что очень важно, реалистичны. В качестве примеров стратегических целей дивидендной политики можно привести следующие: гарантирование компанией распределения среди акционеров не менее фиксированной доли чистой прибыли (например, не менее 20%); переход к систематической выплате промежуточных дивидендов; полный отказ от нормализации базы дивидендных выплат; переход к расчету базы дивидендных выплат на основе отчетности по МСФО и пр. По нашему мнению, наличие у компании-эмитента стратегических целей позволит инвесторам оптимизировать инвестиционное планирование (как минимум, они смогут гармонизировать свои инвестиционные цели с целями компании эмитента), что в конечном счете будет способствовать увеличению среднего срока инвестирования в дивидендные акции.

Безусловно, необходимость смещения акцентов на краткосрочные цели обусловлена динамичностью внешней среды, но мы полагаем, что в подобных условиях эмитенты обязаны определять стратегические ориентиры в этой области, причем они не должны быть данью «инвестиционным веяниям» и приобретать формальный характер. Наоборот, обнародуемые тактические ориентиры должны быть гармонизированы со стратегическими целями эмитента и быть реалистичными в текущей экономической ситуации.

По сути, формулировка долгосрочных целей политики дивидендных выплат важна инвесторам для четкого понимания действий эмитентов и, следовательно, для корректной оценки привлекательности их бумаг с точки зрения как фактической, так и ожидаемой выплаты дивидендов. Как мы полагаем,

преобладающий подход к трактовке ожиданий потенциальных инвесторов касательно выплаты дивидендов, который предполагает бесспорную положительную реакцию на рост их абсолютной величины, верен лишь в условиях динамично развивающейся экономики (как вариант - благоприятной конъюнктуры в отрасли, в которой работает эмитент). В течение последних лет отечественная экономика последовательно прошла принципиально разные состояния - от ситуации плавного замедления темпов экономического роста до умеренной рецессии, в каждом из которых для инвесторов на первый план выходит стабильность политики дивидендных выплат.

Помимо этого, следует учитывать, что при текущем уровне развития национального фондового рынка дивидендная доходность бумаг относительно мала, поэтому для принципиального пересмотра потенциальными инвесторами своего восприятия дивидендных акций требуется ее существенное увеличение (по нашему мнению, ориентировочно в 2,0-2,5 раза - тогда их доходность станет сопоставима с доходностью банковских вкладов). При меньшем увеличении дивидендной доходности инвесторы, работающие на внутреннем рынке акций, скорее всего, не пересмотрят своего отношения к дивидендным бумагам и, следовательно, не увеличат их удельные веса в своих портфелях. Например, если дивидендная доходность по анализируемой выборочной совокупности в среднем увеличится на 20%²⁰ (до 4,66%), то, как мы думаем, это способно привести к значительным спекулятивным колебаниям их рыночных цен. При этом для долгосрочных инвесторов такое увеличение не приобретет принципиального значения (как минимум, дивидендная доходность бумаг по-прежнему будет оставаться намного меньше доходности тех же банковских депозитов).

В составе этой группы рекомендаций, на наш взгляд, нужно отметить всего одну меру, которая будет ориентирована на инвесторов, работающих с дивидендными бумагами, состоящую в формализации имеющихся у них инвестиционных предпочтений (как вариант - ожиданий).

²⁰ Если ориентироваться на мировую практику, то подобный рост дивидендных выплат можно считать очень значительным: как правило, в экономически развитых странах такое увеличение достигается за 3-5 лет.

Мы считаем, что пока на отечественном рынке акций имеется только самое общее понимание востребованности дивидендных акций определенными категориями инвесторов, но при этом единых ориентиров, применяемых для включения конкретных выпусков акций в категорию дивидендных объективно не существует. Нужно добавить, что в России не рассчитываются и дивидендные индексы, база расчета которых состоит исключительно из акций, отличающихся относительно высокой дивидендной доходностью (нам представляется, что в условиях отсутствия сложившейся деловой практики в данной области такие биржевые индексы способны выступать в качестве своеобразных «эталонов» при выборе дивидендных бумаг).

Имеющаяся ситуация способствует тому, что любой инвестор вынужден разрабатывать подобные критерии самостоятельно: в результате у каждого инвестора «появляется» аутентичный перечень дивидендных акций, причем на практике подобные перечни могут кардинальным образом отличаться. Интересно, что, прекрасно осознавая данную проблему, и частные, и институциональные предпочитают дистанцироваться от этой проблемы, не прилагая почти никаких усилий для «обозначения» своих инвестиционных ожиданий и предпочтений, хотя, по нашему мнению, это дало бы возможность компаниям-эмитентам рационализировать реализуемую политику дивидендных выплат за счет «сближения» интересов эмитентов и инвесторов.

Мы считаем, что крупным инвесторам логично размещать на своих сайтах информацию (к примеру, в виде некой декларации) о собственных инвестиционных предпочтениях, которые касаются инвестиций в дивидендные бумаги: такая мера связана с минимальными финансовыми и временными затратами, однако она дает возможность своевременно проинформировать всех участников рынка об имеющихся предпочтениях при инвестировании в дивидендные бумаги.

Что же касается частных инвесторов, то им намного сложнее осуществлять формализацию своих инвестиционных предпочтений, однако, как мы полагаем, инвесторы имеют возможность обращаться непосредственно к эмитентам

(например, через специализированные службы и отделы) и доводить до их сведения свои пожелания относительно изменений дивидендной политики. Помимо этого, инвесторы могут принимать участие в корпоративных мероприятиях компаний-эмитентов (самым простым вариантом является участие в собраниях акционеров или в специально проводимых компаниями встречах с инвесторами), а также в специализированных мероприятиях, периодически организуемых профессиональными посредниками, работающими на рынке ценных бумаг (прежде всего, брокерскими компаниями). На данных мероприятиях инвесторы могут пообщаться с представителями компаний-эмитентов по вопросам, касающимся реализации дивидендной политики и конкретизировать свои инвестиционные ожидания.

Можно утверждать, что первая группа разработанных рекомендаций преимущественно нацелена на эмитентов акций, что объясняется самим характером их воздействия на процесс формирования и прикладной реализации политики дивидендных выплат (компании-эмитенты влияют на них непосредственно, а инвесторы - лишь опосредовано).

Во второй группе рекомендаций, которые ориентированы на остальных участников фондового рынка, мы считаем важным намного более активное регулирование политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний на государственном уровне. Мы не считаем необходимым его ужесточение и полагаем, что преимущественно подобное регулирование должно быть ориентировано на устранение «белых пятен» в отечественном законодательстве (иными словами, в этом случае Банк России должен выполнять направляющую роль).

По нашему мнению, важным является четкое определение документа, которые регламентирует политику дивидендных выплат и порядок ознакомления с таким документом. В настоящий момент публичные компании обладают значительной свободой в данном вопросе: политика дивидендных выплат может определяться положением о дивидендной политике, уставом, или любым другим нормативным документом эмитента. Одновременно ни в одном из нормативно-

правовых актов нет ясного указания относительно того, каким внутренним документом публичной компании рекомендуется ее регламентировать и каким образом можно с подобным документом ознакомиться.

По нашему мнению, что Центральному банку нужно незначительно изменить содержание ежеквартального отчета, регулярно обнародуемого каждой публичной компанией, дополнив его отдельным пунктом, посвященным политике дивидендных выплат. К примеру, это можно сделать в составе раздела, в котором раскрывается дополнительная информация об эмитенте и его эмиссионных ценных бумагах. Содержание этого пункта, как мы считаем, должно быть максимально кратким, причем в нем должна содержаться следующая информация.

Лучшим из возможных вариантов мы полагаем подготовку эмитентом единого комплексного документа, ознакомившись с которым потенциальный инвестор получит полное представление о реализуемой им политике дивидендных выплат.

Мы думаем, что оптимальным вариантом для всех участников российского рынка ценных бумаг стали бы утверждение эмитентами «Положения о дивидендной политике» и размещение подобных документов в свободном доступе на официальных сайтах, что обеспечит единый подход к юридическому закреплению обязательств эмитентов в области дивидендной политики. Кроме того, мы считаем необходимой корректировку остальных официальных документов компаний-эмитентов таким образом, чтобы исключить описание в них отдельных аспектов их дивидендной политики, т. е. «Положение о дивидендной политике» должно быть, по сути, единственным документом, однозначно ее определяющим.

Еще одной эффективной мерой подобного регулирования мы считаем четкую формализацию требований к документу (точнее - его содержанию), который регламентирует политику дивидендных выплат публичной компании.

В этом случае мы считаем нужным не разрабатывать общий шаблон документа, который определяет политику дивидендных выплат публичной

компании, а определить основные моменты, которые необходимо в нем отразить. Фактически такой документ должен позволять потенциальным инвесторам получать предельно ясные ответы на все их основные вопросы, которые касаются проводимой компанией в этой области политики (основой для его создания, как мы полагаем, должны выступать выделенные параметры политики дивидендных выплат).

Концептуальным моментом при реализации этой меры мы полагаем конкретность применяемых компаниями-эмитентами формулировок в процессе заполнения ключевых разделов данного документа. С позиции государственного регулирования основной должна становиться не формальная сторона этого вопроса (иными словами, собственно факт дополнения этими разделами документа, который регламентирует политику дивидендных выплат публичной компании, и их заполнение «для галочки»), а сущностная сторона вопроса (заполнение данных разделов не должно превратиться в «отписку» со стороны компании-эмитента).

По нашему мнению, для простоты ознакомления с подобной информацией необходимо установить четкую последовательность обязательных его разделов. Вполне обоснованной представляется следующая их последовательность: форма дивидендных выплат; периодичность дивидендных выплат; применяемые стандарты отчетности; база для расчета дивидендных выплат; алгоритм определения величины дивидендов (с делением по типам акций).

Эффективной мерой, доступной для реализации Центральным банком, выступает создание общего алгоритма вычисления дивидендной доходности.

Необходимость появления общей формулы определения дивидендной доходности связана с тем, что до текущего момента одновременно используется несколько вариантов вычисления этого количественного показателя. Примечательно, что они не предполагают концептуальных отличий: как правило, в числителе отмечается размер дивидендных выплат на акцию, в знаменателе - ее рыночная котировка²¹, однако каждый из них может быть определен разными

²¹ Традиционно дивидендная доходность выражается в процентах.

способами, в частности, размер дивидендных выплат может быть использован с учетом и без учета действующей системы налогообложения, а цена акций взята на произвольный момент времени. Следовательно, существующая вариативность определения дивидендной доходности акций способствует тому, что разные исследователи приходят к существенно отличающимся результатам, что серьезно осложняет проведение «дивидендных сопоставлений» (в частности, для осуществления прямого сравнения данного показателя по разным выпускам акций он должен определяться в рамках стандартной методологии).

Мы считаем возможным проводить расчет этого показателя таким образом: в числителе применять величину дивидендных выплат без учета налогообложения, полученных инвесторами по итогам года; в знаменателе – биржевую цену акций на закрытие торговой сессии (на момент создания инвестиционного портфеля).

Использование общего подхода к определению этого количественного показателя, предполагающего использование представительных, однозначно определенных, систематически обновляемых и математически проверяемых данных, дает возможность добиться их полной сопоставимости, что в свою очередь позволяет инвесторам корректно оценивать изменение политики дивидендных выплат отечественных публичных компаний (и в целом, и по отдельности) и значительно повысить точность их прогнозирования.

