УДК 336.02, 336.67

АНАЛИЗ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ДИВИДЕНДНУЮ ПОЛИТИКУ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Е.А. ФЕДОРОВА,
доктор экономических наук,
профессор кафедры финансового менеджмента
E-mail: ecolena@mail.ru
Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации

Д.В. ЗАВОЗИНА,
инженер ООО «ПКБ «Инжпроект»
E-mail: arkdarya@yandex.ru

Рассматриваются факторы, влияющие на дивидендную политику в Российской Федерации, связанные с финансово-экономическими показателями компании, макроокружения и политикой компании по отношению к дивидендам. К финансово-экономическим показателям были отнесены финансовый леверидж, коэффициент Тобина. В качестве макроокружения рассматриваются показатели кризисного состояния экономики, инфляции, налогов и отрасли. К внутренним факторам, влияющим на дивидендную политику, были отнесены амортизационные отчисления, акционерный капитал и инвестиционная политика. Внутри каждого из трех блоков выделяются подблоки, к каждому из которых определены соответствующие гипотезы исследования. Эмпирическая база исследования включала 516 наблюдений с 2002 по 2012 г., из которых 246 представляют собой наблюдения с отсутствием дивидендных выплат. Все финансовые показатели были взяты из базы данных Bloomberg и Ruslana. В качестве методологии был использован пробит-анализ и бинарное дерево классификации. Результаты показывают, что прямое влияние на то, будет ли выплачивать фирма дивиденды, оказывает финансовый леверидж и коэффициент Тобина. Также подтвердилась гипотеза, связанная с инфляционным изменением части стоимости активов, связь прямая. Однако гипотеза, связанная с влиянием мирового финансового кризиса на выплату дивидендов, не подтвердилась. Выявлена обратная взаимосвязь между выплатой дивидендов и уровнем налогов. Подтвердилась гипотеза о влиянии роста капитала на дивидендные выплаты. Рассчитанная модель подтвердила обратную зависимость выплат по дивидендам и амортизационными отчислениями. В бинарном дереве классификации были определены три терминальных узла получения выплат по дивидендам. Например, первый терминальный узел отражает ситуацию, при которой при увеличении показателей уплаты налогов и капитала вероятность выплат по дивидендам будет практически 100%-ной. По разработанным моделям можно предсказывать выплату дивидендов компании за год с высокой степенью вероятности.

Ключевые слова: *дивидендная политика, эконометрическое моделирование, прогнозирование дивидендных выплат*

В современном мире в любой сфере бизнеса присутствует высокий уровень конкуренции. Компании вынуждены постоянно расширять сферы своей деятельности, развивать новые направления,

осваивать современные технологии для сохранения позиций на рынке. Время от времени наступает такая ситуация, когда дальнейшее развитие невозможно без привлечения инвестиций. В свою очередь приток инвестиций в компанию является мощнейшим средством роста и развития, а также дает дополнительные конкурентные преимущества. Инвестиционная политика предприятия требует оптимизации дивидендной политики, исследования ее факторов. Поскольку для инвесторов важно получать доход не только от прироста капитала за счет увеличения цен акций, но и относительно стабильный доход в виде выплат по дивидендам, то важно обеспечить финансовую устойчивость предприятия. В связи с этим цель исследования направлена на анализ перспектив развития дивидендной политики в развивающихся странах на примере Российской Федерации, а также на определение зависимости и влияния различных факторов на выплаты по дивидендам.

Тенденции развития дивидендной политики в Российской Федерации. Проведя анализ дивидендных выплат в Российской Федерации с 2006 по 2012 г., можно с уверенностью утверждать о наличии отраслевой диспропорции. При этом основной рост приходится на нефтегазовый сектор, металлургию и телекоммуникации (табл. 1).

Как правило, российские нефтегазовые компании обеспечивают инвесторам наиболее высокую дивидендную доходность. В 2012 г. компании нефтегазового сектора выплатили рекордные дивиденды – 23 млрд долл., что на 31% больше, чем выплаты в 2011 г. Однако причины выплат компаниями дивидендов разного уровня могут различаться.

От чего зависит дивидендная политика компании? В 2001 г. Е. Фама и К. Френч [7] определили, что только три характеристики компании определяют влияние на величину дивидендных выплат. Это инвестиционные возможности компании, размер компании и уровень рентабельности. Наиболее крупные и рентабельные компании с большей вероятностью будут платить дивиденды, когда как более мелкие компании с низким уровнем возможностей инвестирования – с меньшей вероятностью. Однако в более поздних исследованиях добавляются другие факторы, влияющие на дивидендную политику. В 2003 г. В. Айвазян [4] с коллегами провел собственное исследование рынков развивающихся стран и Соединенных Штатов Америки и получил результаты, согласно которым дивидендная политика компаний зависит от прибыльности компании, ее уровня долга и коэффициента Тобина (отношение рыночной стоимости к балансовой). При этом степень влияния этих факторов для развитых и развивающихся стран получилась разная. В выборку вошли восемь стран: Иордания, Пакистан, Зимбабве, Индия, Корея, Малайзия, Турция и Таиланд. Айвазян заключил, что высокий уровень долга компании снижает вероятность высоких дивидендных выплат, т.е. на дивидендную политику влияют финансовые ограничения. В свою очередь Д. Савицки [11] в 2009 г. исследовал зависимость качества корпоративного управления и дивидендной политики стран Юго-Восточной Азии. Объектом работы стали пять стран до и после Азиатского кризиса 1998 г. В результате получена отрицательная взаимосвязь данных факторов в докризисный период и положительная – в посткризисный.

