

Алена Олеговна РЫБКА¹
Наталья Брониславовна БОЛДЫРЕВА²

УДК 336.64

ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА КАПИТАЛИЗАЦИЮ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ*

¹ магистрант Финансово-экономического института,
Тюменский государственный университет
a.ribka@inbox.ru

² доктор экономических наук, профессор
кафедры финансов, денежного обращения и кредита,
Финансово-экономический институт,
Тюменский государственный университет
naboldyрева@yandex.ru

Аннотация

Дивидендные выплаты выступают одним из индикаторов прибыльности деятельности компании и перспектив ее роста. Вместе с этим, выплачивая дивиденды, компании ограничивают свои возможности по реинвестированию прибыли в развитие.

В статье исследуется дивидендная политика российских публичных акционерных обществ, акции которых включены в базу расчета индекса Московской биржи (ИМОЕХ), с 2007 по 2016 г. Дивидендная политика, рассматриваемая в качестве компромисса между реинвестированием прибыли и выплатой дивидендов, численно характеризуется коэффициентом дивидендных выплат. Оценка дивидендной политики российских публичных обществ позволила провести их ранжирование по критерию

* Работа выполнена в рамках инициативной темы «Финансовый рынок в условиях глобальной неопределенности», регистрационный номер АААА-А16-116101410015-1.

Цитирование: Рыбка А. О. Дивидендная политика и ее влияние на капитализацию российских публичных акционерных обществ / А. О. Рыбка, Н. Б. Болдырева // Вестник Тюменского государственного университета. Социально-экономические и правовые исследования. 2019. Том 5. № 2. С. 186-204.

DOI: 10.21684/2411-7897-2019-5-2-186-204

«дивидендные/недивидендные компании». Установлено, что среди компаний индекса МосБиржи подавляющее большинство являются недивидендными (66,67%). В них доля компаний с государственным участием составляет 68,8%.

В анализируемом периоде высокие дивидендные выплаты характерны, как правило, для частных компаний, а не для компаний с государственным участием. Корреляционный анализ взаимосвязи между среднегодовым коэффициентом дивидендных выплат и среднегодовой рыночной капитализацией российских акционерных обществ показал отсутствие значимого влияния дивидендной политики компании на ее рыночную капитализацию для 60% компаний индекса МосБиржи. Среди них доля компаний с государственным участием составляет 57,14%.

В целом в настоящее время большинство крупных российских ПАО не рассматривает дивидендную политику в качестве ключевого фактора роста рыночной капитализации, однако случай каждой конкретной компании уникален.

Ключевые слова

Дивидендная политика, коэффициент дивидендных выплат, рыночная капитализация компании, выплата дивидендов, курсовая стоимость акций компаний.

DOI: 10.21684/2411-7897-2019-5-2-186-204

Введение

По мнению Майкла Спенса, лауреата Нобелевской премии по экономике за 2001 г., одним из индикаторов качества корпоративного управления и важнейшим фактором повышения капитализации фондового рынка выступают дивидендные выплаты. Фирмы, выплачивая дивиденды, информируют рынок о прибыльности своей деятельности, благополучии компании и ее отличных перспективах, что приводит к росту курсовой стоимости акций [24, 25]. Снижая возможности компании по реинвестированию прибыли, дивидендная политика вместе с тем способствует формированию у инвесторов представления о перспективах ее роста и созданию условий для притока инвестиций в компанию.

Российский рынок акций является привлекательным объектом для инвестиций. На конец 2017 г. на Московской бирже обращались акции 230 российских эмитентов. Объем торгов на внутреннем биржевом рынке акций в 2017 г. достиг 9 трлн 145 млрд руб. против 6 трлн 570 млрд руб. по государственным облигациям и 4 трлн 408 млрд руб. по корпоративным, субфедеральным и муниципальным облигациям. В сделках, совершаемых физическими лицами — резидентами на Московской бирже, операции с акциями традиционно играют основную роль. В 2017 г. на них пришлось 72% общего объема сделок физических лиц [17].

В статье раскрываются особенности влияния дивидендной политики российских публичных акционерных обществ на их рыночную капитализацию. Объектом исследования выступают крупные российские эмитенты, определяющие состояние основных секторов экономики страны, акции которых включены в базу расчета индекса Московской биржи (IMOEX).

Основная часть

Двойственный характер дивидендной политики давно стал предметом обсуждения в научных кругах и среди практиков. Дивидендная политика акционерной компании непосредственным образом влияет на доходность инвестиций в акции. Она также выступает одним из факторов формирования и динамики ее рыночной цены. В то же время, выплачивая дивиденды, компания ограничивает свои возможности по реинвестированию прибыли в развитие.

В настоящее время исследователи не пришли к единому мнению о влиянии политики выплаты дивидендов на рыночную стоимость акций компании, ее капитализацию и, в целом, об ее целесообразности. В современной теории дивидендной политики сложилось три основных подхода в этом вопросе:

- 1) дивидендная политика влияет на стоимость компании (Грэм — Додд);
- 2) дивидендная политика снижает стоимость компании (Литценбергер — Рамасвами);
- 3) дивидендная политика не имеет никакого отношения к стоимости компании (Модильяни — Миллер).

Так, сторонники первого подхода указывают на существование у инвесторов «естественной» потребности в акциях с высокими дивидендами. Это справедливо для зрелых компаний, которые имеют обильные денежные потоки, но мало выгодных инвестиционных возможностей. Акционеры таких компаний не всегда верят в способность менеджеров эффективно использовать нераспределенную прибыль и опасаются того, что эти деньги могут пойти скорее на строительство грандиозной империи, нежели на повышение рентабельности предприятия [1, с. 419]. Поэтому инвесторы требуют более высоких дивидендов, чтобы стимулировать менеджеров на реализацию инвестиционной политики, увеличивающей стоимость. В работе греческих авторов [22] делается аналогичный вывод о восприятии инвесторами увеличения дивидендных выплат в качестве признака позитивной будущей перспективы и наоборот.