В данном случае необходимо акцентировать внимание на чрезвычайной важности участия мегарегулятора в разработке алгоритма расчета данного показателя. Дело в том, что если унификацией способа его расчета будет заниматься кто-либо другой (например, крупнейшие профессиональные посредники, сами эмитенты, специализированные аналитические организации, инфраструктурные организации или саморегулируемые организации участников рынка), то это не позволит решить проблему множественности мнений, и ситуация принципиально не изменится (по сути, каждый будет ориентироваться на свой способ его расчета). По нашему убеждению, на российском рынке только

Банк России обладает необходимыми полномочиями и ресурсами для оперативного решения данной задачи.

Помимо рекомендаций, ориентированных на мегарегулятора, целенаправленные усилия могут быть предприняты и в отношении инфраструктурных организаций, в частности, организаторов биржевых торгов. Как нам представляется, данные структуры обязательно должны непосредственно участвовать в создании универсальной информационной базы, связанной политикой дивидендных выплат отечественных публичных компаний.

Ключевую роль в создании и систематическом ведении подобной информационной базы должна играть Московская биржа, которая в настоящий момент де-факто является своеобразным монополистом на национальном уровне (роль остальных организаторов торгов ценными бумагами сейчас минимальна). Безусловно, часть информации, касающейся дивидендной политики отечественных компаний, уже сейчас собирается и консолидируется Московской биржей. В частности, это касается ежеквартальных отчетов публичных компаний, однако пока данная информация практически не структурирована и содержит сегментарные (обрывочные) сведения²².

Мы считаем, что на официальной сайте Московской биржи необходимо создание специального информационного раздела, содержащего, во-первых, данные по дивидендной истории по всем акциям, обращающимся на бирже не менее чем за 10 последних лет, в том числе данные о размере дивидендов в расчете на 1 акцию, о датах закрытия реестров акционеров, о периодах, за которые осуществлены дивидендные выплаты, о дивидендной доходности акций и о доле дивидендов в чистой прибыли компаний-эмитентов. Во-вторых, на этом сайте целесообразно консолидировать официальные документы, регламентирующие дивидендную политику публичных компаний (соответственно, на официальном сайте каждой компании-эмитента должна содержаться исчерпывающая информация о ее дивидендной политике, а на сайте

²² Как правило, в официальных документах содержатся сведения только о фактически выплаченных дивидендах и о датах закрытия реестра.

организатора торгов - данные по всем публичным компаниям, акции которых прошли процедуру допуска к торгам).

Резюмируя все отмеченное выше, мы предлагаем реализовать на практике ряд рекомендаций, нацеленных на повышение эффективности дивидендной политики российских компаний, в том числе:

а) в рамках группы рекомендаций, ориентированных на эмитентов и инвесторов: эмитентам - конкретизировать положения документов, регламентирующих дивидендную политику, что приведет к повышению уровня прогнозируемости дивидендных выплат и повысит спрос на акции со стороны инвесторов, а эмитентам даст возможность размещать свои акции на рынке для привлечения финансовых ресурсов; постепенно переходить к выплате промежуточных дивидендов, что повысит инвестиционную привлекательность акций для инвесторов и, соответственно, их рыночную стоимость за счет увеличения доходности вложений в результате реинвестирования полученных дивидендов; разработать и обнародовать стратегические цели дивидендной политики, понимание которых позволит инвесторам оптимизировать инвестиционное планирование, а также увеличить предполагаемые сроки инвестирования, что приведет к определенной стабилизации структуры реестра владельцев акций; инвесторам - формализовать собственные инвестиционные предпочтения путем доведения их до сведения эмитентов, в частности, путем обращения к ним через официальные сайты и путем участия в корпоративных и специализированных мероприятиях, что позволит эмитентам постепенно корректировать проводимую дивидендную политику в соответствии с ними;

б) в рамках группы рекомендаций, ориентированных на прочих экономических субъектов: мегарегулятору - однозначно определить документ, регламентирующий дивидендную политику компании-эмитента и порядок ознакомления с ним, что обеспечит единый подход к юридическому закреплению обязательств эмитентов в области дивидендной политики и одинаковое их понимание всеми участниками российского фондового рынка, формализовать требования к содержанию документа, регламентирующего дивидендную

политику компании, что позволит добиться их унификации на национальном уровне, разработать единый алгоритм расчета дивидендной доходности акций, основанный на использовании репрезентативных и проверяемых данных и предоставляющий возможность для корректного (сопоставимого) сравнения, ретроспективного анализа и прогнозирования уровня дивидендных выплат российскими компаниями; инфраструктурным организациям (организаторам торгов) - сформировать информационную базу по дивидендной политике российских компаний, что значительно упростит и ускорит частным инвесторам процедуру отбора потенциальных объектов инвестирования и приведет к росту уровня ликвидности тех дивидендных акций, которые наиболее полно соответствуют инвестиционным предпочтениям владельцев ценных бумаг.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Достижение поставленной цели диссертационного исследования, состоящей в развитии теоретических аспектов формирования российскими компаниями своей дивидендной политики с учетом особенностей национального рынка и в разработке рекомендаций по ее совершенствованию, подтверждают полученные автором научные результаты.

Во-первых, с учетом уточненной трактовки экономической сущности дивидендной политики, предполагающей ее понимание как самостоятельного направления финансовой политики компании, в рамках которого системно и формализованно определяются порядок и условия выплаты дивидендов по всем типам ее акций, находящимся в обращении, выделены ключевые параметры, необходимые для получения комплексной содержательной характеристики дивидендной политики, позволяющей инвесторам сделать вывод о ее соответствии (или несоответствии) имеющимся инвестиционным предпочтениям. К таким параметрам отнесены:

- тип дивидендной политики (политика минимальных дивидендов; консервативная политика, умеренная политика, агрессивная политика, сверхагрессивная политика);

- характер выплаты дивидендов (политика выплаты фиксированных дивидендов, политика выплаты плавающих дивидендов);

- форма выплаты дивидендов (политика выплаты дивидендов денежными средствами, политика выплаты дивидендов собственными акциями компании; политика выплаты дивидендов иным имуществом);

- периодичность выплаты дивидендов (политика, предусматривающая выплату промежуточных дивидендов; политика, предусматривающая дивидендов по итогам года);

– используемые стандарты финансовой отчетности (политика, ориентированная на российские стандарты финансовой отчетности; политика, ориентированная на международные стандарты финансовой отчетности);

– степень адаптивности дивидендной политики (детерминированная политика, адаптивная политика);

– степень нормализации базы выплаты дивидендов (политика, не предусматривающая нормализации базы выплаты дивидендов; политика, предусматривающая нормализацию базы выплаты дивидендов);

– инициатива формирования дивидендной политики (политика, формируемая акционерами; политика, формируемая менеджментом).

Во-вторых, проведена систематизация факторов, определяющих формирование дивидендной политики в условиях изменения макроэкономической ситуации в национальной экономике в целом, в зависимости от способности компаний-эмитентов оказывать на них воздействие подразделенных на внешние (в эту группу включены требования законодательства и действующая система налогообложения) и внутренние (к ним относятся принятые обязательства, касающиеся дивидендных выплат, потребность компании в финансовых ресурсах, инвестиционные предпочтения мажоритарных акционеров).

В-третьих, предложен набор критериев, позволяющий инвесторам, ориентированным на получение текущих доходов в виде дивидендных выплат, осуществлять формирование выборочной совокупности дивидендных акций на биржевом рынке. В этот набор входят:

– уровень ликвидности акций (средний дневной объем торгов должен составлять не менее 5 млн руб., что позволяет нивелировать влияние низкой ликвидности акций на общую доходность инвестиционного портфеля);

– дивидендная история продолжительностью не менее 5 лет с учетом:

а) регулярности осуществления дивидендных выплат (преобладание числа дивидендных периодов над числом бездивидендных);

б) вариативности выплаты дивидендов (отношение максимального размера дивидендов к минимальному не должно превышать 10 к 1):

– средняя дивидендная доходность за учитываемый период дивидендной истории (более 0,1%).

В-четвертых, проведенная оценка современного состояния дивидендной политики российских компаний позволила сделать следующие выводы относительно российского биржевого рынка акций (на примере выборочной совокупности):

– имеет место низкий уровень дивидендной доходности (3,88% за 2010-2014 гг.), что серьезно затрудняет использование отдельных видов инвестиционных стратегий;

– колеблемость дивидендной доходности относительно среднего уровня является весьма умеренной;

– присутствует неравномерность по соотношению обыкновенных и привилегированных акций (доля привилегированных дивидендных акций значительно меньше доли обыкновенных);

– существует значительный разброс дивидендной доходности в отраслевом разрезе: лидерами по дивидендам являются строительный сектор (6,08%), телекоммуникации (5,87%) и химическая промышленность (5,09%), а аутсайдерами - потребительский сектор (1,99%), черная металлургия (1,59%) и трубопроводный транспорт (0,50%);

– фиксируется умеренный разброс по дивидендной доходности в зависимости от уровня ликвидности акций: наибольшим уровнем дивидендной доходности обладают акции третьего эшелона, характеризующиеся наименьшим уровнем ликвидности (4,36%), несколько ниже дивидендная доходность акций первого эшелона (4,07%), а на последнем месте находятся бумаги второго эшелона (3,03%);

– существует достаточно серьезное отличие в уровне дивидендной доходности акций государственных (средняя дивидендная доходность для этой группы равна 3,38%) и частных (4,37%) компаний.

В совокупности полученные выводы дали возможность выявить специфические черты дивидендной политики отечественных компаний, что, в

свою очередь, позволило выделить национальный стереотип дивидендной политики, обладающий следующими характеристиками: относится к консервативному типу дивидендной политики; предполагает выплату плавающих дивидендов; ориентирован на их выплату денежными средствами; предусматривает преобладание выплаты годовых дивидендов; характеризуется высокой степенью адаптивности; допускает нормализацию дивидендных выплат; относит формирование дивидендной политики к функционалу мажоритарных акционеров.

В-пятых, в целях эффективного формирования инвестиционного портфеля, состоящего из дивидендных акций, обладающих определенным потенциалом роста рыночной стоимости, предложена и апробирована учитывающая дивидендную политику российских компаний комбинированная методика формирования инвестиционного портфеля, включающая в себя следующие этапы:

- выбор потенциальных объектов инвестирования;
- отбор дополнительных критериев и расчет их значений;
- сегментирование выбранных потенциальных объектов инвестирования по отобранным дополнительным критериям;
- формулировку инвестиционной идеи и выбор соответствующего ей сегмента;
- определение структуры инвестиционного портфеля дивидендных акций.

В-шестых, разработана система рекомендаций, реализация которых на практике позволит российским компаниям усовершенствовать реализуемую дивидендную политику с учетом инвестиционных предпочтений инвесторов, при этом все предлагаемые меры были подразделены:

- на рекомендации, ориентированные на эмитентов и инвесторов (эмитентам предлагается конкретизировать положения документов, регулирующих дивидендную политику; постепенно переходить к выплате промежуточных дивидендов; разработать и обнародовать стратегические цели дивидендной политики; инвесторам целесообразно формализовать собственные инвестиционные предпочтения);

– рекомендации, ориентированные на прочих экономических субъектов (мегарегулятору рекомендовано однозначно определить документ, регламентирующий дивидендную политику компании-эмитента и порядок ознакомления с ним; формализовать требования к содержанию документа, регулирующего дивидендную политику компании; разработать единый алгоритм расчета дивидендной доходности акций; инфраструктурным организациям (организаторам торгов) следует сформировать информационную базу по дивидендной политике российских компаний).