Среди отечественных исследователей следует отметить И.Ю. Бочарову, которая рассматривает зависимость дивидендной политики на балансе интересов компании и ее акционеров. Принятие решения о дивидендных выплатах является правом общества, которое в первую очередь зависит от наличия прибыли.

Таблица 1

Дивидендные выплаты российских компаний в 2006–2012 гг., млрд долл.

Сектор	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Нефтегазовый	11 828	10 183	7 306	11 879	17 059	22 769	20 445
Металлургический	4 431	4 665	1 870	1 520	2 325	2 702	2 489
Электроэнергетический	110	112	56	66	270	243	186
Банковский	476	870	435	312	992	2 026	2 131
Телекоммуникационный	1 090	1 790	1 669	1 322	2 073	2 677	2 985
Недвижимости	2	6	22	33	87	112	123
Потребительский	–	–	–	–	69	75	96
Производства удобрений	210	515	363	229	1 494	1 269	1 217
Всего…	***18 147***	***18 140***	***11 995***	***15 360***	***24 369***	***31 878***	***29 972***

Источник: составлено авторами по данным Bloomberg. URL: http://www.bloomberg.com/.

Формирование гипотез исследования. Идеи, которые были описаны, положены в основу авторского исследования зависимости дивидендных выплат российских компаний от финансово-экономических показателей, макроокружения, дивидендной политики (рис. 1).

К финансово-экономическим показателям относятся финансовый левередж, коэффициент Тобина. В составе макроокружения рассматриваются кризис, инфляция, налоги и отрасль. К дивидендной политике относятся амортизационные отчисления, акционерный капитал и инвестиционная политика. Внутри каждого блока выделяются подблоки, к каждому из которых определены соответствующие гипотезы исследования.

Гипотеза 1. Выплаты по дивидендам зависят от финансово-экономических показателей деятельности компании.

1.1. Фирмы с высоким соотношением величины заемного капитала к величине собственного капитала (финансовый левередж) будут иметь высокие выплаты по дивидендам, тогда как фирмы с более низким финансовым левериджем будут иметь более низкие выплаты по дивидендам.

Теория сигнализации качества фирмы, описанная в 1977 г. С. Россом, утверждает, что в условиях асимметрии информации менеджеры компаний с более высоким качеством активов и соотношением величины заемного капитала к величине собственного капитала имеют стимул сигнализировать качество своих активов и своих будущих денежных потоков, чтобы быть адекватно оцененными рынком. Сигналом качества фирмы являются выплаченные дивиденды.

1.2. Дивидендные выплаты стимулируются возможностями роста компании, выраженными отношением рыночной к балансовой стоимости.

Авторы работы [4] получили положительную зависимость дивидендной политики от отношения рыночной стоимости компании к ее балансовой стоимости (коэффициент Тобина).

Гипотеза 2. На дивидендные выплаты оказывает влияние макроокружение.

2.1. Инфляционное изменение части стоимости активов подрывает способность компании выплачивать дивиденды.

В настоящее время сформировано шесть методик (форм) дивидендных выплат, одной из которых является методика фиксированных дивидендов. Одно из преимуществ этой методики в том, что при высоких темпах инфляции сумма дивидендных выплат корректируется на индекс инфляции.

2.2. Мировой финансовый кризис оказывает существенное влияние на прибыль компаний, следовательно, и на размер дивидендов.

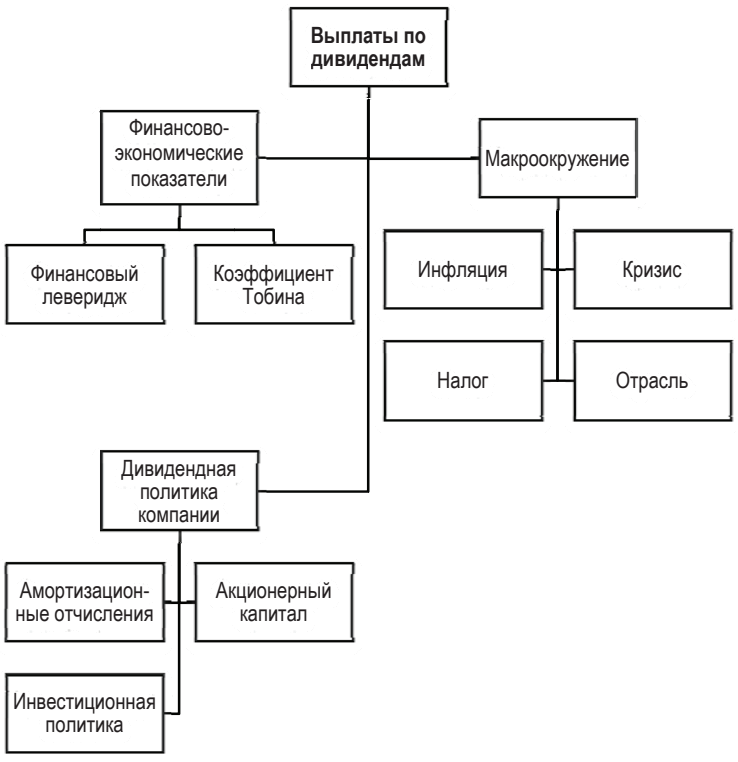


Рис. 1. Зависимость дивидендных выплат от различных показателей

В современном мировом сообществе не существует однозначного мнения на этот счет. Некоторые именитые экономисты высказывали опасения, что в связи с кризисом ряд компаний из-за снижения прибыли откажется от выплаты дивидендов или существенно сократит затраты на них. В связи с тем, что жизненный цикл компании продолжается при любых условиях, то денежные средства на реструктуризацию фирмы, на адаптацию к новым специфическим условиям будут необходимы. И поэтому у компаний могут появиться проблемы с реализацией внешнего долга. Поскольку продолжительность кризиса трудно спрогнозировать, возникает вопрос о наличии у компании «финансовой подушки».