Сторонники второго подхода, напротив, выступают за снижение дивидендных выплат. Это связано с возможностью различного налогообложения доходов инвестора: для дивидендных выплат налоговая ставка может быть выше, чем для приращения капитала [1, с. 424]. Однако исследование А. Брэва на основе опроса финансового менеджмента показало, что только 21,1% респондентов отмечают налогообложение в качестве одного из важнейших факторов, определяющих их решения о дивидендах [21].

Сторонники третьего подхода исходят из предпосылки о том, что действия компаний отражают предпочтения инвесторов, т. е. тот факт, что компании выплачивают высокие дивиденды, является лучшим свидетельством желания инвесторов получать такие платежи [1, с. 427]. Иными словами, если предложение дивидендов соответствует спросу на них, то никакая дивидендная политика не в силах повлиять на рыночную стоимость компании. И. Особов и Д. Денис, размышляя, почему фирмы платят дивиденды, не находят подтверждения гипотезе, согласно которой менеджеры, принимающие дивидендную

политику, стремятся удовлетворить предпочтения инвесторов по поводу дивидендов, и приходят к выводу, что дивидендная политика диктуется только стадией жизненного цикла компании [23].

Перечисленные выше теории легли в основу исследований отечественных экономистов по данному направлению в привязке к российским публичным компаниям. Так, В. Н. Севостьянов оценивает влияние дивидендной политики на долгосрочную доходность компании. В ходе исследования было установлено, что динамика избыточной доходности компаний, которые платят дивиденды, и компаний, не выплачивающих дивиденды, является схожей [18, с. 37]. Данное исследование не подтвердило влияния дивидендной политики на долгосрочную доходность акций. Е. А. Федорова отмечает специфичность российского фондового рынка, выраженную в наличии отраслевых диспропорций, и обосновывает влияние отраслевой принадлежности компании на ее дивидендную политику [19, с. 2]. Т. И. Окраинец, используя модель Гордона, показал наличие взаимосвязи между стоимостью акций ПАО «Норильский никель» и размером выплачиваемых дивидендов [16, с. 92]. В ряде работ исследуются проблемы корпоративного управления, в том числе правового регулирования дивидендной политики, в акционерных обществах с государственным участием [8, 9].

Таким образом, к настоящему времени не сложилось однозначного отношения исследователей к оценке влияния дивидендной политики на положение компании на рынке капитала, в частности динамику цены и доходности ее акций.

Отметим также, что не существует однозначного определения дивидендной политики, поскольку зачастую экономисты вкладывают в это понятие разный смысл. В нашем случае мы придерживаемся точки зрения Р. Брейли и С. Майерса, которые рассматривают дивидендную политику в качестве компромисса между реинвестированием прибыли и выплатой дивидендов [1, с. 405]. Этот компромисс идеально отражает коэффициент выплаты дивидендов, рассчитываемый по формуле (1):

$$K_{\text{вд}} = \frac{D_t}{\text{ЧП}_{t-1}}, \quad (1)$$

где D_t — сумма выплаченных дивидендов за период t , млн руб.; ЧП_{t-1} — чистая прибыль за период $t - 1$, млн руб.

Решение о распределении чистой прибыли между ее реинвестированием и выплатой дивидендов зависит от многих факторов: этапа жизненного цикла компании и, следовательно, ее потребности в финансировании инвестиционных проектов; способности компании к устойчивому генерированию прибыли; ожиданий инвесторов; стоимости альтернативных источников капитала и др.

В современных условиях дивидендная политика рассматривается как один из факторов эффективного корпоративного управления. В 2014 г. Правительство РФ одобрило проект Кодекса корпоративного управления, который впоследствии был рекомендован к применению письмом Банка России от 10.04.2014 № 06-

52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» [6]. Кодекс корпоративного управления обязывает публичные компании оформлять свою дивидендную политику в виде отдельного документа и размещать его на своем официальном сайте в сети Интернет [16]. Публичным компаниям рекомендуется также предоставлять акционерам обоснование предлагаемого распределения чистой прибыли и оценивать его на соответствие принятой в обществе дивидендной политике и потребностям развития общества [16]. Рекомендации Кодекса корпоративного управления направлены на повышение устойчивости, эффективности деятельности акционерных обществ и увеличение притока инвестиций, необходимых для развития.

Условия, при котором общество вправе выплачивать дивиденды, определены в Федеральном законе от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» [13]. Публичные компании вправе по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев отчетного года и (или) по результатам отчетного года принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям. Источником выплаты дивидендов является прибыль общества после налогообложения (чистая прибыль общества). Решение о выплате дивидендов принимается общим собранием акционеров, при этом размер дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров общества. Закон устанавливает также ограничения на выплату дивидендов [17].

Имеются особенности формирования дивидендной политики у компаний с государственным участием. Согласно государственной программе РФ «Управление федеральным имуществом» (утв. Постановлением Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 327), под компаниями с государственным участием понимаются хозяйственные общества, акции (доли) в уставном капитале которых находятся в федеральной собственности (независимо от величины) [15].

С точки зрения цели исследования в статье к компаниям с государственным участием отнесены публичные акционерные общества (далее — ПАО), в акционерном капитале которых участвует Российская Федерация в лице уполномоченных органов государственной власти вне зависимости от конкретного количества находящихся в федеральной собственности акций, включенные в базу расчета индекса Московской биржи акций компаний с государственным участием (МОЕХ StateCo Index). В настоящее время к ним отнесены 16 публичных акционерных обществ: ПАО «Сбербанк», ПАО «Газпром», Банк ВТБ (ПАО), ПАО «Татнефть», ПАО «Интер РАО», ПАО «РусГидро», ПАО «Транснефть», ПАО «ФСК ЕС», ПАО «Россети», ПАО «Ростелеком», ПАО «Аэрофлот», ПАО «НМТП» и др. [4]. Вопрос о выплате дивидендов для таких компаний, согласно государственной программе «Управление федеральным имуществом», касается лишь «выплаты гарантируемого минимума дивидендов Российской Федерации как акционеру при соблюдении интересов иных акционеров» [15]. Распоряжение Правительства Российской Федерации «О формировании позиции акционера — Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности» определяет данный минимум дивидендов в размере «не менее 25 процентов чистой прибыли акционерного общества (без учета доходов, полу-

ченных от переоценки финансовых вложений)» [12]. В настоящее время Министерство финансов РФ разрабатывает законопроект, который обяжет госкомпания направлять на дивиденды 50% чистой прибыли по МСФО [11].