Разработанные в диссертационном исследовании научные положения и рекомендации прикладного характера призваны способствовать развитию теоретических аспектов формирования дивидендной политики российскими компаниями с учетом специфики национального рынка.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**Нормативно-правовые документы***

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. 1 : федер. закон от 30.11.1994 № 51-ФЗ.
2. Налоговый кодекс Российской Федерации. Ч. 2 : федер. закон от 05.08.2000 № 117-ФЗ.
3. О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ.
4. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ.
5. О Центральном банке Российской Федерации : федер. закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ.
6. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : федер. закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ.
7. Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг : приказ ФСФР России от 04.10.2011 № 11-46/пз-н.
8. Об утверждении Методических рекомендаций по разработке дивидендной политики в акционерных обществах с государственным участием : приказ Федер. агентства по управлению федер. имуществом от 29.12.2014 № 524.

Учебно-методическая литература, монографии и периодические издания

9. Абалкина, Т.В. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании [Электронный ресурс] / Т.В. Абалкина, А.А. Абалкин // Науковедение. 2013. № 5. Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/48evn513.pdf> (дата обращения: 01.09.2015).
10. Алексеева, Л.В. Концентрация собственности и дивидендная политика: исследование российских акционерных обществ [Текст] / Л.В. Алексеева,

* Электронные ресурсы. Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».

- И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия «Менеджмент». - 2011. - № 3. - С.3-31.
11. Алехина, О.Е. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. пособие / О.Е. Алехина, Т.В. Репетун, А.В. Якунина ; Саратов. гос. соц.-экон. ун-т. Саратов, 2004. - 200 с.
 12. Алиев, А.Р. Рынок ценных бумаг в России [Текст] : учеб. пособие / А.Р. Алиев. Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2010. - 199 с.
 13. Антонян, Д.Г. Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ [Текст] / Д.Г. Антонян, О.С. Беломытцева // Вестник Томского государственного университета. Экономика. Томск. - 2014. - № 3 (27). - С.80-81.
 14. Аскинадзи, В.М. Портфельные инвестиции [Текст] : учеб.-метод. комплекс / В.М. Аскинадзи, В.Ф. Максимова. Москва : Изд. центр ЕАОИ, 2011. - 62 с.
 15. Аскинадзи, В.М. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб.-метод. комплекс / В.М. Аскинадзи. Москва : Изд-во ЕАОИ, 2008. - 211 с.
 16. Базовый курс по рынку ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие / О.В. Ломатидзе, М.И. Львова, А.В. Болотин [и др.]. Москва : КНОРУС, 2010. - 448 с.
 17. Батяева, Т.А. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие / Т.А. Батяева, И.И. Столяров. Москва : ИНФРА-М, 2006. - 304 с.
 18. Бахрамов, Ю.М. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. для вузов / Ю.М. Бахрамов, В.В. Глухов. 2-е изд. Стандарт третьего поколения. Санкт-Петербург : Питер, 2011. - 401 с.
 19. Бланк, И.А. Основы финансового менеджмента [Текст] : в 2 т. / И.А. Бланк. 4-е изд., стер. Москва : Омега-Л, 2012. - 504 с.
 20. Бланк, И.А. Словарь-справочник финансового менеджера [Электронный ресурс] / И.А. Бланк. Киев : Ника-Центр, 1998. Режим доступа: <http://www.consensus-audit.ru/dic/blank/factoryi-formirovaniya-dividendnoj-politiki> (дата обращения: 15.08.2015).

21. Блэк, Дж. Экономика. Толковый словарь [Текст] / Дж. Блэк ; под ред. И.М. Осадчей. Москва : Инфра-М, 2000. - 840 с.
22. Богатая, И.Н. Методология и методика формирования учетно-аналитического обеспечения дивидендной политики [Текст] / И.Н. Богатая, Е.М. Евстафьева // Вестник Адыгейского государственного университета. Серия 5, Экономика. Майкоп, 2009. - № 1. - С.113.
23. Бочаров, В.В. Корпоративные финансы [Текст] : учеб. пособие / В.В. Бочаров. Санкт-Петербург : Питер, 2008. - 272 с.
24. Бочаров, В.В. Финансовый анализ [Текст] : кратк. курс / В.В. Бочаров. 2-е изд. Санкт-Петербург : Питер, 2009. - 240 с.
25. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс. Москва : Олимп-бизнес, 2012. - 1008 с.
26. Брусов, П.Н. Корпоративные финансы [Текст] : учеб. пособие / П.Н. Брусов, В.В. Бочаров. Санкт-Петербург : Питер, 2008. - 338 с.
27. Брусов, П.Н. Современный подход к дивидендной политике компании [Текст] / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова // Финансы и кредит. - 2012. - № 37 (517). - С. 19-32.
28. Буренин, А.Н. Управление портфелем ценных бумаг [Текст] / А.Н. Буренин ; Науч.-техн. об-во им. акад. С.И. Вавилова. Москва, 2008. - 400 с.
29. Ван Хорн, Д.К. Основы финансового менеджмента [Текст] : пер. с англ. / Д.К. Ван Хорн, Д.М. Вахович. 11-е изд. Москва : Вильямс, 2007. - 1232 с.
30. Воронина, Е.В. Сравнительный анализ дивидендной политики нефтяных компаний России [Электронный ресурс] / Е.В. Воронина // Управление экономическими системами. 2011. № 7. Режим доступа: <http://uecs.ru/uecs-31-312011/item/512-2011-07-14-06-44-06> (дата обращения: 01.09.2015).
31. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник / В.А. Галанов. Москва : ИНФРА-М, 2007. - 379 с.
32. Горшкова, С. Основные отличия МСФО и РСБУ [Электронный ресурс] / С. Горшкова. Режим доступа: http://www.ipp.spb.ru/index.php?page=news_archive&list=3&id=3251 (дата обращения: 10.07.2015).

33. Гребенкин, А.С. Тенденции дивидендной политики российских компаний [Электронный ресурс] / А.С. Гребенкин. Режим доступа: <https://www.2stocks.ru/main/invest/stocks/article/devtend?year=2011> (дата обращения: 01.07.2015).
34. Грэхем, Б. Анализ ценных бумаг [Текст] / Б. Грэхем, Д. Додд. Москва : Вильямс, 2012. - 704 с.
35. Дарушин, И.А. Финансовый инжиниринг: инструменты и технологии [Текст] / И.А. Дарушин. Москва : Проспект, 2015. - 291 с.
36. Дегтярев, А.А. Факторы дивидендной политики и их классификация [Электронный ресурс] / А.А. Дегтярев // Финансовый менеджмент. 2005. № 3. Режим доступа: <http://dis.ru/library/556/25445> (дата обращения: 18.08.2015).
37. Дегтярева, О.И. Биржевое дело [Текст] : учебник / О.И. Дегтярева. Москва : Магистр : ИНФРА-М, 2010. - 623 с.
38. Дорофеев, М.Л. Матрица управления дивидендной политикой корпорации [Текст] // Финансы и кредит. - 2011. - № 10. - С.47-51.
39. Ефимова, О.В. Финансовый анализ. Современный инструментарий для принятия экономических решений [Текст] : учеб. для вузов / О.В. Ефимова. Москва : Омега-Л, 2010. - 351 с.
40. Зальцман, А.А. Детерминанты дивидендной политики российских публичных компаний [Текст] / А.А. Зальцман // Аудит и финансовый анализ. - 2012. - № 1. - С.233-241.
41. ЗАО «СКРИН» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.skrin.ru/analytics> (дата обращения: 20.06.2015).
42. Звягинцева, Н.А. Актуальные проблемы реформирования государственного регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации [Текст] / Н.А. Звягинцева // Финансы и кредит. - 2014. - № 16 (592). - С.29-36.
43. Иванов, А.П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг [Текст] / А.П. Иванов. Москва : Дашков и Ко, 2004. - 444 с.

44. Иванов, И.В. Финансовый менеджмент: стоимостной подход [Текст] : учеб. пособие / И.В. Иванов, В.В. Баранов. Москва : Альпина Паблишер, 2008. - 504 с.
45. Иванов, М.Е. Институциональное регулирование финансовых рынков в России [Текст] / М.Е. Иванов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2014. - № 16. - С.45-50.
46. Калистратов, М.А. Классификация маржинальных сделок на рынке ценных бумаг [Текст] / М.А. Калистратов // Вестник СГСЭУ. Саратов, 2015. - № 2 (56). - С. 70-73.
47. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели [Текст] : учеб. пособие / В.В. Ковалев. 3-е изд. Москва : Проспект, 2015. - 768 с.
48. Ковалев, В.В. Управление финансовой структурой фирмы [Текст] : учеб.-практ. пособие / В.В. Ковалев. Москва : ТК Велби : Проспект, 2011. - 256 с.
49. Ковалева, А.М. Финансы и кредит [Текст] : учеб. пособие / А.М. Ковалева. Москва : Финансы и статистика, 2005. - 512 с.
50. Козлова, А.С. К вопросу о стратегическом менеджменте [Текст] / А.С. Козлова // Молодой ученый. Саратов, 2014. - № 18. - С. 380-382.
51. Козлова, А.С. Современное состояние дивидендной политики российских компаний: сравнительный анализ (на примере выборочной совокупности) [Текст] / А.С. Козлова // Вестник СГСЭУ. Саратов, 2015. - № 5 (59). - С. 144-149.
52. Козлова, А.С. Теоретические аспекты дивидендной политики российских компаний / А.С. Козлова // Известия УрГЭУ. Екатеринбург, 2016. - № 1. - С.63-70.
53. Козлова, А.С. Факторы, оказывающие влияние на формирование дивидендной политики российских компаний [Текст] / А.С. Козлова // Вестник СГСЭУ. Саратов, 2015. - № 4 (58). - С.54-58.

54. Колесников, А.О. Анализ тенденций развития российского фондового рынка [Текст] / А.О. Колесников, Ю.В. Семернина // Экономический анализ: теория и практика. - 2013. - № 11. - С.32-43.
55. Корпоративные финансы [Текст] : учеб. для вузов / под ред. В.М. Романовского, А.И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. Санкт-Петербург : Питер, 2011. - 592 с.
56. Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний [Электронный ресурс] / А.Н. Асаул [и др.] ; под ред. А.Н. Асаула. Санкт-Петербург : АНО «ИПЭВ», 2008. Режим доступа: http://www.aup.ru/books/m494/3_3_3.htm (дата обращения: 09.08.2015).
57. Кох, И.А. Оценка эффективности управления портфелем при различных подходах к портфельному инвестированию [Текст] / И.А. Кох // Финансы и кредит. - 2009. - № 39. - С.35-39.
58. Кох, И.А. Принципы портфельного инвестирования на рынке ценных бумаг [Текст] / И.А. Кох // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. Саратов, 2008. - № 4. - С. 82-84.
59. Лукасевич, И.Я. Дивидендная политика: теоретические аспекты и особенности в РФ [Текст] / И.Я. Лукасевич // Управление корпоративными финансами. - 2007. - № 4. - С. 228-241.
60. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент [Текст] : учебник / И.Я. Лукасевич. 2-е изд., перераб. и доп. Москва : Эксмо, 2010. - 768 с.
61. Лялин, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. Москва : Проспект, 2011. - 400 с.
62. Макарова, О.А. Корпоративное право [Текст] : курс лекций / О.А. Макарова. Москва : ВолтерсКлуверс, 2010. - 420 с.
63. Маршалл, Дж.Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям [Текст] : пер. с англ. / Дж.Ф. Маршалл, К. Викул. Москва : ИНФРА-М, 1998. - 784 с.
64. Международный финансовый рынок [Текст] / под ред. В.А. Слепова, Е.А. Звоновой. Москва : Магистр, 2007. - 926 с.