2.3. Чем больше налоговое бремя на дивиденды по сравнению с налогами на прирост капитала, тем меньше уровень дивидендных выплат.

Авторами работ [5, 6] показано, что дивидендная политика компании зависит от налогообложения ее акционеров.

2.4. Существенное влияние на выплаты по дивидендам оказывает принадлежность компании к определенной отрасли.

В мировой практике не выявлено конкретных закономерностей влияния данного параметра на выплаты по дивидендам. Однако данная гипотеза может иметь место для российской действительности (см. табл. 1).

Гипотеза 3. Существенное влияние на выплаты по дивидендам оказывает дивидендная политика компании.

3.1. При росте капитала вероятность повышения дивидендных выплат будет наибольшей. Согласно исследованиям Д. Линтнера [9], размер дивидендов зависит как от текущей прибыли фирмы, так и от величины дивидендных выплат в предыдущем году, которая в свою очередь зависит от прибыли в том же году и от величины дивидендов годом раньше и т.д.

3.2. Существует взаимосвязь между выплатами по дивидендам и величиной амортизационных отчислений: чем больше величина последних, тем меньше прибыли направляется на выплату дивидендов. Несмотря на давнюю историю и широкое распространение практики начисления амортизации, взаимосвязь ее с различными показателями изучена слабо.

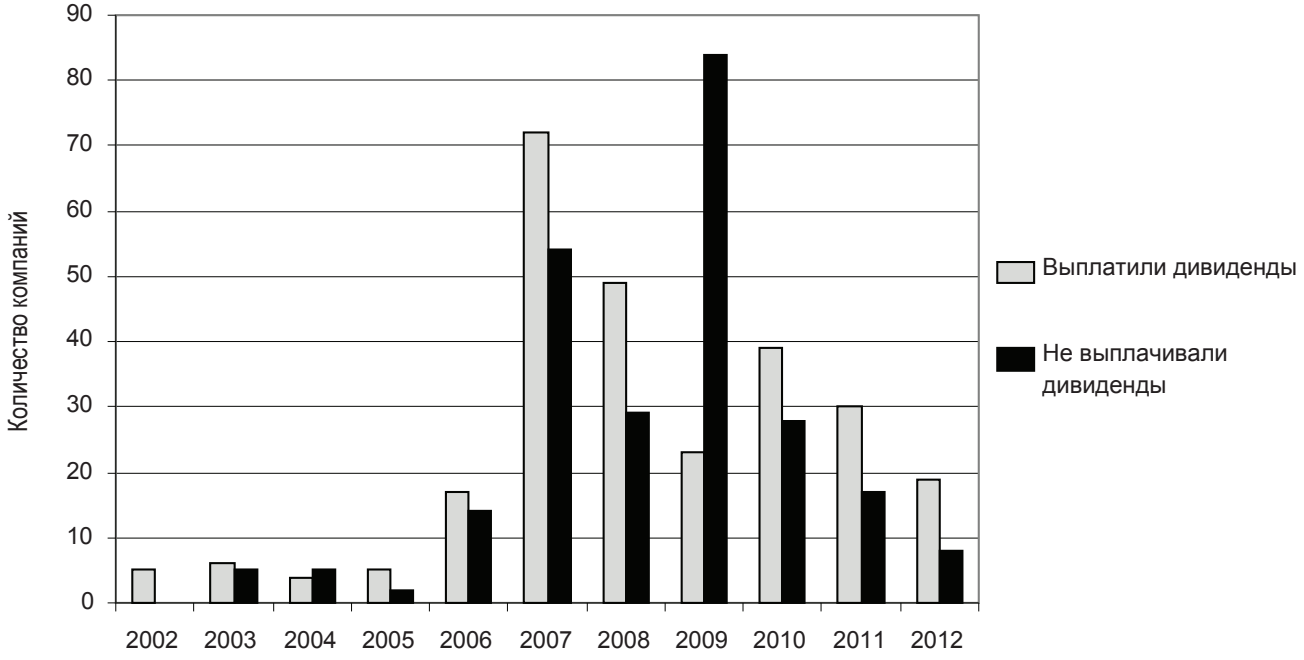
3.3. Если у компании нет достойных объектов для инвестирования, то вся прибыль используется для выплат по дивидендам. И наоборот.

Такую теорию предложили Ф. Модильяни и М. Миллер в 1961 г. [10]. В своей теории иррелевантности дивидендов они доказывают, что на величину дивидендов влияет грамотная инвестиционная политика. В свою очередь доля прибыли на реинвестирование и выплаты по дивидендам является не столь значимой.

Что касается российских авторов, то Н.Н. Николашина [3] рассматривала отдельные аспекты дивидендной политики на примере российских предприятий. В ходе анализа было установлено, что в 2006–2010 гг. компании с большой долей государственного участия выбирали пассивную дивидендную политику, имели самые низкие показатели дивидендной доходности и коэффициента дивидендных выплат. Частные же компании нефтегазового сектора, напротив, проводили активную дивидендную политику, придерживаясь теории существенности дивидендных выплат и сигнальной теории. Данный аспект в авторском исследовании не рассматривается.