Эмпирический анализ

Для оценки дивидендной политики российских ПАО были рассмотрены наиболее ликвидные акции крупнейших российских компаний за период 2007-2016 гг., на основе которых рассчитывается индекс Московской биржи (ИМОЕХ) [20]. Среди них доля компаний с государственным участием составляет 50%.

В настоящее время среди экономистов не выработан единый критерий отнесения компании к дивидендным/недивидендным по значению коэффициента дивидендных выплат. Для ранжирования компаний по данному критерию к «дивидендным» будем относить компании, среднее значение коэффициента дивидендных выплат которых более 50%. Соответственно, остальные компании будем определять как «недивидендные».

В таблице 1 на основе среднего коэффициента выплаты дивидендов проведено ранжирование компаний по критерию «дивидендные/недивидендные» в порядке возрастания данного коэффициента.

Таблица 1

Ранжирование компаний по критерию «дивидендные/недивидендные» на основе среднего значения коэффициента дивидендных выплат

Table 1

Company ranking by dividend / non-dividend criteria based on the average dividend payout ratio

№	Компания	Среднее значение Кдв, % (за период 2007-2016 гг.)	Тип компании
1	2	3	4
1	НМТП*	-19,39	Недивидендная
2	Российские сети	3,94	Недивидендная
3	Транснефть	4,01	Недивидендная
4	ФСК ЕЭС	8,72	Недивидендная
5	Интер РАО	9,03	Недивидендная
6	Мечел	12,26	Недивидендная
7	Сбербанк	12,43	Недивидендная
8	РусГидро	17,34	Недивидендная
9	Аэрофлот	20,96	Недивидендная
10	Газпром	21,26	Недивидендная

Окончание таблицы 1

Table 1 (end)

1	2	3	4
11	Полюс Золото	22,31	Недивидендная
12	ЛУКОЙЛ	32,23	Недивидендная
13	Магнит	35,48	Недивидендная
14	НОВАТЭК	39,18	Недивидендная
15	<i>Татнефть</i>	43,30	Недивидендная
16	<i>Ростелеком</i>	44,64	Недивидендная
17	М-Видео	76,23	Дивидендная
18	НЛМК	76,50	Дивидендная
19	МТС	77,51	Дивидендная
20	Юнипро	80,54	Дивидендная
21	Норильский никель	153,35	Дивидендная
22	<i>АФК Система</i>	175,22	Дивидендная
23	ТМК	382,37	Дивидендная
24	<i>ВТБ</i>	550,24	Дивидендная

Примечание: составлено авторами.

*Курсивом выделены компании с государственным участием.

Notes: compiled by the authors.

*Companies with state participation are italicized.

Из таблицы 1 следует, что среди компаний индекса МосБиржи подавляющее большинство являются недивидендными (66,67%), оставшиеся 33,33% составляют «дивидендные» компании. Это позволяет говорить о том, что дивидендные выплаты как потенциальный источник дохода от инвестиций в акции не являются ключевым фактором их инвестиционной привлекательности. Преобладание компаний «недивидендного» типа можно объяснить следующими причинами:

1. Компании являются растущими, т. е. имеют хорошие перспективы для инвестиций и направляют большую часть своей чистой прибыли на собственное развитие. Примером такой компании является ПАО «Россети» — одна из крупнейших электросетевых компаний, образовавшаяся в 2013 г., которая с начала своей деятельности направляет средства на капитальные инвестиции.
2. Компании испытывают настолько большие проблемы в своей деятельности, что большую часть своей чистой прибыли направляют на погашение задолженности. Так, например, горнодобывающая и металлургическая компания ПАО «Мечел» имеет убытки с 2011 г.

Проанализируем с помощью среднего коэффициента дивидендных выплат, насколько щедро частные компании выплачивают дивиденды (рис. 1).

Согласно рис. 1, за анализируемый период наибольшие выплаты производит ПАО «Трубная металлургическая компания» (ТМК). Ее средний коэффициент дивидендных выплат составляет 382,37%. Выплаты ТМК превышают выплаты остальных компаний более чем в три раза. Несмотря на сильное падение чистой прибыли в 2014-2015 гг., компания продолжает выплачивать высокие дивиденды за счет накопленной нераспределенной прибыли. Второе место занимает ПАО «Норильский никель» со средним коэффициентом дивидендных в 153,35%. Компания стабильно платит дивиденды, но ее чистая прибыль сильно колеблется в зависимости от конъюнктуры сырьевых рынков [20].

Рассмотрим, как на фоне частных публичных компаний платят дивиденды компании с государственным участием. Обратимся к рис. 2.

Из рис. 2 следует, что лидером по дивидендным выплатам среди компаний с государственным участием является Банк «ВТБ» (ПАО). Его средний коэффициент дивидендных выплат за анализируемый период составляет 550,24%. Далее идет ПАО «АФК Система», средний коэффициент дивидендных выплат которого составляет 175,22%, и значительно отстающий от «АФК Системы» ПАО «Ростелеком» со средним коэффициентом дивидендных выплат 44,64%.

Таким образом, в анализируемом периоде высокие дивидендные выплаты характерны, как правило, для частных компаний. Исключение из этого правила — Банк «ВТБ» (ПАО), компания с государственным участием, выплачивающая более высокие дивиденды, чем частные компании.