65. Миркин, Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития [Текст] / Я.М. Миркин. Москва : Альпина Паблишер, 2002. - 624 с.
66. Модильяни, Ф. Сколько стоит фирма? [Текст] / Ф. Модильяни, М. Миллер. Москва : Дело, 2001. - 272 с.
67. Муравлева, Т.В. Российский рынок коллективных инвестиций [Текст] / Т.В. Муравлева, Ю.В. Семернина, В.А. Челпанова; СГСЭУ. Саратов, 2010. - 232 с.
68. Найман, Э. Путь к финансовой свободе: Профессиональный подход к трейдингу и инвестициям [Текст] / Э. Найман. 5-е изд., перераб. и доп. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2010. - 499 с.
69. Насыров, И.Н. Оптимизация уровня налога на дивиденды за счет исключения их двойного налогообложения на основе кривой Лаффера [Текст] / И.Н. Насыров, Е.В. Штырляева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2014. - № 46 (232). - С.35-44.
70. Насыров, И.Н. Причина двойного налогообложения дивидендов собственников организаций [Текст] / И.Н. Насыров, Е.В. Штырляева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2014. - № 23. - С. 2-10.
71. Нестеренко, Е.А. Основные параметры дивидендной политики [Текст] / Е.А. Нестеренко, А.С. Козлова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2015. - № 39 (273). - С.10-20.
72. Никифорова, В.Д. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие / В.Д. Никифоров. Санкт-Петербург : Изд-во СПбГУЭФ, 2010. - 160 с.
73. Николашина, Н.Н. Сравнение дивидендной политики государственных и частных компаний на примере компаний нефтегазового сектора Российской Федерации [Текст] / Н.Н. Николашина // Финансы и кредит. - 2013. - № 26. - С.61-72.
74. Николашина, Н.Н. Эмпирический анализ зависимости дивидендной политики от стадии жизненного цикла компании [Текст] / Н.Н. Николашина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2015. - № 23 (257). - С.51-61.

75. ОАО «АК "Транснефть"» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.transneft.ru/investors/107> (дата обращения: 19.01.2016).
76. ОАО «Акрон» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.acron.ru/upload/iblock/71d/ezho-akron-3-kv.-2015.pdf> (дата обращения: 19.01.2016).
77. ОАО «АФК "Система"» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.sistema.ru/investoram-i-akcioneram/raskrytie-informacii/ezhekvertalnye-otchety> (дата обращения: 19.01.2016).
78. ОАО «Аэрофлот - российские авиалинии» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.aeroflot.ru/cms/about/shareholders/regulatory_filings/call_report/2015 (дата обращения: 19.01.2016).
79. ОАО «Газпром нефть» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://ir.gazprom-neft.ru/raskrytie-informacii/ezhekvertalnye-otchety/2015> (дата обращения: 19.01.2016).
80. ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.mmk.ru/corporate_governance/disclosure_of_information/regular_reports/ (дата обращения: 19.01.2016).
81. ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.micex.ru/file/bulletin/153962/MarketT_150116.pdf (дата обращения: 15.01.2016).
82. ОАО «Нефтяная компания «Роснефть»» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.rosneft.ru/Investors/information/quarterlyreport> (дата обращения: 19.01.2016).
83. ОАО «Новатэк» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.novatek.ru/ru/investors/disclosure/quarterly_reports (дата обращения: 19.01.2016).
84. ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://lipetsk.nlmk.ru/investors/information-disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 19.01.2016).

85. ОАО «Полюс Золото» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.polyuszoloto.info/aktsioneram/disclosure_of_information/quarterly_reports (дата обращения: 19.01.2016).
86. ОАО «РусГидро» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.rushydro.ru/investors/disclosure/greports/2015> (дата обращения: 19.01.2016).
87. ОАО «Сбербанк России» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <https://www.sberbank.ru/ru/person/contributions/deposits/save> (дата обращения: 15.01.2016).
88. ОАО «Сургутнефтегаз» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.surgutneftegas.ru/investors/reports/quarterly> (дата обращения: 19.01.2016).
89. ОАО «Татнефть им. В.Д. Шашина» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/raskritie-informatsii/ezhekvartalniy-otchet?lang=ru> (дата обращения: 19.01.2016).
90. ОАО «Э.ОН Россия» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://eon-russia.ru/shareholders/disclosure/quarterly_reports/2015 (дата обращения: 19.01.2016).
91. ООО «Доходный дом инвестора» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.ddinvest.ru/> (дата обращения: 02.09.2015).
92. ООО «НПП «Гарант-Сервис» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: URL: <http://base.garant.ru/10900200/11> (дата обращения: 03.06.2015).
93. Оценка бизнеса [Текст] : учеб. пособие / под ред. В.Е. Есипова, Г.А. Маховиковой. 3-е изд. Санкт-Петербург : Питер, 2010. - 512 с.
94. ПАО «Газпром» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.gazprom.ru/investors/disclosure/reports/2015> (дата обращения: 19.01.2016).
95. ПАО «ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.nornik.ru/investoram/raskryitie-informaczii/ezhekvartalniye-otchetyi-emitenta> (дата обращения: 19.01.2016).

96. ПАО «Группа ЛСР» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/disclosure-of-information> (дата обращения: 19.01.2016).
97. ПАО «Группа Черкизово» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://cherkizovo.com/company/information-disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 19.01.2016).
98. ПАО «ЛУКОЙЛ» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.lukoil.ru/static_6_5id_219_.html (дата обращения: 19.01.2016).
99. ПАО «Мосэнерго» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.mosenergo.ru/catalog/273.aspx> (дата обращения: 19.01.2016).
100. ПАО «МТС» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.company.mts.ru/comp/ir/control/data/quarterly_reports/64 (дата обращения: 19.01.2016).
101. ПАО «Нижнекамскнефтехим» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: https://www.nknh.ru/investors/quarterly_report (дата обращения: 19.01.2016).
102. ПАО «ОГК-2» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <http://www.ogk2.ru/rus/si/infodisclosure/kvartal> (дата обращения: 19.01.2016).
103. ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.rostelecom.ru/ir/disclosure/quarterly_reports/650 (дата обращения: 19.01.2016).
104. ПАО «ТМК» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: <https://www.tmk-group.ru/Quarter-reports> (дата обращения: 19.01.2016).
105. ПАО «Уралкалий» [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.uralkali.com/ru/investors/reporting_and_disclosure/disclosure/index.php?year=2015#hash_tab_3 (дата обращения: 19.01.2016).
106. Перевозчиков, А.Г. Об альтернативном методе расчета ставки дисконта для потока прибыли на собственный капитал [Текст] / А.Г. Перевозчиков // Финансы и кредит. - 2006. - № 35 (239). - С.19-26.

107. Пирогов, Н.К. Дивидендная политика компаний на развивающихся рынках [Текст] / Н.К. Пирогов, Н.Н. Волкова // Корпоративные финансы. - 2009. - № 4. - С. 57-78.
108. Пласкова, Н.С. Анализ финансовой отчетности: учебник [Текст] / Н.С. Пласкова. Москва : Эксмо, 2010. - 384 с.
109. Пласкова, Н.С. Экономический анализ [Текст] : учебник / Н.С. Пласкова. 3-е изд., перераб. и доп. Москва : Эксмо, 2010. - 331 с.
110. Романов, А.П. Стратегический менеджмент [Текст] : учеб. пособие / А.П. Романов, И.А. Жариков. Тамбов : Изд-во Тамбов. гос. техн. ун-та, 2006. - 80 с.
111. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки [Текст] / Б.Б. Рубцов. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2007. - 448 с.
112. Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник / под общ. ред. Н.И. Безона. Москва : Юрайт, 2011. - 564 с.
113. Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. 2-е изд., перераб. и доп. Москва : Финансы и статистика, 2002. - 448 с.
114. Рябова, Е.В. Оценка влияния дивидендных выплат на стоимость российских компаний в нефтегазовой отрасли [Текст] / Е.В. Рябова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2010. - № 12 (36). - С.32-38.
115. Салманов, О.Н. Мультипликаторы балансовой стоимости при оценке компаний ритейла [Текст] / О.Н. Салманов // Сервис в России и за рубежом. - 2012. - № 4. - С.96-107.
116. Селищев, А.С. Рынок ценных бумаг [Текст] / А.С. Селищев, Г.А. Маховикова. Москва : Юрайт, 2012. - 483 с.
117. Семернина, Ю.В. Анализ эмиссионной активности участников рынка ценных бумаг в Саратовской области [Текст] / Ю.В. Семернина // Региональная экономика: теория и практика. - 2010. - № 42. - С.38-47.

118. Семернина, Ю.В. Дивидендная политика отечественных эмитентов [Текст] / Ю.В. Семернина, С.В. Моисеев // Финансы, налоги, кредит : сб. науч. тр. / под ред. В.В. Степаненко ; СГСЭУ. Саратов, 2007. - С.70-78.
119. Семернина, Ю.В. Долевые ценные бумаги российского рынка [Текст] / Ю.В. Семернина ; Саратов. гос. соц.-экон. ун-т. Саратов, 2010. - 140 с.
120. Сеницкая, Н.Я. Финансовые аспекты управления современным предприятием [Текст] : учеб. пособие / Н.Я. Сеницкая. Москва : Директ-Медиа, 2014. - С.155-156.
121. Стародубцева, Е.Б. Рынок ценных бумаг [Текст] : учебник / Е.Б. Стародубцева. Москва : ИД «ФОРУМ» : ИНФРА-М, 2006. - 176 с.
122. Стратегический менеджмент [Текст] / под ред. А.Н. Петрова. Санкт-Петербург : Питер, 2005. - 496 с.
123. Стратегический менеджмент [Текст] : учеб.-метод. комплекс для направления 080500.62 «Менеджмент» / сост. И.Я. Рувенный. Уфа : Изд-во БАГСУ, 2011. - 80 с.
124. Сухинин, В.П. Стратегический менеджмент [Текст] : учеб. пособие / В.П. Сухинин, М.В. Горшенина ; Самар. гос. техн. ун-т, фил. в г. Сызрани. Сызрань, 2010. - 100 с.
125. Сысоева, Е.Ф. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие / Е.Ф. Сысоева ; Воронеж. гос. пед. ун-т. Воронеж, 2013. - 288 с.
126. Сысоева, Е.Ф. Комплексный подход к оценке эффективности налоговой политики в регионах [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Е.Н. Мельник// Международный бухгалтерский учет. - 2012. - № 31 (229). - С.26-39.
127. Сысоева, Е.Ф. Оптимизация структуры капитала организации с использованием метода минимизации его средневзвешенной цены [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Финансы и кредит. - 2014. - №18 (594). - С.10-14.
128. Сысоева, Е.Ф. Оптимизация структуры капитала организаций с учетом риска внешних источников их финансирования [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Е.С. Будилова // Финансы и кредит. - 2015. - №45 (669). - С.11-21.

