

© 2017 г.

Сергей Луценко

ведущий эксперт Контрольного управления

Президента Российской Федерации

(e-mail: scorp_ante@rambler.ru)

О КОНТРОЛЕ ЗА ФИНАНСИРОВАНИЕМ ВЫПЛАТ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Автор рассматривает особенности финансирования выплат российскими компаниями. Их финансовая политика исходит из предупредительных мотивов: сбережение денежных средств для последующего инвестирования. Влияние негативных шоков (в том числе, секторальных санкций) на долговых рынках капитала заставляет компании следовать иерархической теории финансирования. Компании стараются сохранить часть своих денежных средств для последующего регулирования структуры своего капитала.

Ключевые слова: предупредительный мотив, финансирование выплат, структура капитала, шоки, санкции, внутренний рост (g), денежный поток.

Модель акционерного общества как специфической организационно-правовой формы коммерческой организации рассчитана на аккумуляцию значительных финансовых средств и обеспечение сохранности вложенных средств законными способами. Поскольку успешное привлечение средств инвесторов возможно только в том случае, если они будут в достаточной степени уверены в сохранности своих инвестиций, поэтому защита их прав и законных интересов на рынке ценных бумаг является важной задачей государственной экономической политики (Постановление Конституционного Суда РФ от 28.01.2010 № 2-П).

Другой составляющей успешного привлечения капиталов в российскую экономику и, соответственно, в компанию является информационная прозрачность фондового рынка, которая является гарантией защиты экономических интересов инвесторов (Определение Конституционного Суда РФ от 02.03.2000 № 38-О).

Гарантии защиты имущественных интересов инвесторов направлены на достижение публичных целей, таких как привлечение частных инвестиций в экономику и стабильность общественных отношений в сфере гражданского оборота.

У инвестора, который приобрел пакет акций и произвел инвестиции в ценные бумаги, появляется заинтересованность в сохранности и росте своих вложений. В связи с этим у него возникает потребность в получении сведений о деятельности акционерного общества, проверке обоснованности прогнозов относительно прироста цены акций, в том числе посредством анализа раскрываемых акционерным обществом документов, контроле за причитающимся по акциям доходам (дивидендами) и т.п.

Инвестор-акционер нуждается в гарантиях защищенности своих экономических интересов (Постановление Президиума ВАС РФ от 18.06.2013 № 3221/13 по делу № А40-50320/12-138-470).

Исходя из толкования норм действующего законодательства, существуют следующие способы инвестирования: увеличение уставного капитала (в том числе посредством дополнительной эмиссии акций), предоставление финансовой помощи и вклад в имущество, заключение договоров займа, договоров простого товарищества, привлечение средств посредством выпуска векселей, заключение посреднического договора и т.д. Способы инвестирования законодательством не ограничены (Постановление Третьего арбитражного апелляционного суда от 04.06.2015 по делу № А33-5140/2012к13).

Актуальной задачей для компании является инвестирование (в том числе внесение имущества в акционерный капитал), в особенности в условиях финансовых ограничений (компания не может получать кредиты в условиях экономических санкций, выпускать облигации), с целью достижения положительного экономического эффекта (Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 11.09.2007 № Ф08-5919/07-2210а по делу № А63-4910/2006-С4).

Денежная форма капитала (свободный денежный поток) является наиболее ликвидной и мобильной, позволяющей компании использовать ее в целях технического, технологического и организационного совершенствования производства, инвестирования в соответствующие проекты, что в конечном счете увеличивает стоимость активов (Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.07.2009 по делу № А40-60792/09-142-270).

Конечной целью компании при привлечении денежных средств (в том числе с использованием эмиссии ценных бумаг) является увеличение ее стоимости и повышения благосостояния акционеров (Решение Арбитражного суда г. Москвы от 19.03.2008 по делу № А40-67291/07-129-399).

Забегая вперед отмечу, что автор при оценке стратегии финансирования выплат использует показатель внутреннего роста (g), который оценивает решение менеджмента не только с точки зрения максимизации стоимости бизнеса (Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09), но и с точки зрения ограничений при выплате акционерам дивидендов. Поскольку компания, следуя предупредительному мотиву¹, стремится сберечь свои денежные запасы для последующего инвестирования в проекты или регулирования структуры капитала.

¹Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // Journal of Financial Economics. 1999, vol. 52, p. 4; Harford J., Mansi S., Maxwell W. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US // Journal of Financial Economics. 2008, vol. 87, P. 536.

В любом случае, компании полагаются на свободный денежный поток, чтобы реализовать не только проекты, но и произвести выплаты акционерам.

Некоторые ученые¹ заключают, что компания должна распределять денежные средства, когда она располагает достаточным внутренним резервом, чтобы профинансировать свои инвестиционные потребности в текущий период и в обозримом будущем. Они отмечают, что менеджмент должен делать небольшие выплаты и избегать дорогого внешнего финансирования.

Другие ученые², напротив, отмечают, что компаниям следует привлекать внешнее финансирование для своих выплат.

Фарре-Менса и др.³ делают вывод, что использование внешнего капитала для выплат дивидендов или для инвестиционных проектов в компании является постоянной тенденцией. Отказ от прибыльных инвестиций со стороны компании связан с политикой приоритетов выплат относительно капиталовложений.