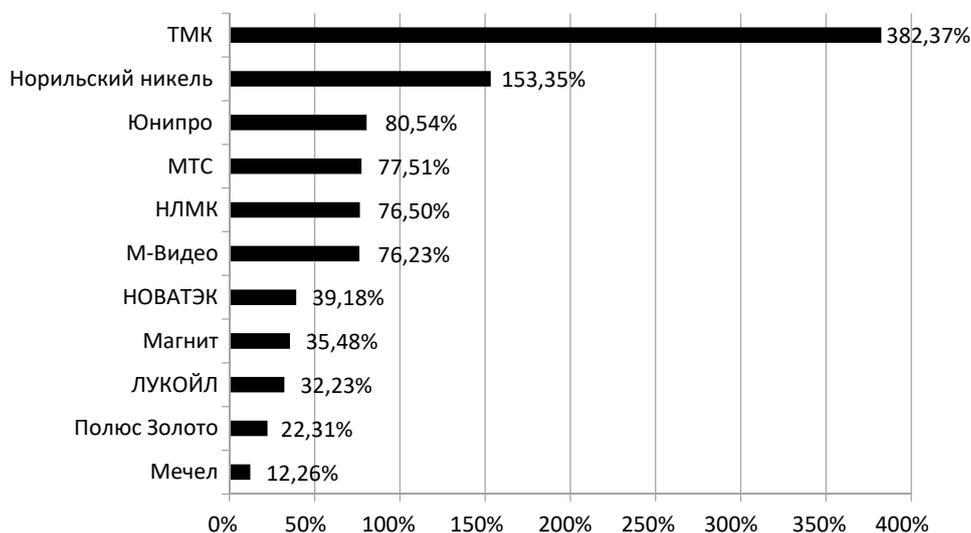


Рис. 1. Средний по частным компаниям коэффициент дивидендных выплат за период 2007-2016 гг.

Fig. 1. The average dividend payout ratio for private companies for the period from 2007 to 2016

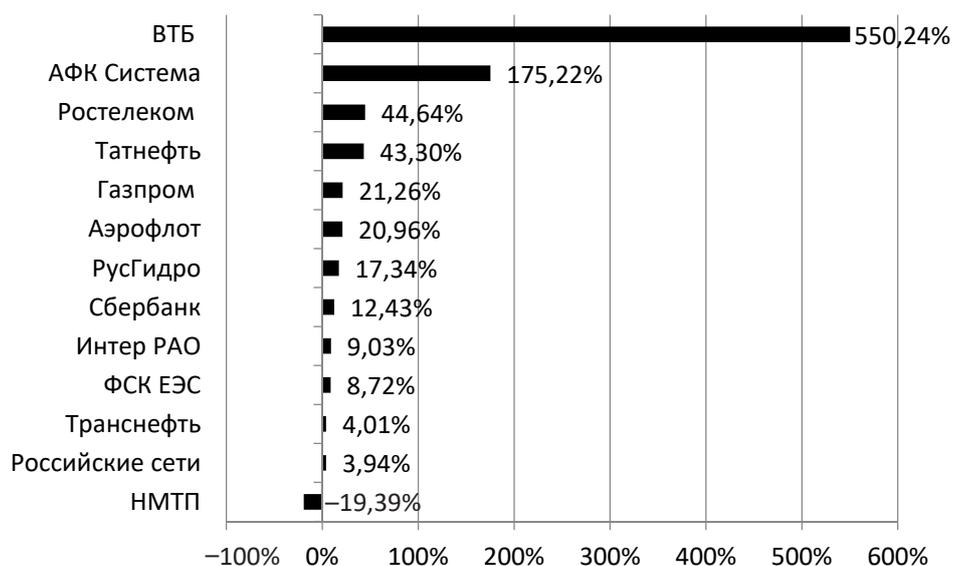


Рис. 2. Средний по госкомпаниям коэффициент дивидендных выплат за период 2007-2016 гг.

Fig. 2. The average dividend payout ratio for state companies for the period from 2007 to 2016

Введем в исследование еще один элемент — среднегодовую рыночную капитализацию российских компаний — и оценим влияние на нее дивидендных выплат. Сравним динамику средней годовой рыночной капитализации совокупности компаний и среднего по рынку годового коэффициента дивидендных выплат за анализируемый период (рис. 3).



Рис. 3. Динамика средней годовой рыночной капитализации совокупности компаний и среднего по рынку годового коэффициента дивидендных выплат

Fig. 3. Dynamics of the average annual market capitalization of companies and the average market annual dividend payout ratio

Как видно из рис. 3, существует определенная зависимость между рыночной капитализацией компаний и дивидендными выплатами. Однако коэффициент корреляции между этими величинами составляет 0,52. Это говорит о том, что на макроуровне зависимость является слабой и не позволяет подтвердить влияние дивидендной политики на рыночную капитализацию компаний.

Оценим тесноту связи между дивидендными выплатами и среднегодовой рыночной капитализацией российских компаний. Для этого разделим множество возможных значений коэффициента корреляции на три интервала в соответствии с ключевыми подходами о влиянии дивидендной политики на рыночную капитализацию компании:

если значение коэффициента корреляции принадлежит интервалу $[0,5; +1]$, то дивидендная политика увеличивает стоимость компании;

если значение коэффициента корреляции принадлежит интервалу $(-0,5; +0,5)$, то дивидендная политика компании не имеет значимого влияния на ее стоимость;

если значение коэффициента корреляции принадлежит интервалу $[-1; -0,5]$, то дивидендная политика компании снижает ее стоимость.

Результаты корреляционного анализа представлены в таблице 2 и на рис. 4-6.

Таблица 2

Коэффициенты корреляции дивидендной политики и рыночной капитализации российских компаний

Table 2

Correlation coefficients of dividend policy and market capitalization of Russian companies

№	Компания	Коэффициент корреляции
1	2	3
1	НЛМК	-0,50
2	Ростелеком	-0,48
3	МТС	-0,44
4	РусГидро	-0,44
5	Газпром	-0,37
6	ФСК ЕЭС	-0,30
7	ВТБ	-0,22
8	Норильский никель	-0,20
9	АФК Система	-0,19
10	НОВАТЭК	-0,09
11	М-Видео	0,08