129. Фаербер, Э. Все об акциях [Текст] / Э. Фаербер ; пер с англ. О. Поборцевой. 3-е изд. Москва : Манн, Иванов и Фербер, 2013. - С.27-32.
130. Фахутдинов, Р.А. Стратегический менеджмент [Текст] : учебник / Р.А. Фахутдинов. 8-е изд., испр. и доп. Москва : Дело, 2007. - 448 с.
131. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/# (дата обращения: 03.08.2015).
132. Федорова, Е.А. Выявление факторов, влияющих на волатильность фондового рынка, с помощью коинтеграционного подхода [Текст] / Е.А. Федорова, Ю.Н. Назарова // Экономический анализ: теория и практика. - 2010. - № 3. - С.17-24.
133. Федорова, Е.А. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка [Текст] / Е.А. Федорова, И.Я. Лукасевич // Финансы и кредит. - 2014. - № 19 (595). - С. 2-8.
134. Филатова, Т.В. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. пособие / Т.В. Филатова. Москва : КноРус, 2013. - 232 с.
135. Финансовый менеджмент [Текст] : учебник / Г.Б. Поляк, И.А. Акодис, Л.Д. Андросова [и др.] ; отв. ред. Г.Б. Поляк. Москва : ВолтерсКлувер, 2009. - 572 с.
136. Ходоровский, М.Я. Системное противоречие между максимизацией реинвестиций и максимизацией дивидендов на промышленном предприятии [Текст] / М.Я. Ходоровский, О.В. Зубкова // Экономический анализ: теория и практика. - 2010. - № 27 (192). - С. 16-22.
137. Чараева, М.В. Методические аспекты инвестиционного бизнес-планирования в условиях реализации инвестиционной политики корпорации [Текст] / М.В. Чараева // Финансовые исследования. - 2015. - №4 (49). - С. 217-225.
138. Чараева, М.В. Исследование стратегических направлений инвестиционной деятельности российских предприятий [Текст] / Чараева М.В. // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2015. - №36 (270). - С. 2-10.

139. Чараева, М.В. Использование контроллинга при реализации финансовой стратегии телекоммуникационного предприятия [Текст] / М.В. Чараева // Финансовые исследования. - 2015. - № 2 (47). - С. 151-162.
140. Чараева, М.В. Исследование источников финансирования инвестиционной деятельности российских организаций [Текст] / Чараева М.В. // Вестник РГЭУ (РИНХ). - 2014. - №3 (47). - С. 154-162.
141. Чиркова, Е.В. Как оценить бизнес по аналогии [Текст] : методол. пособие по использованию сравнительных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг / Е.В. Чиркова. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2005. - 190 с.
142. Чучаева, С.Ю. Дивидендная политика: учет результата переоценки финансовых вложений [Текст] / С.Ю. Чучаева // Финансы и кредит. - 2010. - № 14 (398). - С. 22-25.
143. Шагалева, Г.Б. Анализ факторов, определяющих дивидендную политику в различных отраслях экономики, на примере крупных компаний [Электронный ресурс] / Г.Б. Шагалева. Режим доступа: <http://grebennikon.ru/article-9ecb.html>.
144. Шамин, А.Е. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. пособие для высш. проф. образования / А.Е. Шамин, О.А. Фролова, О.А. Зубенкова ; НГИЭИ. Княгинино, 2011. - 271 с.
145. Шарп, У. Инвестиции [Текст] : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бейли. Москва : ИНФРА-М, 1998. - 1028 с.
146. Шведов, А.С. Теория эффективных портфелей ценных бумаг [Текст] / А.С. Шведов. Москва : Изд-во ГУ ВШЭ, 1999. - 140 с.
147. Шкловская, В.Б. Современные тенденции дивидендной политики в России [Электронный ресурс] / В.Б. Шкловская. Режим доступа: <http://www.fa.ru/news/I/%D0%A4%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B9%20%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D0%B5%D0%B4%D0%B6%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D1%82/Shklovskaya.pdf> (дата обращения: 15.12.2015).

148. Aivazian, V. Cross-sectional analysis of dividend policy in eight emerging countries [Text] / V. Aivazian, L. Booth, S. Cleary // Emerging markets review. 2000. - № 1. - P. 252-270.
149. Aivazian, V. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms? [Text] / V. Aivazian, L. Booth, S. Cleary // Journal of Financial Research. - 2003. - № 26. - P. 371-387.
150. Agency Problems and Dividend Policies around the World [Text] / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Finance. - 2000. - Vol. 55. № 1. - P. 1-33.
151. Al-Shubiri, Dr. F.N. Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange [Text] / Dr.F.N. Al-Shubiri // Far East Journal of Psychology and Business. - August, 2011. - Vol. 4. № 2. - P. 1-15.
152. Bebczuk, R. Asymmetric Information in Financial Markets [Text] / R. Bebczuk. Cambridge, UK : Cambridge University Press, 2003.
153. Bebczuk, R. Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina [Text] / R. Bebczuk // Inter-American Development Bank Research Network. Working Paper № R-516. - 2005.
154. Bena, J. Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic [Text] / J. Bena, J. Hanousek // Czech Journal of Economics and Finance. - 2008. - Vol. 58. № 3-4. - P. 106-130.
155. Ben-David I. Dividend Policy Decisions [Text] / J. Ben-David // Behavioral Corporate Finance. - 2010. 14 May. - P. 435-451.
156. Bhattacharya, S. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy [Text] / S. Bhattacharya // Bell Journal of Economics. - 1979. - Vol. 10. № 1. - P. 259-270.
157. Black, F. The Dividend Puzzle [Text] / F. Black // Journal of Portfolio Management. - 1970. - № 2. - P. 5-8.

158. Black, F. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns [Text] / F. Black, M.S. Scholes // Journal of Financial Economics. - 1974. - Vol. 1. Iss. 1. - P. 1-22.
159. Brennan, M.J. Taxes, market valuation and corporate financial policy [Text] / M.J. Brennan // National Tax Journal. - 1970. - Vol. 23. № 4. - P. 417-427.
160. Brown, J.R. Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut [Text] / J.R. Brown, N. Liang, S. Weibenner // Journal of finance. - 2007. - № 62. - P. 1935-1965.
161. Chen, D. Do Dividend Policies of Chinese Listed Firms Constrain or Facilitate Tunneling? [Text] / D. Chen, M. Jian ; An International Meeting of the American Accounting Association. - 2005.
162. Chetty, R. Do dividend payments respond to taxes? Preliminary evidence from the 2003 dividend tax cut [Text] / R. Chetty, E. Saez ; NBER. Working Paper 10841. - 2004.
163. Cleaveland, M.C. The influence of r&d investment and dividend payment tax incentives on corporate dividend policy [Text] / M.C. Cleaveland // Journal of Economics and Economic Education Research. - 2013. - Vol. 14. - P. 1-18.
164. Coulton, J.J. Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory [Text] / J.J. Coulton, C. Ruddock // Accounting and Finance. - 2011. - Vol. 51. № 2. - P. 381- 407.
165. DeAngelo, H. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory [Text] / H. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stulz // Journal of Financial Economics. - 2006. - № 81. - P. 227-254.
166. DeAngelo, H. Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity [Text] / H. DeAngelo, R. Stulz. Working Paper. - 2004.
167. Denis, D.J. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy [Text] / D.J. Denis, I. Osobov // Journal of Financial Economics. - 2008. - Vol. 89. Iss. 1. - P. 62-82.

168. Dong, M. Why individual investors want dividends [Text] / M. Dong, Ch. Robinson, Ch. Veld // *Journal of Corporate Finance*. - 2005. - № 12. - P. 121-158.
169. Easterbrook, F.H. Two agency costs explanations of dividends [Text] / F.H. Easterbrook // *American Economic Review*. - 1984. - Vol. 74. № 4. - P. 650-659.
170. El-Ansary, O. The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt [Text] / O. El-Ansary, T. Gomaa // *International Research Journal of Finance and Economics*. - 2012. - Iss. 97. - P. 72-80.
171. Faccio, M. Dividends and Expropriation [Text] / M. Faccio, L. Lang, L. Young // *American Economic Review*. - 2001. - Vol. 91. № 1. - P. 54-78.
172. Fama, E. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? [Text] / E. Fama, K. French // *Journal of Financial Economics*. - 2001. - № 60. - P. 3-43.
173. Ferris, S. Catering Effects in Corporate Dividend Policy: the International Evidence [Text] / S. Ferris, N. Jayaraman, S. Sabherwal // *Journal of Banking & Finance*. - 2009. - Vol. 33. - P. 1730-1738.
174. Gordon, M.J. The Cost of Equity Capital: A Reconsideration [Text] / M.J. Gordon, L.I. Gould // *Journal of Finance*. - 1979. - № 33. - P. 849-861.
175. Grullon, G. Are dividend changes a sign of firm maturity? [Text] / G. Grullon, R. Michaely, B. Swaminathan // *Journal of Business*. - 2002. - № 75. - P. 387-42.
176. Gugler, K. Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany [Text] / K. Gugler, B. Yurtoglu. Working Paper. University of Vienna, 2001.
177. Hanaeda, S. Dividend Policy and Stock Repurchases of Japanese firms: Examining surveyed data (in Japanese) [Text] / S. Hanaeda, T. Serita // *Gendai Fainansu*. - 2008. - № 24. - P. 129-160.
178. Harada, K. Ownership Concentration, Agency Conflicts, and Dividend Policy in Japan [Text] / K. Harada, P. Nguyen. Working Paper Series. - 2006.

179. Ho, S. The investment opportunity set, director ownership and corporate policies: evidence from an emerging market [Text] / S. Ho, K. Lam, H. Sami // Journal of corporate finance. - 2004. - № 10. - P. 383-408.
180. Ishikawa, H. Empirical Analysis on the Dividend Life-Cycle Theory: Evidence from Japan [Text] / H. Ishikawa // The Japanese Accounting Review. - 2011. - Vol. 1. - P. 39-60.
181. Jensen, M.C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers [Text] / M.C. Jensen // American Economic Review. - 1986. - Vol. 76. № 2. - P. 323-329.
182. John, K. Strategic Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence [Text] / K. John, L. Lang. NYU : Working Paper, 1991.
183. John, K. Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium [Text] / K. John, J. Williams // The Journal of Finance. - 1985. - Vol. 40. № 4. - P. 1053-1070.
184. Kania, Sh. What factors motivate the corporate dividend decision [Text] / Sh. Kania, Fr. Bacon // ASBBS E-Journal. - 2005. - № 1. - P. 97-107.
185. Khan, T. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data : Working Paper [Text] / T. Khan. Oxford : Nuffield College, 2006.
186. Kinkki, S. Dividend Puzzle - A Review of Dividend Theories [Text] / S. Kinkki. - 2001. - P. 58-97.
187. Kouki, M. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market [Text] / M. Kouki, M. Guizani // European Journal of Scientific Research. - 2008. - P. 42-53.
188. Kowalewski, O. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland [Text] / O. Kowalewski. Working Paper. - 2007.
189. Li, W. Dividend changes and catering incentives [Text] / W. Li, E. Lie // Journal of Financial Economics. - 2006. - P. 293-308.
190. Lintner, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes [Text] / J. Lintner // American economic review. - 1956. - № 2. - P. 97-113.

191. Litzenberger, R. The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or information effects [Text] / R. Litzenberger, K. Ramaswamy // Journal of Finance. - 1982. - Vol. 37. № 2. - P. 429-444.
192. Lue, A.W. Fire the Caterer: A Test of Catering Theory for Corporate Dividend Payout Policy [Text] / A.W. Lue // Massachusetts Institute of Technology. - 2011. May 20.
193. Maury, C.B. Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland. Swedish School of Economics and Business Administration [Text] / C.B. Maury, A. Pajuste // Working Paper. - 2002. - № 15-45.
194. Miller, M.H. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares [Text] / M.H. Miller, F. Modigliani // The Journal of Business. - 1961. - № 34. - P. 411-433.
195. Miller, M.H. Dividend Policy Under Asymmetric Information [Text] / M.H. Miller, K. Rock // The Journal of Finance. - 1985. - № 40. - P. 1031-1051.
196. Mishra, A.V. Taxation of domestic dividend income and foreign investment holdings [Text] / A.V. Mishra, R.A. Ratti // International Review of Economics and Finance. - 2014. - Vol. 31. - P. 218-231.
197. Ross, S.A. The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signaling Approach [Text] / S.A. Ross // Bell Journal of Economics and Management Science. - 1977. - № 8. - P. 28-40.
198. Rozeff, M.S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios [Text] / M.S. Rozeff // The Journal of Financial Research. - 1982. - Vol. 5. Iss. 3. - P. 249-259.
199. Sawicki, J. Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis [Text] / J. Sawicki // The European journal of finance. - 2009. - № 2. - P. 211-230.
200. Shefrin, H.M. Explaining investor preference for cash dividends [Text] / H.M. Shefrin, M. Statman // Journal of Financial Economics. - 1984. - № 13. - P. 253-282.