Характеристика выборки. Для исследования выборка собиралась из числа российских компаний. В итоговую выборку вошло 516 наблюдений за одиннадцать лет (2002–2012 гг.). Из них 246 представляют собой наблюдения с отсутствием дивидендных выплат (рис. 2).

Все финансовые показатели изначально были взяты из базы данных Bloomberg. Поскольку полу-



Источник: составлено авторами по данным Bloomberg. URL: http://www.bloomberg.com/.

Рис. 2. Соотношение компаний, которые производили и не производили дивидендные выплаты в 2002–2012 гг.

ченная панель данных по российским компаниям была несбалансированной, пробелы (в основном отсутствовали данные о капитале, амортизации и выплаченных дивидендах) были заполнены с использованием финансовой отчетности компаний за релевантный период с официальных сайтов, базы данных Ruslana.

Эмпирический анализ. При оценке дивидендной политики использовалась модель бинарного выбора – пробит-модель. Все переменные подставлялись с лагом, равным –1.

Итоговая модель оцененного уравнения имеет следующий вид:

$$FZ = -0{,}6381 \times \textit{Инфляция} + 0{,}1066 \times$$
$$\times \textit{Коэффициент Тобина} + 1{,}42 \times 10^{-12} \times$$
$$\times \textit{Рыночная капитализация} + 0{,}0729 \times$$
$$\times \textit{Финансовый леверидж} + 5{,}41 \times 10^{-14} \times$$
$$\times \textit{Акционерный капитал} - 1{,}45 \times 10^{-11} \times$$
$$\times \textit{Начисленная амортизация} - 7{,}53 \times 10^{11} \times$$
$$\times \textit{Уплата налогов} - 3 \times 10^{-9} \times \textit{Инвестиции} +$$
$$+ 0{,}0367 \times \textit{Отрасль} - 0{,}1935.$$

Критическая граница равна 0,5. Если показатель *FZ* больше 0,5, то с высокой долей вероятности дивиденды будут выплачены в следующем году, если меньще 0,5, то вероятность выплаты дивидендов низкая.

Уровень значимости для LR-статистики много меньше, чем 0,01. Это свидетельствует о наличии статистически значимой зависимости между переменными с доверительной вероятностью 99%. Значение коэффициента R^2_{MF} равно 0,52, что свидетельствует о наличии сильной связи между объясняющими переменными и зависимой переменной и характеризует построенную модель как адекватную. Статистики Акаике и Шварца равны соответственно 1,244 и 1,334.

Результаты показывают, что положительное влияние на изучаемый показатель оказывает финансовый леверидж. Другими словами, прослеживается связь между количеством заемных денежных средств и проводимой дивидендной политикой: чем больше объем привлекаемых заемных средств, тем менее устойчивой становится компания. Если баланс заемных и собственных денежных средств соблюдается, то принимается дивидендная политика, выгодная для инвестора. Больший интерес в данном случае представляет такой показатель, как отношение рыночной стоимости компании к ее балансовой стоимости (коэффициент Тобина), который оказал положительное влияние на выплаты по дивидендам.

Также подтвердилась гипотеза, связанная с инфляционным изменением части стоимости активов – связь прямая. Это доказывает, что обесценивание активов компании оказывает негативное влияние на принятие решения о выплате дивидендов. Воздействие инфляции проявляется и иными путями. Изменение амортизационных отчислений,

Таблица 2

Результаты оценки

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	z-статистика	Вероятность
Инфляция, %	–0,638072	0,276171	2,310426	0,0209
Коэффициент Тобина	0,106561	0,038369	2,777273	0,0055
Рыночная капитализация, млн руб.	1,42E-12	3,55E-13	–4,006124	0,0001
Финансовый леверидж	0,072872	0,023201	–3,140869	0,0017
Акционерный капитал, млн руб.	5,41E-14	3,96E-14	1,366717	0,0717
Начисленная амортизация, млн руб.	–1,45E-11	3,94E-12	3,682194	0,0002
Уплата налогов, млн руб.	–7,53E-11	2,02E-11	–3,718271	0,0002
Инвестиции, млн руб.	–3,00E-09	1,03E-09	–2,910714	0,0036
Отрасль	0,036711	0,013421	2,735282	0,0062
Среднее зависимой переменной	0,523256	Стандартное отклонение зависимой переменной		0,499944
Стандартная ошибка регрессии	0,467103	Критерий Акаике		1,243869
Сумма квадратов остатков	110,1835	Критерий Шварца		1,334387
Логарифмическая функция правдоподобия	–309,9182	Критерий Ханнана – Куинна		1,279340
Логарифмическая функция правдоподобия с ограничениями	–357,1056	Среднее логарифмической функции правдоподобия		–0,600617
LR-статистика	94,37484	Коэффициент детерминации МакФаддена		0,132139
Вероятность (LR-статистика)	7,77E-16	–		

рост потребности в деньгах из-за роста цен также подрывают способность компании выплачивать дивиденды.