Окончание таблицы 2

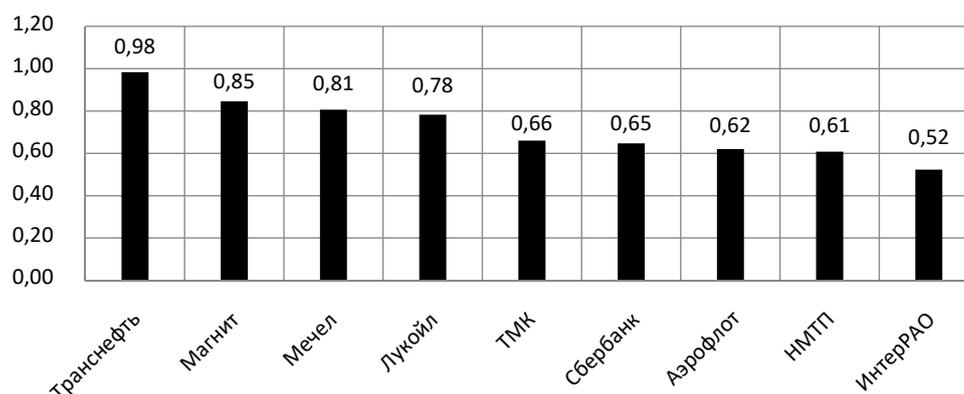
Table 2 (end)

1	2	3
12	Россети	0,12
13	Татнефть	0,15
14	Полюс Золото	0,20
15	Юнипро	0,48
16	Интер РАО	0,52
17	НМТП	0,61
18	Аэрофлот	0,62
19	Сбербанк	0,65
20	ТМК	0,66
21	ЛУКОЙЛ	0,78
22	Мечел	0,81
23	Магнит	0,85
24	Транснефть	0,98

Примечание: составлено авторами.

Notes: compiled by the authors.

Проведем ранжирование компаний по коэффициенту корреляции. На рис. 4 представлены компании с коэффициентом корреляции из интервала $[+0,5; +1]$.

Рис. 4. Компании с коэффициентом корреляции из интервала $[+0,5; +1]$ Fig. 4. Companies with a correlation coefficient of the interval $[+0.5; +1]$

Как видно из рис. 4, из 45 компаний в данный интервал попали 9. Их доля составляет 36% от всей участвующей в исследовании совокупности. Стоит также отметить, что в данном интервале больше половины составляют госкорпорации (5 из 9 компаний). Наиболее высокий коэффициент корреляции, свидетельствующий о сильной корреляционной зависимости дивидендной политики и капитализации компании, наблюдается всего лишь в четырех случаях (ПАО «Лукойл», ПАО «Магнит», ПАО «Транснефть» и ПАО «Мечел»). Так, у ПАО «Транснефть» коэффициент корреляции принимает значение, близкое к единице, и составляет 0,98, что свидетельствует о тесной связи средней годовой капитализации компании и коэффициента дивидендных выплат. В рассматриваемом периоде средняя годовая капитализация ПАО «Транснефти» неуклонно росла при растущем коэффициенте дивидендных выплат. В случае ПАО «Трубная металлургическая компания» коэффициент корреляции принимает значение 0,66. При этом среднегодовая капитализация компании в анализируемом периоде, напротив, неуклонно падает при падающем коэффициенте дивидендных выплат. Коэффициент корреляции ПАО «Интер РАО» составил 0,52. При этом ее среднегодовая капитализация имеет тенденцию к росту при достаточно волатильном коэффициенте дивидендных выплат.

Компании, коэффициент корреляции которых принадлежит интервалу $(-0,5; +0,5)$, представлены на рис. 5.

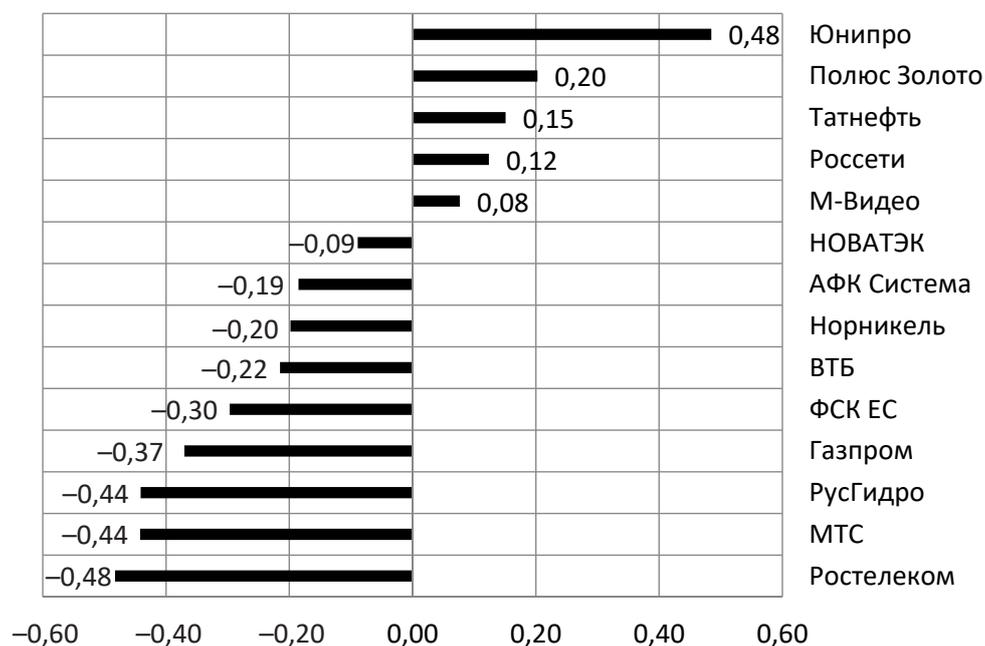


Рис. 5. Компании, коэффициент корреляции которых принадлежит интервалу $(-0,5; +0,5)$

Fig. 5. Companies with a correlation coefficient of the interval $(-0,5; +0,5)$

Как видно из рис. 5, из 24 компаний индекса МосБиржи (ИМОЕХ) в этот интервал попали 14, что составляет 60% от всей участвующей в исследовании совокупности. Половину компаний из данного интервала также составляют госкорпорации (7 компаний из 14). Принадлежность значения коэффициента корреляции данному интервалу свидетельствует об отсутствии значимого влияния дивидендной политики компании на ее капитализацию. Так, например, коэффициент корреляции ПАО «НОВАТЭК» имеет отрицательное значение $-0,19$. Несмотря на то, что среднегодовая стоимость компании имеет тенденцию к возрастанию, коэффициент дивидендных выплат при этом достаточно волатильный с понижающим трендом. В случае ПАО «Юнипро» коэффициент корреляции положителен и составляет $0,48$. Среднегодовая капитализация компании также имеет тенденцию к возрастанию при неустойчивом значении коэффициента дивидендных выплат. В случае ПАО «Ростелеком», имеющей отрицательный коэффициент $-0,48$, среднегодовая капитализация компании и вовсе имеет тенденцию к снижению. Однако компания выплачивает щедрые дивиденды, что в свою очередь отражается на изменчивости коэффициента дивидендных выплат. В целом дивидендная политика российских ПАО из данного интервала характеризуется определенной непоследовательностью.