201. Smith, C.W. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies [Text] / C.W. Smith // Journal of Financial Economics. - 1992. - Vol. 32. № 3. - P. 263-292.
202. Thanatawee, Y. Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand [Text] / Y. Thanatawee // International Journal of Financial Research. - 2011. - Vol. 2. № 2. - P. 52-60.
203. Tsuji, Ch. A Test of the Catering Theory of Dividends: The Case of the Japanese Electric Appliances Industry [Text] / Ch. Tsuji // Journal of Management Research. - 2010. - Vol. 2. № 2. - P. 1-16.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А

Акции, представленные в ОАО «Московская биржа ММВБ-РТС» по состоянию на 30.09.2015 г., средний дневной объем торгов которыми превышает 5 млн руб.

(с разбивкой по уровням листинга)

Наименование	Тип акций	Объем торгов за 30.09.2015 г., руб. (справочно)
Уровень 1		
1 «Мосэнерго»	Обыкновенные	313 353 167,00
2 «Акрон»	Обыкновенные	25 969 272,00
3 «Аэрофлот - российские авиалинии»	Обыкновенные	179 363 230,00
4 «Банк ВТБ»	Обыкновенные	762 080 390,90
5 «Газпром»	Обыкновенные	5 852 752 607,40
6 «ГМК «Норильский никель»	Обыкновенные	2 330 614 188,00
7 «ДИКСИ Групп»	Обыкновенные	11 658 235,00
8 «Интер РАО»	Обыкновенные	9 031 843,00
9 «Группа ЛСР»	Обыкновенные	6 928 092,00
10 «ЛУКОЙЛ»	Обыкновенные	3 359 526 203,60
11 «М.видео»	Обыкновенные	12 474 083,00
12 «Магнит»	Обыкновенные	1 211 184 821,00
13 «Мечел»	Обыкновенные	43 923 869,72
14 «Мечел»	Привилегированные	3 127 068,10
15 «Магнитогорский металлургический комбинат»	Обыкновенные	263 596 615,20
16 «МТС»	Обыкновенные	730 215 689,00
17 «Нижнекамскнефтехим»	Обыкновенные	3 258 190,00
18 «Нижнекамскнефтехим»	Привилегированные	15 376 800,00
19 «Новатэк»	Обыкновенные	893 967 973,00
20 «Нефтяная компания «Роснефть»	Обыкновенные	1 407 059 230,50
21 «Ростелеком»	Обыкновенные	141 983 814,80
22 «Ростелеком»	Привилегированные	5 283 610,00
23 «РусГидро»	Обыкновенные	305 167 885,00
24 «Сбербанк России»	Обыкновенные	6 568 630 889,00
25 «Сбербанк России»	Привилегированные	657 895 809,00
26 «Северсталь»	Обыкновенные	646 338 277,00
27 АФК «Система»	Обыкновенные	158 654 155,00
28 «СОЛЛЕРС»	Обыкновенные	2 883 290,00
29 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	Обыкновенные	508 044 943,50
30 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	Привилегированные	28 010 239,00
31 «ТМК»	Обыкновенные	13 561 735,00
32 АК «Транснефть»	Привилегированные	281 730 300,00

Наименование	Тип акций	Объем торгов за 30.09.2015 г., руб. (справочно)
33 «Уралкалий»	Обыкновенные	578 386 465,00
34 «ФСК ЕЭС»	Обыкновенные	55 672 452,90
35 «Группа Черкизово»	Обыкновенные	1 028 158,00
36 «Э.ОН Россия»	Обыкновенные	151 757 848,00
Уровень 2		
37 «Корпорация ВСМПО-АВСМА»	Обыкновенные	6 762 670,00
38 «Новолипецкий металлургический комбинат»	Обыкновенные	150 342 782,50
39 «ОГК-2»	Обыкновенные	5 818 590,50
40 «Распадская»	Обыкновенные	19 052 640,80
41 «Российские сети»	Обыкновенные	28 447 720,00
42 «Сургутнефтегаз»	Обыкновенные	573 032 988,50
43 «Сургутнефтегаз»	Привилегированные	1 044 354 111,00
Уровень 3		
44 «Газпром нефть»	Обыкновенные	28 449 408,00
45 «Казаньоргсинтез»	Обыкновенные	6 704 750,00
46 «Полюс Золото»	Обыкновенные	29 727 865,00
47 «Группа «Разгуляй»	Обыкновенные	13 001 598,00
<p>Источник: ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» : офиц. сайт. URL: http://www.micex.ru/infocenter/researches/bulletins (дата обращения: 01.10.2015).</p> <p>Примечание - Данные по объему торгов за 30 сентября 2015 г. приводятся для наглядной иллюстрации разницы в уровне ликвидности отдельных выпусков акций.</p>		

Приложение Б

**Дивидендная история акций российских компаний,
удовлетворяющих критерию ликвидности**

Компания	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
1 «Акрон» ¹⁾	40,00	129,00	156,00	152,00	139,00
2 «Аэрофлот - российские авиалинии» ²⁾	1,0851	1,8081	1,1636	2,4984	0
3 «Банк ВТБ» ³⁾	0,00058	0,00088	0,00143	0,00233	0,00013
4 «Газпром» ⁴⁾	3,85	8,97	5,99	7,20	7,20
5 «Газпром нефть» ⁵⁾	4,44	7,30	9,30	9,38	6,47
6 «ГМК «Норильский никель»» ⁶⁾	180,00	196,00	400,83	469,18	1432,38
7 «Группа «Разгуляй»» ⁷⁾	0	0	0	0	0
8 «Группа ЛСР» ⁸⁾	15,00	20,00	20,00	40,00	78,00
9 «Группа Черкизово» ⁹⁾	0	0	11,16	23,28	54,60
10 «ДИКСИ Групп» ¹⁰⁾	0	0	0	0	0
11 «Интер РАО» ¹¹⁾	0,002	0	0	0	0,00104
12 «Казаньоргсинтез» ¹²⁾	0,1752	0,06	0,5353	0,3458	1,0105
13 «Корпорация ВСМПО-АВИСМА» ¹³⁾	5,10	26,52	279,83	533,91	831,07
14 «ЛУКОЙЛ» ¹⁴⁾	59,00	75,00	90,00	110,00	154,00
15 «Магнит» ¹⁵⁾	11,24	44,59	101,08	319,52	220,97
16 «Магнитогорский металлургический комбинат» ¹⁶⁾	0,33	0	0,28	0	0,58
17 «М.видео» ¹⁷⁾	3,90	5,80	43,80	20,00	52,00
18 «Мечел»	8,73	8,06	0	0	0
19 «Мечел»-П ¹⁸⁾	26,21	31,28	0,05	0,05	0,05
20 «Мосэнерго» ¹⁹⁾	0,02	0,03	0,03	0,04	0,01
21 «МТС» ²⁰⁾	14,54	14,71	14,60	23,82	25,76
22 «Нефтяная компания «Роснефть»» ²¹⁾	2,76	7,53	8,05	12,85	8,21
23 «Нижнекамскнефтехим»	1,176	2,36	2,78	1,00	1,52
24 «Нижнекамскнефтехим»-П ²²⁾	1,176	2,36	2,78	1,00	1,52
25 «Новатэк» ²³⁾	4,00	6,00	6,86	7,89	10,30
26 «Новолипецкий металлургический комбинат» ²⁴⁾	1,82	2,00	0,62	0,67	2,44
27 «ОГК-2» ²⁵⁾	0,00488	0,00100	0	0	0,00814
28 «Полюс Золото» ²⁶⁾	19,77	26,23	62,95	0	0
29 «Распадская» ²⁷⁾	0	5,00	0	0	0
30 «Российские сети» ²⁸⁾	0	0	0	0	0
31 «Ростелеком»	1,1113	4,6959	2,4369	3,1160	3,3411
32 «Ростелеком»-П ²⁹⁾	2,1011	4,6959	4,1022	4,8486	4,0500
33 «РусГидро» ³⁰⁾	0,00860	0,00789	0,00956	0,01359	0,01562
34 «Сбербанк России»	0,92	2,08	2,57	3,20	0,45
35 «Сбербанк России»-П ³¹⁾	1,15	2,59	3,20	3,20	0,45
36 «Северсталь» ³²⁾	6,71	15,19	10,66	8,30	73,68
37 АФК «Система» ³³⁾	0,26	0,28	0,96	2,06	0,47
38 «СОЛЛЕРС» ³⁴⁾	0	0	52,52	52,52	0
39 «Сургутнефтегаз»	0,50	0,60	0,50	0,60	0,65
40 «Сургутнефтегаз»-П ³⁵⁾	1,18	2,15	1,48	2,36	8,21
41 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	5,02	7,08	8,60	8,23	10,58
42 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-П ³⁶⁾	5,02	7,08	8,60	8,23	10,58
43 «ТМК» ³⁷⁾	0,85	3,67	2,34	1,82	0,397

Компания	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
44 АК «Транснефть»-п ³⁸⁾	314,73	716,58	685,10	1221,38	757,87
45 «Уралкалий» ³⁹⁾	4,55	8,00	8,61	3,84	0
46 «ФСК ЕЭС» ⁴⁰⁾	0,00205	0	0	0	0,00101
47 «Э.ОН Россия» ⁴¹⁾	0	0,05788	0,28954	0,37949	0,27764

¹⁾ ОАО «Акрон» : офиц. сайт. URL: <http://www.acron.ru/upload/iblock/128/ezho-za-2-kvartal-2015-g.pdf> (дата обращения: 07.10.2015).

²⁾ ОАО «Аэрофлот - российские авиалинии» : офиц. сайт. . URL: http://www.aeroflot.ru/cms/reports_item/10975 (дата обращения: 07.10.2015).

³⁾ ПАО «Банк ВТБ» : офиц. сайт. . URL: <http://www.vtb.ru/ir/dividends/history> (дата обращения: 07.10.2015).

⁴⁾ ПАО «Газпром» : офиц. сайт. : URL: <http://www.gazprom.ru/investors/dividends> (дата обращения: 07.10.2015).

⁵⁾ ОАО «Газпром нефть» : офиц. сайт. . URL: <http://ir.gazprom-neft.ru/akcionernyi-kapital/dividendu> (дата обращения: 07.10.2015).

⁶⁾ ПАО «ГМК «Норильский никель» : офиц. сайт. URL: <http://www.nornik.ru/investoram/akzioneram/dividendu> (дата обращения: 07.10.2015).

⁷⁾ ПАО «Группа «Разгуляй» : офиц. сайт. URL: <http://www.raz.ru/20155> (дата обращения: 07.10.2015).

⁸⁾ ПАО «Группа ЛСР» : офиц. сайт. URL: http://www.lsrgroup.ru/media/files/1059_qr0215_Gruppa_LSR.pdf (дата обращения: 07.10.2015).