Однако гипотеза о существенном влиянии мирового финансового кризиса на прибыль компаний, а через нее и на размер дивидендов, по результатам проведенного исследования не подтвердилась. Выявленный результат можно объяснить следующим. Во время кризиса при выборе дивидендной политики возникают два противоположных сценария. С одной стороны, поскольку прибыль падает, наблюдается недостаток в финансировании компании, что в свою очередь стимулирует предприятия капитализировать прибыль. С другой стороны, стремясь защитить свой капитал от рисков, собственники начинают более агрессивно изымать все «лишние» деньги из бизнеса в виде дивидендов, защищая свой капитал от рисков, размещают их в более надежных активах. Хотя в данной ситуации некоторые компании выбирают более умеренную дивидендную политику. Поддерживая капитализацию компании на должном уровне, инвесторы стремятся компенсировать часть потерь от падения курсовой стоимости акций выплатами. Можно привести пример с ОАО «Сбербанк России». Банк является самым крупным в России и действует при постоянной поддержке государства, тем не менее во время кризиса 2008 г. акции Сбербанка России упали в цене со 110 до 15 руб., соответственно, данный факт сказался на размере дивидендных выплат. Если пересчитать размер дивидендных выплат на одну акцию в 2007 г. с учетом произошедшей конвертации путем дробления, то получится, что выплаты дивидендов снизились с 3,86 руб. за одну акцию до 0,51 руб. Для сравнения: выплаты ОАО «ЛУКОЙЛ» за аналогичный кризисный период увеличились с 42 до 50 руб. за акцию.

Выявлена обратная взаимосвязь дивидендной политики с уровнем налогов. Это объясняется тем, что в случае превышения ставки налога на дивиденды над ставкой налога на прибыль инвесторы предпочтут не получать дивиденды, а продать акции с прибылью и заплатить налог в меньшем размере.

Принадлежность компании к определенной отрасли вносит свои коррективы в проводимую дивидендную политику. С 2006 г. по постановлению Правительства РФ компании с государственным участием обязаны направлять на дивиденды заранее определенную часть прибыли. Эту величину назначают профильные министерства в зависимости от отраслевой принадлежности. А для 15 крупнейших государственных компаний объем выплат рассчитывается индивидуально каждый год. Для частных российских предприятий все складывается по-другому. Узкий круг акционеров принимает решение о сумме выплат в зависимости от своих взглядов и мотивов. Чаще всего владельцы таких предприятий либо вообще не осуществляют выплаты по дивидендам, либо значительно их снижают. Из 200 отечественных компаний, акции которых представлены в листинге РТС и ММБВ, около 42% не выплачивают дивиденды. Однако не только интерес акционеров оказывает влияние на дивидендную политику. Не стоит забывать и о законодательстве. Существенной остается проблема сроков и механизма выплаты дивидендов. В западных странах срок выплат не превышает трех дней. Согласно нашему закону такой срок увеличивается до 60 дней, если другое не прописано в уставе компании. На практике этим «если» российские предприниматели пользуются довольно часто, причем срок выплат по дивидендам растягивается порой до полугода. И инвестор получает свои законные поступления лишь через год. Но нельзя не отметить, что правовая база в этой области совершенствуется непрерывно, постепенно идет сближение с мировыми стандартами.

Подтвердилась гипотеза о влиянии роста капитала на дивидендные выплаты. Иными словами, подтвердилось обоснованное желание инвесторов получать регулярные дивидендные выплаты по акциям в противовес будущему получению прибыли от продажи акций. Совокупный доход акционеров складывается из двух источников: дивидендного дохода и прироста стоимости капитала. Прирост стоимости акционерного капитала зависит от динамики рыночной цены акций предприятия. Рост курса акций определяется многими факторами: общим финансовым положением предприятия на рынке капитала, товаров, его финансовой независимостью, рентабельностью, уровнем и динамикой дивидендных выплат. Формируя дивидендную политику, предприятие может повлиять и на курсовую стоимость своих акций. В работе [1] было выявлено, что важным фактором дивидендной политики является зависимость размера дивидендных выплат от рентабельности компаний. Наибольшие дивиденды выплачивают компании металлургического и нефтяного секторов, компании связи. Машиностроительные компании обеспечили менее 1% совокупных дивидендных выплат. Как доказал

автор работы [2], управление дивидендной политикой компании основано на основе трех параметров: коэффициенте дивидендных выплат, коэффициенте дивидендной доходности акции и динамике показателя экономической добавленной стоимости.

Рассчитанная модель подтвердила обратную зависимость выплат по дивидендам и амортизационных отчислений. Как уже отмечалось, менеджеры преследуют свои интересы, отличные от интересов собственников, к тому же они обладают дополнительной информацией. Им выгодно уменьшение выплат в качестве дивидендов, чтобы максимизировать ресурсы, находящиеся под их контролем. Однако итог таких действий неутешителен: снижается рыночная стоимость компании, появляются чрезмерные инвестиции. Чтобы этого избежать, необходимо осуществлять контроль за денежным потоком фирмы. Контроль можно заменить совместной открытой политикой собственников и менеджеров. Акционеры заинтересованы в максимизации дивидендов, тогда как предприятию выгоднее максимизировать величину оборотных средств и средств, необходимых для оплаты труда и модернизации производства. Однако существуют противоположные предположения. В настоящее время на основании Положения по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01 коммерческая организация может не чаще одного раза в год переоценивать группы однородных объектов основных средств. Однако при решении о переоценке во внимание принимаются их регулярность и принцип существенности, при этом последующая оценка не должна существенно отличаться от текущей стоимости. Таким образом, проведение переоценки объектов основных средств является правом, а не обязанностью коммерческих организаций.

Теория иррелевантности дивидендов, а именно отрицательная зависимость величины выплачиваемых дивидендов от инвестиционной политики компании, подтвердилась в данной модели. Схожие результаты получили в своих исследованиях авторы работы [8]. Объектом их исследования стали 312 компаний Гонконга с 1994 по 1995 г. Исследуемая взаимосвязь инвестиционных возможностей компании и выплат по дивидендам оказалась отрицательной.