Рассмотрим компании, значение коэффициента корреляции которых принадлежит интервалу $[-1; -0,5]$ (рис. 6).

Согласно рис. 6, только ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» из всей участвующей в исследовании совокупности имеет отрицательную зависимость между дивидендными выплатами и капитализацией компании. Компания стала платить высокие дивиденды в тот момент, когда ее чистая прибыль упала вследствие экономического кризиса 2009 г. при одновременном снижении среднегодовой капитализации компании. Следовательно, дивидендная политика компании, связанная с высоким коэффициентом выплат дивидендов, снижает ее капитализацию.

Результаты корреляционного анализа позволяют оценить, как отразится увеличение коэффициента дивидендных выплат (до 50% от чистой прибыли по МСФО, согласно законопроекту Министерства финансов РФ) на курсовой стоимости акций с государственным участием. Принятие данного решения приведет к росту курсовой стоимости акций ПАО «Транснефть», ПАО «Сбербанк», ПАО «Аэрофлот»,

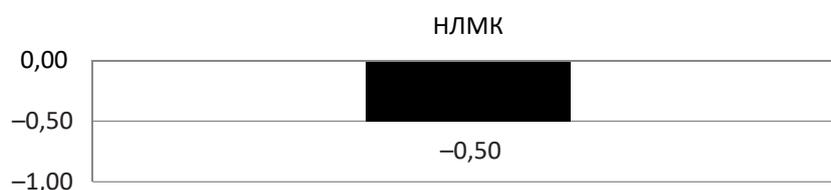


Рис. 6. Компании, значение коэффициента корреляции которых принадлежит интервалу $[-1; -0,5]$

Fig. 6. Companies with a correlation coefficient of the interval $[-1; -0,5]$

ПАО «НМТП», ПАО «Интер РАО», ПАО «Россети» и ПАО «Татнефть», имеющих положительный коэффициент корреляции. Соответственно, увеличение минимума дивидендов приведет к снижению рыночной капитализации акций ПАО «НЛМК», имеющего отрицательное значение коэффициента корреляции из интервала $[-1; -0,5]$. Влияние данной меры на рыночную стоимость акций ПАО «Ростелеком», ПАО «РусГидро», ПАО «Газпром», ПАО «ФСК ЕЭС», Банк «ВТБ» (ПАО) с отрицательным значением корреляции из интервала $(-0,5; +0,5)$ в силу низкой статистической значимости данного коэффициента может быть различным и определяться в большей мере воздействием других факторов.

Заключение

В современных условиях дискуссия по вопросу о роли дивидендной политики акционерного общества сохраняет свою актуальность как в теории, так и среди профессиональных участников финансового рынка. С одной стороны, дивидендная политика рассматривается в качестве фактора роста рыночной капитализации компании и ее инвестиционной привлекательности. С другой стороны, выплачивая дивиденды, компания ограничивает свои возможности по реинвестированию прибыли в развитие. Теории дивидендной политики обосновывают все три возможных результата в этом вопросе.

Оценка дивидендной политики российских ПАО на примере компаний, входящих в индекс МосБиржи (ИМОЕХ), позволила провести их ранжирование по критерию «дивидендные/недивидендные компании» на основе среднего значения коэффициента дивидендных выплат. Среди данных компаний подавляющее большинство являются недивидендными (66,67%). В них доля компаний с государственным участием составляет 68,8%. В целом высокие дивидендные выплаты в анализируемом периоде характерны для частных компаний за исключением Банка «ВТБ» (ПАО) — компании с государственным участием, выплачивающей более высокие дивиденды, чем частные ПАО. Дивидендные выплаты как потенциальный источник дохода от инвестиций в акции не являются ключевым фактором инвестиционной привлекательности ценных бумаг российских ПАО.

Анализ взаимосвязи между коэффициентом дивидендных выплат и среднегодовой рыночной капитализацией российских компаний подтвердил выводы всех трех основных теорий дивидендной политики. В случае девяти компаний из двадцати четырех существует положительная связь между дивидендными выплатами и рыночной стоимостью предприятия. Для четырнадцати компаний справедливо утверждение, что их дивидендная политика не имеет значимого влияния на капитализацию компании. И только одна компания из всей участвующей в исследовании совокупности имела отрицательную зависимость между дивидендными выплатами и капитализацией. В целом результаты корреляционного анализа свидетельствуют о неоднозначном характере влияния дивидендной политики на рыночную капитализацию акционерного общества.

Результаты корреляционного анализа также показали, что принятие решения об увеличении коэффициента дивидендных выплат (до 50% от чистой прибыли по МСФО, согласно законопроекту Министерства финансов РФ) приведет к

росту курсовой стоимости акций семи из двенадцати компаний с государственным участием.