⁹⁾ ПАО «Группа Черкизово» : офиц. сайт. URL: <http://cherkizovo.com/upload/iblock/103/10348925ab1f15a3f1e5661bf3ab7c84.pdf> (дата обращения: 07.10.2015).

¹⁰⁾ ПАО «ДИКСИ Групп» : офиц. сайт. URL: http://www.dixygroup.ru/investors/information-disclosure/interim-quarterly-reports/iq-dixy/iq-dixy-2015.aspx?sc_lang=ru-RU (дата обращения: 07.10.2015).

¹¹⁾ ПАО «Интер РАО» : офиц. сайт. URL: <http://www.interrao.ru/investors/disclosure/quarterly/2015.php> - (дата обращения: 07.10.2015).

¹²⁾ ПАО «Казаньоргсинтез» : офиц. сайт. URL: <http://www.kazanorgsintez.ru/index.php?page=content&id=65> - (дата обращения: 07.10.2015).

¹³⁾ ПАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА» : офиц. сайт. URL: http://www.vsm-po.ru/doc_/otchet/2015/ezhik-2-2015.pdf (дата обращения: 07.10.2015).

¹⁴⁾ ПАО «ЛУКОЙЛ» : офиц. сайт. URL: http://www.lukoil.ru/static_6_5id_243_.html (дата обращения: 07.10.2015).

¹⁵⁾ ОАО «Магнит» : офиц. сайт. URL: <http://magnit-info.ru/investors/info> (дата обращения: 08.10.2015).

¹⁶⁾ ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» : офиц. сайт. URL: <http://www.mmk.ru/upload/iblock/0ba/rep1-%D0%B8%D1%81%D0%BF%D1%80.pdf> (дата обращения: 08.10.2015).

¹⁷⁾ ПАО «М.видео» : офиц. сайт. URL: http://invest.mvideo.ru/files/1329/%D0%95%D0%96%D0%9E_2%D0%9A%D0%92_2015.pdf (дата обращения: 08.10.2015).

¹⁸⁾ ОАО «Мечел» : офиц. сайт. URL: <http://www.mechel.ru/shareholders/info/dividend> (дата обращения: 08.10.2015).

¹⁹⁾ ПАО «Мосэнерго» : офиц. сайт. URL: <http://www.mosenergo.ru/catalog/273.aspx> (дата обращения: 08.10.2015).

²⁰⁾ ПАО «МТС» : офиц. сайт. URL: http://static04.mts.ru/uploadmsk/contents/1762/rep_0215.pdf (дата обращения: 08.10.2015).

²¹⁾ ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» : офиц. сайт. URL: http://www.rosneft.ru/attach/0/16/06/qreport_2_2015.pdf (дата обращения: 08.10.2015).

- 22) ПАО «Нижекамскнефтехим» : офиц. сайт. URL: <https://www.nknh.ru/upload/iblock/aab/2quat2015.pdf> (дата обращения: 08.10.2015).
- 23) ОАО «Новатэк» : офиц. сайт. URL: http://www.novatek.ru/ru/investors/disclosure/quarterly_reports (дата обращения: 08.10.2015).
- 24) ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» : офиц. сайт. URL: <http://lipetsk.nlmc.ru/investors/information-disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 08.10.2015).
- 25) ПАО «ОГК-2» : офиц. сайт. URL: <http://www.ogk2.ru/rus/si/infodisclosure/kvartal> (дата обращения: 08.10.2015).
- 26) ОАО «Полюс Золото» : офиц. сайт. URL: <http://www.polyuszoloto.info/upload/ru/investors/shareholders/ejo-2-kvartal-2015-polus-zoloto.pdf> (дата обращения: 08.10.2015).
- 27) ОАО «Распадская» : офиц. сайт. URL: <http://www.raspadskaya.ru/disclosure> (дата обращения: 08.10.2015).
- 28) ПАО «Российские сети» : офиц. сайт. URL: <http://www.rosseti.ru/media/zakupki/qf0215.pdf> (дата обращения: 08.10.2015).
- 29) ПАО «Ростелеком» : офиц. сайт. URL: <http://www.rostelecom.ru/upload/iblock/4ca/%D0%9F%D1%80%D0%B8%D0%BB%D0%BE%D0%B6%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5%202.pdf> (дата обращения: 09.10.2015).
- 30) ОАО «РусГидро» : офиц. сайт. URL: <http://www.rushydro.ru/investors/dividends> (дата обращения: 09.10.2015).
- 31) ОАО «Сбербанк России» : офиц. сайт. URL: <http://www.sberbank.com/ru/investor-relations/disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 09.10.2015).
- 32) ПАО «Северсталь» : офиц. сайт. URL: <http://www.severstal.com/rus/ir/dividends/index.phtml> (дата обращения: 09.10.2015).
- 33) ОАО АФК «Система» : офиц. сайт. URL: http://www.sistema.ru/fileadmin/user_upload/results_disclosure/otchet_afk_sistema_2_kv_2015.pdf (дата обращения: 09.10.2015).
- 34) ОАО «СОЛЛЕРС» : офиц. сайт. URL: http://sollers-auto.com/ru/information_disclosure/report/otchet_kvartal (дата обращения: 09.10.2015).
- 35) ОАО «Сургутнефтегаз» : офиц. сайт. URL: <http://www.surgutneftegas.ru/ru/investors/reports/quarterly> (дата обращения: 09.10.2015).
- 36) ОАО «Татнефть им. В. Д. Шашина» : офиц. сайт. URL: <http://www.tatneft.ru/aktioneram-i-investoram/raskritie-informatsii/ezhekvartalniy-otchet/?lang=ru> (дата обращения: 09.10.2015).
- 37) ПАО «ТМК» : офиц. сайт. URL: <https://www.tmk-group.ru/Dividends> (дата обращения: 09.10.2015).
- 38) ОАО АК «Транснефть» : офиц. сайт. URL: http://www.transneft.ru/u/section_file/17952/2015_08_15_rep1f.pdf (дата обращения: 09.10.2015).
- 39) ПАО «Уралкалий» : офиц. сайт. URL: http://www.uralkali.com/ru/investors/shareholder_inf/dividends (дата обращения: 09.10.2015).
- 40) ПАО «ФСК ЕЭС» : офиц. сайт. URL: http://www.fsk-ees.ru/suppliers/information_on_contracts_concluded/FSK_Q2_2015.pdf (дата обращения: 09.10.2015).
- 41) ОАО «Э.ОН Россия» : офиц. сайт. URL: http://eon-russia.ru/shareholders/disclosure/quarterly_reports (дата обращения: 09.10.2015).

Приложение В

Отбор акций российских компаний по регулярности дивидендных выплат

Компания	Количество «дивидендных периодов», шт.	Количество «бездивидендных периодов», шт.	Включение в выборочную совокупность (Да/Нет)
1 «Акрон»	5	0	Да
2 «Аэрофлот - российские авиалинии»	4	1	Да
3 «Банк ВТБ»	5	0	Да
4 «Газпром»	5	0	Да
5 «Газпром нефть»	5	0	Да
6 «ГМК «Норильский никель»	5	0	Да
7 «Группа «Разгуляй»	0	5	Нет
8 «Группа ЛСР»	5	0	Да
9 «Группа Черкизово»	3	2	Да
10 «ДИКСИ Групп»	0	5	Нет
11 «Интер РАО»	2	3	Нет
12 «Казаньоргсинтез»	5	0	Да
13 «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»	5	0	Да
14 «ЛУКОЙЛ»	5	0	Да
15 «Магнит»	5	0	Да
16 «Магнитогорский металлургический комбинат»	3	2	Да
17 «М.видео»	5	0	Да
18 «Мечел»	2	3	Нет
19 «Мечел»-п	5	0	Да
20 «Мосэнерго»	5	0	Да
21 «МТС»	5	0	Да
22 «Нефтяная компания «Роснефть»	5	0	Да
23 «Нижекамскнефтехим»	5	0	Да
24 «Нижекамскнефтехим»-п	5	0	Да
25 «Новатэк»	5	0	Да
26 «Новолипецкий металлургический комбинат»	5	0	Да
27 «ОГК-2»	3	2	Да
28 «Полюс Золото»	3	2	Да
29 «Распадская»	1	4	Нет
30 «Российские сети»	0	5	Нет
31 «Ростелеком»	5	0	Да
32 «Ростелеком»-п	5	0	Да
33 «РусГидро»	5	0	Да
34 «Сбербанк России»	5	0	Да
35 «Сбербанк России»-п	5	0	Да
36 «Северсталь»	5	0	Да
37 АФК «Система»	5	0	Да
38 «СОЛЛЕРС»	2	3	Нет
39 «Сургутнефтегаз»	5	0	Да

Компания	Количество «дивидендных периодов», шт.	Количество «бездивидендных периодов», шт.	Включение в выборочную совокупность (Да/Нет)
40 «Сургутнефтегаз»-п	5	0	Да
41 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	5	0	Да
42 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	5	0	Да
43 «ТМК»	5	0	Да
44 АК «Транснефть»-п	5	0	Да
45 «Уралкалий»	4	1	Да
46 «ФСК ЕЭС»	2	3	Нет
47 «Э.ОН Россия»	4	1	Да

Приложение Г

Отбор акций российских компаний по вариативности дивидендных выплат

Компания	Соотношение максимального и минимального размера дивиденда, раз	Включение в выборочную совокупность (Да/Нет)
1 «Акрон»	3,90	Да
2 «Аэрофлот - российские авиалинии»	2,30	Да
3 «Банк ВТБ»	17,92	Нет
4 «Газпром»	2,33	Да
5 «Газпром нефть»	2,11	Да
6 «ГМК «Норильский никель»	7,96	Да
7 «Группа ЛСР»	5,20	Да
8 «Группа Черкизово»	4,89	Да
9 «Казаньоргсинтез»	16,84	Нет
10 «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»	162,95	Нет
11 «ЛУКОЙЛ»	2,61	Да
12 «Магнит»	28,43	Нет
13 «Магнитогорский металлургический комбинат»	2,07	Да
14 «М.видео»	13,33	Нет
15 «Мечел»-п	625,60	Нет
16 «Мосэнерго»	4,00	Да
17 «МТС»	1,77	Да
18 «Нефтяная компания «Роснефть»	4,66	Да
19 «Нижекамскнефтехим»	2,78	Да
20 «Нижекамскнефтехим»-п	2,78	Да
21 «Новатэк»	2,58	Да
22 «Новолипецкий металлургический комбинат»	3,94	Да
23 «ОГК-2»	8,14	Да
24 «Полюс Золото»	3,18	Да
25 «Ростелеком»	4,23	Да
26 «Ростелеком»-п	2,31	Да
27 «РусГидро»	1,98	Да
28 «Сбербанк России»	7,11	Да
29 «Сбербанк России»-п	7,11	Да
30 «Северсталь»	10,98	Нет
31 АФК «Система»	7,92	Да
32 «Сургутнефтегаз»	1,30	Да
33 «Сургутнефтегаз»-п	6,96	Да
34 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	2,11	Да
35 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	2,11	Да
36 «ТМК»	9,24	Да
37 АК «Транснефть»-п	3,88	Да
38 «Уралкалий»	2,24	Да
39 «Э.ОН Россия»	6,56	Да