Чтобы определить критические границы значимых переменных, т.е. определить, начиная с какого критического значения существует высокая вероятность дивидендных выплат, в работе применялся анализ, основанный на ВСТ. Дерево решений представляет собой древовидный граф. Это структура данных, состоящая из узлов, соединенных друг с другом ребрами (рис. 3).

В дереве присутствует особый узел – корневой или родительский. Этот узел является основой дерева, поскольку от него можно перейти по дереву к любому другому узлу. Каждый уровень в дереве можно рассматривать как одно из решений, поскольку узел принятия решений обеспечивает проверку условия, а каждое ребро обозначает один из возможных вариантов. Получается, при каждой проверке условия происходит сортировка выборки данных таким образом, что каждый элемент соответствует только одному ребру.

Базовое дерево имеет чрезвычайно простую структуру и не достигает больших размеров. В нем присутствуют три терминальных узла. Родительский узел разделен на первом этапе на основе уплаты налогов. Если этот показатель превышает $1{,}1 \times 10^9$ (наблюдения справа от родительского узла), то вероятность выплат по дивидендам увеличивается с 52,3 до 71,5%. Наоборот, если уплата налогов ниже $1{,}1 \times 10^9$ (наблюдения слева от родительского узла), то вероятность выплат снижается до 42,7%. Затем каждый дочерний узел был разделен на основании значений других ключевых переменных (инвестиции, итоговый капитал, финансовый леверидж, уплата налогов). В итоге определены три терминальных узла получения выплат по дивидендам.

Первый терминальный узел отражает ситуацию, при которой уплата налогов выше $1{,}1 \times 10^9$ и капитал больше $5{,}12 \times 10^{12}$. Этот узел характеризуется вероятностью выплат по дивидендам в 100%, включает 29 эпизодов. Таким образом, при увеличении показателей уплаты налогов и капитала вероятность выплат по дивидендам будет практически 100%. Для инвестора следует обращать внимание на следующее: FZ_1 = *Уплата налогов* $\geq 1{,}1 \times 10^9$; *Капитал* $\geq$ $\geq 5{,}1 \times 10^{12}$. Вероятность выплат по дивидендам будет 100%-ной.

Второй терминальный узел представляет изменение индикаторов в виде снижения показателя уплаты налогов меньше $1{,}1 \times 10^9$, увеличения показателя инвестиции выше $2{,}5 \times 10^7$ и снижения показателя финансового левериджа 4,05.Этот узел характеризуется вероятностью выплат 50,9% и включает 140 эпизодов. Здесь FZ_2 = *Уплата налогов* $\leq$ $\leq 1{,}1 \times 10^9$; *Инвестиции* $\geq 2{,}5 \times 10^7$; *Финансовый леверидж* $\leq 4{,}05$. Вероятность выплат – 50,9%.