Публичные российские компании разработали и регламентировали основные принципы формирования дивидендной политики, механизм распределения прибыли, порядок расчета и условия дивидендных выплат в соответствии с Кодексом корпоративного управления, закрепив их в своих локальных актах. Но в целом большинство крупных российских ПАО не рассматривают дивидендную политику в качестве ключевого фактора роста рыночной капитализации, однако случай каждой конкретной компании уникален.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. 1008 с.
2. Жуков Е. Ф. Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. Практикум: учебное пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям экономики и управления / под ред. Е. Ф. Жукова. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. 431 с. URL: znanium.com/bookread2.php?book=872593 (дата обращения: 15.10.2018).
3. Индекс ММВБ ИМОЕХ // Московская биржа: оф. сайт. URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/constituents/> (дата обращения: 15.03.2018).
4. Индексы акций государственного сектора // Московская биржа: оф. сайт. URL: <https://www.moex.com/ru/index/publicsector/> (дата обращения: 25.09.2018).
5. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. М.: Финансы и статистика, 2006. 768 с.
6. Кодекс корпоративного управления. Центральный Банк Российской Федерации // Вестник Банка России. М., 2014. № 40 (1518). 65 с.
7. Корнеева А. А. Взаимосвязь между дивидендной политикой компании и ее стоимостью / А. А. Корнеева, А. А. Гуковская // Экономический журнал. 2013. № 3 (31). С. 149-154.
8. Куделич М. И. Совершенствование системы правового регулирования дивидендной политики в компаниях с государственным участием / М. И. Куделич, И. Н. Рыкова // Финансовый журнал. 2015. № 4. С. 34-40.
9. Макарова О. А. Акционерные общества с государственным участием. Проблемы корпоративного управления: монография / О. А. Макарова. М.: Юрайт, 2016. 211 с.
10. Минасов О. Ю. Управление рыночной стоимостью акций / О. Ю. Минасов // Дайджест-финансы. 2001. № 10 (82). С. 28-34. URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/upravlenie-rynochnoy-stoimostyu-aktsiy> (дата обращения: 05.12.2018).
11. Минфин непреклонен: все госкомпании должны платить дивиденды в размере 50% прибыли от МСФО // Финмаркет. URL: <http://www.finmarket.ru/news/4879155> (дата обращения: 13.11.2018).
12. О формировании позиции акционера — Российской Федерации в акционерных обществах, акции которых находятся в федеральной собственности: Распоряжение Правительства РФ от 29.05.2006 № 774-р (ред. от 18.05.2017) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_196935/ (дата обращения: 25.09.2018).

13. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/9f4fbb73c39e25049b6c7c98bbbec1b66f83a9f2/ (дата обращения: 09.12.2018).
14. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 15.10.2018).
15. Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Управление федеральным имуществом»: Постановление Правительства РФ от 15.04.2014 № 327 (ред. от 05.06.2018) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_162192/ (дата обращения: 25.09.2018).
16. Окраинец Т. И. Исследование взаимосвязи дивидендных выплат и рыночной стоимости предприятия / Т. И. Окраинец, А. Н. Салпагаров // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. 2014. № 1. С. 91-97.
17. Российский фондовый рынок 2017: события и факты / НАУФОР: оф. сайт. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (дата обращения: 09.12.2018).
18. Севостьянов В. Н. Влияние дивидендной политики российских компаний на доходность их акций на фондовом рынке / В. Н. Севостьянов // Современные инновации: материалы V Международной научно-практической конференции «Современные инновации: теоретический и практический взгляд» (г. Москва, 17 марта 2016 г.). 2016. № 3 (5). С. 37-39. URL: <https://moderninnovation.ru/images/PDF/2016/Modern-innovation-3-5.pdf>
19. Фёдорова Е. А. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка / Е. А. Фёдорова, И. Я. Лукасевич // Финансы и кредит. 2014. № 19 (595). С. 2-8.
20. Центр раскрытия корпоративной информации «Интерфакс»: оф. сайт. URL: <https://www.e-disclosure.ru/poisk-po-kompaniyam> (дата обращения: 15.03.2018).
21. Экспорт котировок // Информационно-аналитический ресурс АО «Финам»: оф. сайт. URL: <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/moscowexchange/export> (дата обращения: 07.04.2018).
22. Brav A. Payout policy in the 21st century / A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, R. Michaely // Journal of Financial Economics. 2005. No 77. Pp. 483-527. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.07.004
23. Gkeka E. The value relevance of dividend announcement: an empirical study of the Greek stock market / E. Gkeka, K. Kosmidis, G. Simitsis // International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research. March 2018. Vol. 11. No 2. Pp. 44-50.
24. Osobov I. V. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy / I. V. Osobov, D. J. Denis // Journal of Financial Economics. July 2008. Vol. 89. Iss. 1. Pp. 62-82. DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.06.006
25. Spence M. Competitive and optimal responses to signals: an analysis of efficiency and distribution / M. Spence // Journal of Economic Theory. 1974. Vol. 7. No 3. Pp. 296-332. DOI: 10.1016/0022-0531(74)90098-2
26. Spence M. Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Processes / M. Spence. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1974.

Alena O. RYBKA¹

Natalia B. BOLDYREVA²

UDC 336.64

**DIVIDEND POLICY AND ITS IMPACT
ON THE CAPITALIZATION OF RUSSIAN
PUBLIC JOINT-STOCK COMPANIES***

¹ Master Student, Institute of Finance and Economics,
University of Tyumen
a.ribka@inbox.ru

² Dr. Sci. (Econ.), Professor,
Department of Finance, Currency and Credit,
Institute of Finance and Economics,
University of Tyumen
naboldyreva@yandex.ru

Abstract

Dividend payments are one of the indicators of the company's profitability and its growth prospects. At the same time companies limit their ability to reinvest profits in development by paying dividends.

The article examines the dividend policy of Russian public joint-stock companies, the shares of which are included in the calculation base of the Moscow Exchange Index (IMOEX) from 2007 to 2016. Dividend payout ratio is used as a proxy for dividend policy. Evaluation of the dividend policy of Russian public companies included in the MOEX Russia Index (IMOEX) allowed their ranking according to the dividend/non-dividend company criteria. It was established that the majority of the companies (66.67%) were non-dividend. The share of companies with state participation is 68.8%.

* The research was conducted in the framework of the initiative theme "Financial market in the conditions of global uncertainty", registration number AAAA-A16-116101410015-1.