Приложение Д

**Отбор акций по средней дивидендной доходности за 5 предшествующих лет
(2010-2014 гг.)**

Компания	Средняя дивидендная доходность, %	Включение в выборочную совокупность (Да/Нет)
1 «Акрон»	4,05	Да
2 «Аэрофлот - российские авиалинии»	3,72	Да
3 «Газпром»	4,94	Да
4 «Газпром нефть»	5,06	Да
5 «ГМК «Норильский никель»	5,64	Да
6 «Группа ЛСР»	6,08	Да
7 «Группа Черкизово»	1,99	Да
8 «ЛУКОЙЛ»	4,35	Да
9 «Магнитогорский металлургический комбинат»	1,17	Да
10 «Мосэнерго»	3,22	Да
11 «МТС»	8,79	Да
12 «Нефтяная компания «Роснефть»	3,24	Да
13 «Нижнекамскнефтехим»	4,84	Да
14 «Нижнекамскнефтехим»-п	8,90	Да
15 «Новатэк»	1,17	Да
16 «Новолипецкий металлургический комбинат»	2,01	Да
17 «ОГК-2»	1,27	Да
18 «Полюс Золото»	0,75	Да
19 «Ростелеком»	3,42	Да
20 «Ростелеком»-п	6,89	Да
21 «РусГидро»	1,81	Да
22 «Сбербанк России»	2,45	Да
23 «Сбербанк России»-п	3,65	Да
24 АФК «Система»	4,38	Да
25 «Сургутнефтегаз»	1,70	Да
26 «Сургутнефтегаз»-п	7,79	Да
27 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	2,56	Да
28 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	4,59	Да
29 «ТМК»	3,57	Да
30 АК «Транснефть»-п	0,50	Да
31 «Уралкалий»	2,58	Да
32 «Э.ОН Россия»	7,06	Да

Приложение Е

**Рыночная капитализация российских компаний, используемая для расчета
мультипликаторов P/BV и P/E (по состоянию на 15 января 2016 г.)**

Компания	Рыночная цена на 15.01.2016 г., руб.	Количество акций, шт.	Рыночная капитализаци я, тыс. руб.
1 «Акрон»	3440,00	40 534 000	139 436 960
2 «Аэрофлот - российские авиалинии»	51,98	1 110 616 299	57 729 835
3 «Газпром»	125,10	23 673 512 900	2 961 556 464
4 «Газпром нефть»	144,90	4 741 299 639	687 014 318
5 «ГМК «Норильский никель»	8050,00	158 245 476	1 273 876 082
6 «Группа ЛСР»	623,00	103 030 215	64 187 824
7 «Группа Черкизово»	968,00	43 963 773	42 556 932
8 «ЛУКОЙЛ»	2098,00	850 563 255	1 784 481 709
9 «Магнитогорский металлургический комбинат»	17,145	11 174 330 000	191 583 888
10 «Мосэнерго»	0,8145	39 749 359 700	32 375 853
11 «МТС»	205,00	2 066 413 562	423 614 780
12 «Нефтяная компания «Роснефть»	232,10	10 598 177 817	2 459 837 071
13 «Нижнекамскнефтехим»	42,90	1 611 256 000	69 122 882
14 «Нижнекамскнефтехим»-п	22,75	218 983 750	4 981 880
15 «Новатэк»	543,70	3 036 306 000	1 650 839 572
16 «Новолипецкий металлургический комбинат»	57,50	5 993 227 240	344 610 566
17 «ОГК-2»	0,2059	110 441 160 870	22 739 835
18 «Полнос Золото»	3100,00	190 627 747	590 946 016
19 «Ростелеком»	81,27	2 574 914 954	209 263 338
20 «Ростелеком»-п	63,55	209 565 147	13 317 865
21 «РусГидро»	0,6152	386 255 464 890	237 624 362
22 «Сбербанк России»	87,27	21 586 948 000	1 883 892 952
23 «Сбербанк России»-п	66,80	1 000 000 000	66 800 000
24 АФК «Система»	17,61	9 650 000 000	169 936 500
25 «Сургутнефтегаз»	32,465	35 725 994 705	1 159 844 418
26 «Сургутнефтегаз»-п	43,000	7 701 998 235	331 185 924
27 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	284,05	2 178 690 700	618 857 093
28 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п	184,60	147 508 500	27 230 069
29 «ТМК»	52,15	993 586 094	51 815 515
30 АК «Транснефть»-п	204500,00	1 554 875	317 971 938
31 «Уралкалий»	178,35	2 936 015 891	523 638 434
32 «Э.ОН Россия»	3,022	63 048 706 145	190 533 190

Приложение Ж

**Финансовые показатели компаний, используемые
для расчета мультипликаторов P/BV и P/E (по данным РСБУ)**

В тысячах рублей

Компания	Собственный капитал на 30 сентября 2015 г., тыс. руб.	Чистая прибыль за IV квартал 2014 г. - III квартал 2015 г., тыс. руб.
1 «Акрон» ¹⁾	30 242 639	8 575 094
2 «Аэрофлот - российские авиалинии» ²⁾	70 431 068	5 236 500
3 «Газпром» ³⁾	9 088 517 753	323 082 369
4 «Газпром нефть» ⁴⁾	268 202 618	3 454 991
5 «ГМК «Норильский никель» ⁵⁾	258 846 204	81 325 215
6 «Группа ЛСР» ⁶⁾	37 160 900	8 853 372
7 «Группа Черкизово» ⁷⁾	13 424 096	5 853 438
8 «ЛУКОЙЛ» ⁸⁾	1 319 677 242	406 567 204
9 «Магнитогорский металлургический комбинат» ⁹⁾	154 637 913	24 005 546
10 «Мосэнерго» ¹⁰⁾	193 689 522	1 297 676
11 «МТС» ¹¹⁾	81 557 810	41 466 469
12 «Нефтяная компания «Роснефть» ¹²⁾	1 280 648 402	160 685 253
13 «Нижнекамскнефтехим»	83 763 679	22 913 991
14 «Нижнекамскнефтехим»-п ¹³⁾		
15 «Новатэк» ¹⁴⁾	277 224 347	52 707 109
16 «Новолипецкий металлургический комбинат» ¹⁵⁾	337 467 113	39 317 786
17 «ОГК-2» ¹⁶⁾	110 423 277	2 538 549
18 «Полюс Золото»	557 032 525	2 858 960
19 «Ростелеком»	276 204 274	23 265 789
20 «Ростелеком»-п ¹⁷⁾		
21 «РусГидро» ¹⁸⁾	739 986 000	30 978 000
22 «Сбербанк России»	2 585 543 174	168 953 382
23 «Сбербанк России»-п ¹⁹⁾		
24 АФК «Система»²⁰⁾	349 519 490	-142 629 666
25 «Сургутнефтегаз»	3 235 345 593	1 032 709 046
26 «Сургутнефтегаз»-п ²¹⁾		
27 «Татнефть им. В. Д. Шашина»	529 107 933	80 123 729
28 «Татнефть им. В. Д. Шашина»-п ²²⁾		
29 «ТМК»²³⁾	14 495 627	-24 131 578
30 АК «Транснефть»-п²⁴⁾	160 939 681	11 600 693
31 «Уралкалий» ²⁵⁾	110 844 989	15 648 357
32 «Э.ОН Россия» ²⁶⁾	106 292 358	13 330 421

¹ ОАО «Акрон» : офиц. сайт. URL: <http://www.acron.ru/upload/iblock/71d/ezho-akron-3-kv.-2015.pdf> (дата обращения: 19.01.2016).

² ОАО «Аэрофлот - российские авиалинии» : офиц. сайт. URL: http://www.aeroflot.ru/cms/about/shareholders/regulatory_filings/call_report/2015 (дата обращения: 19.01.2016).

³ ПАО «Газпром» : офиц. сайт. URL: <http://www.gazprom.ru/investors/disclosure/reports/2015> (дата обращения: 19.01.2016).

⁴ ОАО «Газпром нефть» : офиц. сайт. URL: <http://ir.gazprom-neft.ru/raskrytie-informacii/ezhekvar탈nye-otchety/2015> (дата обращения: 19.01.2016).

⁵ ПАО «ГМК «Норильский никель» : офиц. сайт. URL: <http://www.nornik.ru/investoram/raskrytie-informaczii/ezhekvar탈nye-otchetyi-emitenta> (дата обращения: 19.01.2016).

⁶ ПАО «Группа ЛСР» : офиц. сайт. URL: <http://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/disclosure-of-information> (дата обращения: 19.01.2016).

⁷ ПАО «Группа Черкизово» : офиц. сайт. URL: <http://cherkizovo.com/company/information-disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 19.01.2016).

⁸ ПАО «ЛУКОЙЛ» : офиц. сайт. URL: http://www.lukoil.ru/static_6_5id_219_.html (дата обращения: 19.01.2016).

⁹ ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» : офиц. сайт. URL: http://www.mmk.ru/corporate_governance/disclosure_of_information/regular_reports (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁰ ПАО «Мосэнерго» : офиц. сайт. URL: <http://www.mosenergo.ru/catalog/273.aspx> (дата обращения: 19.01.2016).

¹¹ ПАО «МТС» : офиц. сайт. URL: http://www.company.mts.ru/comp/ir/control/data/quarterly_reports/64 (дата обращения: 19.01.2016).

¹² ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» : офиц. сайт. URL: <http://www.rosneft.ru/Investors/information/quarterlyreport/> (дата обращения: 19.01.2016).

¹³ ПАО «Нижнекамскнефтехим» : офиц. сайт. URL: https://www.nknh.ru/investors/quarterly_report (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁴ ОАО «Новатэк» : офиц. сайт. URL: http://www.novatek.ru/ru/investors/disclosure/quarterly_reports (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁵ ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» : офиц. сайт. URL: <http://lipetsk.nlmk.ru/investors/information-disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁶ ПАО «ОГК-2» : офиц. сайт. URL: <http://www.ogk2.ru/rus/si/infodisclosure/kvartal> (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁷ ПАО «Ростелеком» : офиц. сайт. URL: http://www.rostelecom.ru/ir/disclosure/quarterly_reports/650 (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁸ ОАО «РусГидро» : офиц. сайт. URL: <http://www.rushydro.ru/investors/disclosure/greports/2015> (дата обращения: 19.01.2016).

¹⁹ ОАО «Сбербанк России» : офиц. сайт. URL: <http://sberbank.com/ru/investor-relations/disclosure/quarterly-reports> (дата обращения: 19.01.2016).

²⁰ ОАО АФК «Система» : офиц. сайт. URL: <http://www.sistema.ru/investoram-i-akcioneram/raskrytie-informacii/ezhekvar탈nye-otchety> (дата обращения: 19.01.2016).

²¹ ОАО «Сургутнефтегаз» : офиц. сайт. URL: <http://www.surgutneftegas.ru/investors/reports/quarterly> (дата обращения: 19.01.2016).

²² ОАО «Татнефть им. В.Д. Шашина» : офиц. сайт. URL: <http://tatneft.ru/akcioneram-i-investoram/raskritie-informatsii/ezhekvar탈nyi-otchet?lang=ru> (дата обращения: 19.01.2016).

²³ ПАО «ТМК» : офиц. сайт. URL: <https://www.tmk-group.ru/Quarter-reports> (дата обращения: 19.01.2016).

²⁴ ОАО АК «Транснефть» : офиц. сайт. URL: <http://www.transneft.ru/investors/107> (дата обращения: 19.01.2016).

²⁵ ПАО «Уралкалий» : офиц. сайт. URL: http://www.uralkali.com/ru/investors/reporting_and_disclosure/disclosure/index.php?year=2015#hash_tab_3 (дата обращения: 19.01.2016).

²⁶ ОАО «Э.ОН Россия» : офиц. сайт. URL: http://eon-russia.ru/shareholders/disclosure/quarterly_reports/2015 (дата обращения: 19.01.2016).