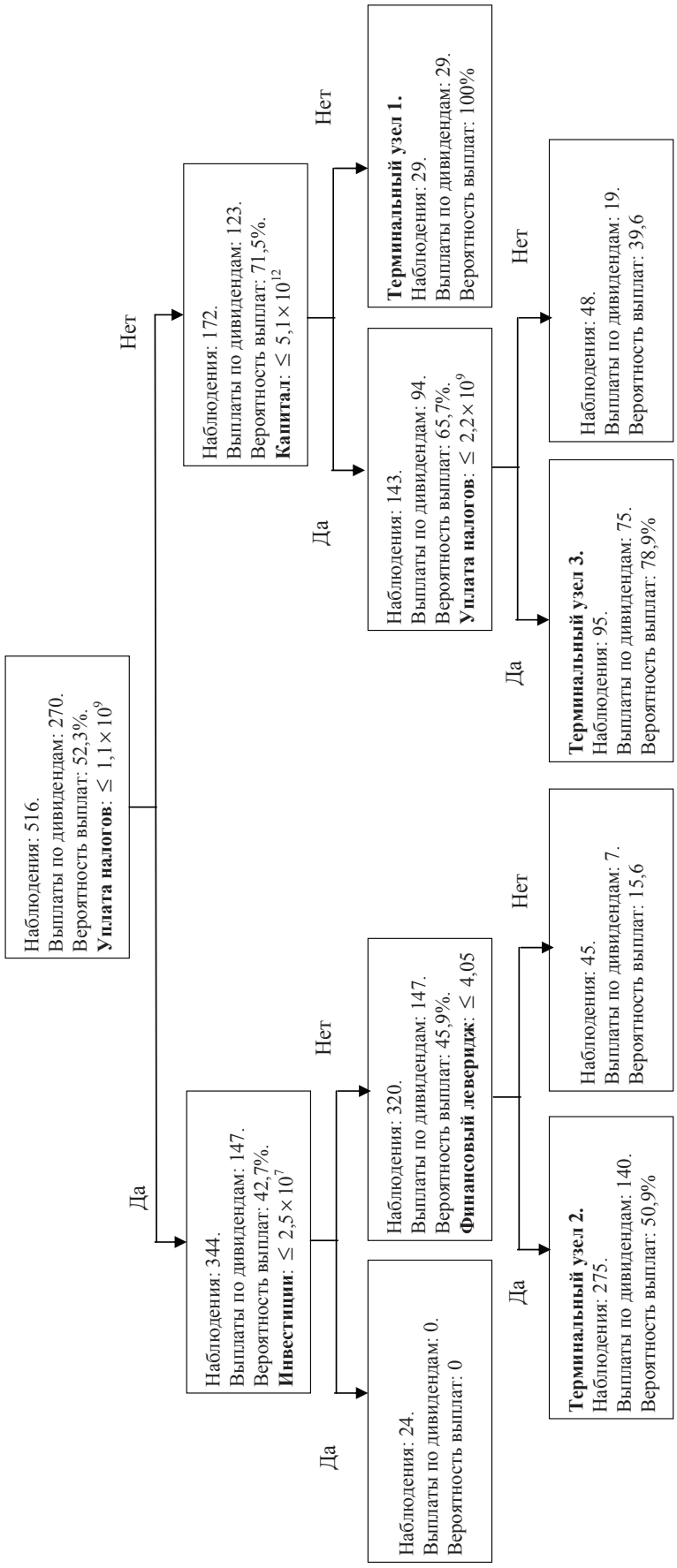


Рис. 3. Бинарное дерево классификации

Третий терминальный узел представляет изменение в виде уплаты налогов в пределах от $1{,}1 \times 10^9$ до $2{,}2 \times 10^9$ при снижении капитала меньше $5{,}12 \times 10^{12}$. Вероятность выплат по дивидендам в данной ситуации 78,9%, что было рассмотрено в 75 эпизодах. FZ_3 = *Уплата налогов* $\{1{,}1 \times 10^9; 2{,}2 \times 10^9\}$; *Капитал* $\leq 5{,}1 \times 10^{12}$; *Финансовый леверидж* $\leq 4{,}05$.

Таким образом, разработана методика прогнозирования дивидендных выплат.

Сравнение ожиданий и полученных результатов в ходе исследования представлены в табл. 3.

По результатам исследования можно заключить, что в гипотезах получились одинаковые результаты по расчетам двух разных методологий. Несовпадение результатов по двум методологиям можно объяснить различными алгоритмами, применяемыми в самих программных продуктах.

Авторами была поставлена цель не только выявить факторы, влияющие на дивидендные выплаты, но и правильно оценить состояние фирмы в контексте фундаментальной проблемы инвестиционной привлекательности компании, помочь акционерам, менеджерам в выборе наиболее перспективной и оптимальной для компании дивидендной политики.

Целью любых финансовых вложений является получение прибыли. Был рассмотрен один из важных инструментов, помогающих увеличить доход – дивиденды. Существует много источников, которые рассказывают о неоспоримой прямой зависимости дивидендов от чистой прибыли компании. Но ориентироваться только на размер чистой прибыли недостаточно. Например, чем больше объем привлекаемых заемных средств, тем менее устойчивой становится компания.

Чем больше налоговая ставка на дивиденды превышает ставку налога на прибыль, тем меньше будет спрос

Таблица 3

Анализ результата регрессии, построенной на примере российских компаний

Гипотеза	Содержание	Ожидаемое влияние на выплату дивидендов	Полученное влияние по пробит-модели	Полученное влияние по методолгии BCT
1	1.1. Фирмы с высоким соотношением величины заемного капитала к величине собственного капитала (финансовый левериджж) будут иметь высокие выплаты по дивидендам, тогда как фирмы с более низким финансовым левериджем будут иметь более низкие выплаты по дивидендам	↑	↑	↑
	1.2. Дивидендные выплаты стимулируются возможностями роста компании, выраженными отношением рыночной стоимости к балансовой	↑	↑	–
2	2.1. Инфляционное изменение части стоимости активов подрывает способность компании выплачивать дивиденды	↓	↓	–
	2.2. Мировой финансовый кризис оказывает существенное влияние на прибыль компаний, а через нее и на размер дивидендов	↓	–	–
	2.3. Чем больше налоговое бремя на дивиденды по сравнению с налогами на прирост капитала, тем меньше уровень дивидендных выплат	↓	↓	↓
	2.4. Существенное влияние на выплаты по дивидендам оказывает принадлежность компании к определенной отрасли	↑	↑	–
3	3.1. При росте капитала вероятность повышения дивидендных выплат будет наибольшей	↑	↑	↑
	3.2. Проявляется взаимосвязь между выплатами по дивидендам и величиной амортизационных отчислений: чем больше величина последних, тем меньше прибыли направляется на выплату дивидендов	↓	↓	–
	3.3. Если у компании нет достойных объектов для инвестирования, то вся прибыль используется для выплат по дивидендам	↓	↓	↓

Примечание. ↑ – прямая зависимость между выплатами по дивидендам и рассматриваемым параметром; ↓ – обратная зависимость между выплатами по дивидендам и параметром; «–» – не оказывает влияния.

на получение дивидендов. Также стоит уделить внимание исследованию амортизационных отчислений, ведь чем больше в предыдущие годы отчислялось на возмещение износа, тем больше вероятность, что в текущем году амортизационных отчислений не будет или они будут незначительны. То же можно сказать и о реинвестировании прибыли: отсутствие прибыли ввиду ее инвестирования в развитие бизнеса приведет к тому, что дивиденды не будут выплачены. Хотя рассматривать инфляцию как существенный факт, влияющий на выплату дивидендов, не стоит, но в совокупности оценить ее влияние все же необходимо. Если в период высокой инфляции менеджмент компании не примет оперативных мер по перераспределению прибыли, то ее размер может существенно измениться, значит, увеличится вероятность невыплаты дивидендов. При этом фактор кризиса оказался статистически незначим. Таким образом, можно говорить о том, что на дивидендную политику акционерных обществ оказывают существенное негативное влияние изменения в экономической и политической жизни страны.

Список литературы

1. *Бочарова И.Ю.* Дивидендная политика в системе корпоративного управления // Финансы и кредит. 2011. № 47. С. 2–9.