Citation: Rybka A. O., Boldyreva N. B. 2019. "Dividend policy and its impact on the capitalization of Russian public joint-stock companies". Tyumen State University Herald. Social, Economic, and Law Research, vol. 5, no 2, pp. 186-204.
DOI: 10.21684/2411-7897-2019-5-2-186-204

In the analysed period high dividend payments are typical for non-governmental companies, while government sector pays less. The correlation analysis of the relationship between the average annual dividend payout ratio and the average annual market capitalization of Russian joint-stock companies showed the absence of a significant effect of the company's dividend policy on its market capitalization for 60% of the companies of the MOEX Russia Index. Among them, the share of companies with state participation accounts for 57.14%.

In general, the majority of the largest Russian companies do not consider dividend policy as a key factor of the growth of market capitalization, however, the case of each particular company is unique.

Keywords

Dividend policy, dividend payout ratio, market capitalization of the company, dividend payment, market value of company shares.

DOI: 10.21684/2411-7897-2019-5-2-186-204

REFERENCES

1. Brealey R., Myers S. 2008. Principles of Corporate Finance. Moscow: Olimp-Biznes. [In Russian]
2. Zhukov E. F. 2015. Money. Credit. Banks. Securities. Workshop: Textbook for University Students Studying in the Field of Economics and Management. Edited by E. F. Zhukov. 2nd edition, revised. Moscow: YUNITI-DANA. Accessed 15 October 2018. znanium.com/bookread2.php?book=872593 [In Russian]
3. Moscow Exchange. "MICEX Index IMOEX". Accessed 15 March 2018. <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/constituents/> [In Russian]
4. Moscow Exchange. "Indices of the public sector stock". Accessed 25 September 2018. <https://www.moex.com/ru/index/publicsector/> [In Russian]
5. Kovalev V. V. 2006. Introduction to Financial Management. Moscow: Finansy i statistika. [In Russian]
6. The Central Bank of the Russian Federation. 2014. Corporate Governance Code. Bank of Russia Bulletin, no 40 (1518). Moscow. [In Russian]
7. Korneyeva A. A. 2013. "The interrelation between company dividend policies and its value". *Ekonomicheskij zhurnal*, no 3 (31), pp. 149-154. [In Russian]
8. Kudelich M. I., Rykova I. N. 2015. "Improvement of legislative regulation of dividend policy in the state-owned companies". *Financial Journal*, no 4, pp. 34-40. [In Russian]
9. Makarova O. A. 2016. Joint-Stock Companies with State Participation. Corporate Governance Issues: Monograph. Moscow: Yurayt. [In Russian]
10. Minasov O. Yu. 2001. "Management of market value of the shares". *Digest Finance*, no 10 (82), pp. 28-34. Accessed 5 December 2018. <https://cyberleninka.ru/article/v/upravlenie-rynochnoy-stoimostyu-aktsiy> [In Russian]
11. Finmarket. "The Ministry of Finance is adamant: all state-owned companies must pay dividends in the amount of 50% of profits from International Financial Reporting

- Standards”. Accessed 13 November 2018. <http://www.finmarket.ru/news/4879155> [In Russian]
12. RF Government Order of 29 May 2006 No 774-p “On the formation of the position of a shareholder — the Russian Federation in joint-stock companies the shares of which are in federal ownership”. Konsul’tantPlyus. Accessed 25 September 2018. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_196935/ [In Russian]
 13. RF Federal Law of 26 December 1995 No 208-FZ “On joint-stock companies”. Konsul’tantPlyus. Accessed 9 December 2018. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/9f4fbb73c39e25049b6c7c98bbbec1b66f83a9f2/ [In Russian]
 14. RF Federal Law of 29 July 1998 No 135-FZ “On evaluation activity in the Russian Federation”. Konsul’tantPlyus. Accessed 15 October 2018. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ [In Russian]
 15. RF Government Decree of 15 April 2014 No 327 “On approval of the State Program of the Russian Federation ‘Management of Federal Property’”. Konsul’tantPlyus. Accessed 25 September 2018. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_162192/ [In Russian]
 16. Okrainets T. I., Salpagarov A. N. 2014. “Study on the relationship of dividend payments and the market value enterprise”. RUDN Journal of Economics, no 1, pp. 91-97. [In Russian]
 17. NAUFOR. Russian Stock Market 2017: Events and Facts. Accessed 9 December 2018 <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> [In Russian]
 18. Sevostyanov V. N. 2016. “The influence of the dividend policy of Russian companies on the profitability of their shares on the stock market”. Proceedings of the 5th International Scientific and Practical Conference “Modern innovations: Theoretical and Practical View” (17 March 2016, Moscow), no 3 (5), pp. 37-39. <https://moderninnovation.ru/images/PDF/2016/Modern-innovation-3-5.pdf> [In Russian]
 19. Fedorova E. A., Lukasevich I. Ya. 2014. “Theories of dividend policy and their development (the Russian market case study)”. Finance and Credit, no 19 (595), pp. 2-8. [In Russian]
 20. Tsentr raskrytiya korporativnoy informatsii “Interfaks”. Accessed 15 March 2018. <https://www.e-disclosure.ru/poisk-po-kompaniyam> [In Russian]
 21. Informatsionno-analiticheskiy resurs AO “Finam”. “Export of quotes”. Accessed 7 April 2018. <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/moscowexchange/export> [In Russian]
 22. Brav A., Graham J. R., Harvey C., Michaely R. 2005. “Payout policy in the 21st century”. Journal of Financial Economics, vol. 77, no 3, pp. 483-527. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.07.004
 23. Gkeka E., Kosmidis K., Simitsis G. 2018. “The value relevance of dividend announcement: an empirical study of the Greek stock market”. International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research, March, vol. 11, no 2, pp. 44-50.
 24. Osobov I. V., Denis D. J. 2008. “Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy”. Journal of Financial Economics, July, vol. 89, no 1, pp. 62-82. DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.06.006
 25. Spence M. 1974. “Competitive and optimal responses to signals: an analysis of efficiency and distribution”. Journal of Economic Theory, vol. 7, no 3, pp. 296-332. DOI: 10.1016/0022-0531(74)90098-2
 26. Spence M. 1974. Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Processes. Cambridge, MA: Harvard University Press.