2. *Дорофеев М.Л.* Матрица управления дивидендной политикой корпорации // Финансы и кредит. 2011. № 10. С. 47–51.

3. *Николашина Н.Н.* Сравнение дивидендной политики государственных и частных компаний на примере компаний нефтегазового сектора Российской Федерации // Финансы и кредит. 2013. № 26. С. 61–72.

4. *Aivazian V., Booth L., Cleary S.* Cross-sectional analysis of dividend policy in eight emerging countries // Emerging markets review. 2000. № 1. P. 252–270.

5. *Brown J.R., Liang N., Weibenner S.* Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut // Journal of finance. 2007. № 62. P. 1935–1965.

6. *Chetty R., Saez E.* Do dividend payments respond to taxes? Preliminary evidence from the 2003 dividend tax cut, NBER, Working Paper 10841, 2004.

7. *Fama E.F., French Kenneth R.* Disappearing dividends: changing firms characteristics or lower propensity to pay? // Journal of financial economics. 2001. № 1. P. 3–43.

8. *Ho S., Lam K., Sami H.* The investment opportunity set, director ownership and corporate policies: evidence from an emerging market // Journal of corporate finance. 2004. № 10. P. 383–408.

9. *Lintner J.* Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes // American economic review. 1956. № 2. P. 97–113.

10. *Miller M., Modigliani F.* Dividend policy, growth and the valuation of shares // Journal of business. 1961. № 4. P. 411–433.

11. *Sawicki J.* Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis // The European journal of finance. 2009. № 2. P. 211–230.

Economic analysis: theory and practice ***Methods of analysis***
ISSN 2311-8725 (Online)
ISSN 2073-039X (Print)

ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING DIVIDEND POLICY IN THE RUSSIAN FEDERATION

Elena A. FEDOROVA,
Dar'ya V. ZAVOZINA

Abstract

The article examines the factors affecting the dividend policy in the Russian Federation, related to financial and economic indicators of a company, macroenvironment and company's policy with respect to dividends. The financial and economic indicators comprised the financial leverage and the Tobin coefficient. As the macroenvironment, the authors consider indicators of the crisis economy, inflation, taxes and industry sectors. The internal factors affecting dividend policy comprised depreciation allocations, equity capital and investment policy. Within each of the three blocks, the paper identifies sub-blocks. Each of the sub-blocks defines the corresponding hypothesis of tests. An empiric base of research included 516 observations within the period of 2002–2012, among which 246 represent observations with the absence of dividend payments. All financial indicators were taken from the Bloomberg and Ruslana database. The methodology includes the quantal-response method and a binary tree of classification. The results demonstrate that the financial leverage and the Tobin coefficient directly impact on paying dividends by a company. The paper also considers the direct link of the hypotheses associated with inflation changes in the portion of asset value. However, the hypothesis related to the global financial crisis impact on dividend payment has not been confirmed. The article identifies an inverse relationship between dividend payment and tax rate. The paper confirmed the hypothesis about the impact of capital growth on dividend payments. The calculated model confirmed the inverse dependence of dividend payment and amortization deductions. In the binary tree classification, the authors identified three terminal nodes of receiving dividend payments: for example, the first terminal node reflects a situation under which in case of increases in tax and capital payments, the probability of dividend payment will be almost 100 percent. The developed models enable to predict company's annual dividend payment with a high degree of probability.

Keywords: dividend policy, econometric modeling, forecasting, dividend payouts

References

1. Bocharova I.Yu. Dividendnaya politika v sisteme korporativnogo upravleniya [Dividend policy in corporate management system]. *Finansy i kredit – Finance and credit*, 2011, no. 47, pp. 2–9.

2. Dorofeev M.L. Matritsa upravleniya dividendnoi politikoi korporatsii [Matrix of dividend policy management of a corporation]. *Finansy i kredit – Finance and credit*, 2011, no. 10, pp. 47–51.

3. Nikolashina N.N. Sravnenie dividendnoi politiki gosudarstvennykh i chastnykh kompanii na primere

kompanii neftegazovogo sektora Rossiiskoi Federatsii [Comparison of dividend policies of public and private companies as exemplified by the Russian Federation energy sector]. *Finansy i kredit – Finance and credit*, 2013, no. 26, pp. 61–72.

4. Aivazian V., Booth L., Cleary S. Cross-sectional analysis of dividend policy in eight emerging countries. *Emerging Markets Review*, 2000, no. 1, pp. 252–270.

5. Brown J.R., Liang N., Weibenner S. Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut. *Journal of Finance*, 2007, no. 62, pp. 1935–1965.

6. Chetty R., Saez E. Do Dividend Payments Respond To Taxes? Preliminary Evidence From the 2003 Dividend Tax Cut. NBER Working Paper 10841, 2004.

7. Fama E.F., French Kenneth R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 2001, no. 1, pp. 3–43.

8. Ho S., Lam K., Sami H. The investment opportunity set, director ownership and corporate policies: evidence from an emerging market. *Journal of Corporate Finance*, 2004, no. 10, pp. 383–408.

9. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 1956, no. 2, pp. 97–113.

10. Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 1961, no. 4, pp. 411–433.

11. Sawicki J. Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *The European Journal of Finance*, 2009, no. 2, pp. 211–230.

Elena A. FEDOROVA
Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
ecolena@mail.ru

Dar'ya V. ZAVOZINA
OOO PKB "Inzhproekt" (design center), Moscow, Russian Federation
arkdarya@yandex.ru