Анализ показывает, что российские компании в качестве источника финансирования своих выплат используют эмиссию акционерного капитала (дополнительного внесения имущества): до 18% от совокупных выплат профинансированы за счет собственного капитала (эмиссия акций, внесения имущества в уставный капитал).

Данная ситуация отражает современные экономические реалии. Поскольку крупным акционерным российским компаниям доступ на внешние рынки долга ограничен (во второй половине 2014 года и в начале 2015 года ряд российских компаний столкнулись со значительным удорожанием стоимости фондирования – стоимости привлечения денежных средств – в связи с ограничением доступа к зарубежным источникам фондирования из-за санкций, наложенных в отношении России со стороны Евросоюза и США (Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 13.10.2016 № 15АП-14780/2016 по делу № А53-10212/2016)).

В частности, 31.07.2014 были приняты Решение Евросоюза (Council Decision 2014/512/CFSP) и Постановление Евросоюза (Council Regulation EU № 833/2014) о применении экономических санкций по отношению к России. ЕС ввел секторальные санкции по отношению к некоторым отраслям российской экономики. В их перечень попали, в том числе, энергетическая отрасль экономики России. С 1 августа 2014 г. санкции вступили в силу в отношении энергетических компаний. Был ограничен

¹ Ross S., Westerfield R., Jaffe J. Corporate Finance // 10th Edition, New York: McGraw-Hill/Irwin. 2013, P. 607.

² Wruck K. Financial policy, internal control, and performance: Sealed Air Corporation's leveraged special dividend // Journal of Financial Economics. 1994, vol. 36, P. 157.

³ Farre-Mensa J., Michaely R., Schmalz M. Financing Payouts // Working paper. Harvard Business School. 2015.

доступ к средне- и долгосрочному заимствованию на международных финансовых рынках.

В условиях ограниченности доступа на долговые рынки капитала (по причинам экономических санкций в отношении государства и компаний из отдельных отраслей) происходят негативные изменения в отношении кредитного рейтинга компании, изменения ликвидности на финансовых рынках, что снижает экономический эффект от операции.

Российские компании ведут систематическую работу по оценке рисков использования тех или иных финансовых инструментов. На основании анализа эффективности использования различных финансовых инструментов они либо принимают решение о привлечении средств в долг, либо мобилизуют внутренние финансовые и инвестиционные ресурсы, включая изменение политики выплат, в том числе дивидендной политики (Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 19.06.2014 по делу № А63-9375/2013).

Увеличение собственного капитала (в том числе с использованием дополнительной эмиссии акций) посредством привлечения инвестиций является в экономическом смысле благом для любой компании (Решение Арбитражного суда Свердловской области от 25.07.2005, 18.07.2005 по делу № А60-32112/2004-С2).

В свою очередь, собственник (акционер) внося денежные средства (имущество) в уставный капитал, предполагает, что он получит выгоду (дивиденды) от деятельности компании. Тем самым его воля как собственника (акционера) направлена на цели инвестирования в организацию, и он будет нести риск негативных последствий, связанных с деятельностью компании. Кроме того, необходимо четко разграничить ситуацию, связанную с внесением вклада собственником в уставный капитал. То есть, оценить волю акционера: действительно ли он ставил перед собой цель по инвестированию в компанию, либо его целью являлось получение корпоративного контроля. Необходимо также установить экономическую целесообразность внесенного вклада (расширение бизнеса и получение прибыли или, напротив, целью являлось последующее уменьшение стоимости активов).

Недопустима ситуация, когда акционер стремится сохранить степень своего влияния на компанию (корпоративный контроль) путем создания препятствий для получения дополнительных инвестиций от других лиц, одним из способов получения которых является увеличение размера уставного капитала, то есть, действия такого акционера направлены во вред корпорации, нормальным стремлением которой является развитие и привлечение инвестиций (Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 27.02.2014 № 17АП-97/2014-ГК по делу № А60-28970/2013).

В любом случае пересмотр своей стратегической политики финансовых выплат (в том числе посредством переустройства внутри компании

денежных потоков) позволит компании относительно безболезненно преодолеть кредитные ограничения (в том числе на внешних финансовых рынках), потерю кредитоспособности и получить экономический эффект от своей деятельности, в том числе в виде дивидендов (Постановление ФАС Уральского округа от 15.07.2014 № Ф09-4004/14 по делу № А71-5235/2013).

Основные работы в отношении политики финансирования фокусируют свое внимание на особенностях форм выплат (в частности, дивидендов), влиянии решения о выплатах на доходность акций¹.

Тем не менее на сегодняшний день отсутствуют исследования, в котором отражен комплексный анализ ситуации: за счет каких источников осуществляются данные выплаты (прежде всего свободные денежные потоки) и какие факторы влияют на данные выплаты.

В данной статье автор показывает, что компании с высокими денежными потоками вряд ли прибегнут к внешнему финансированию своих выплат.

Главной авторской находкой является использование двух ключевых показателей: устойчивого роста (показателя G Хиггинса) и внутреннего роста (g).

Благодаря данным показателям можно оценивать инвестиционный потенциал компаний с учетом их внутренних денежных ресурсов, а также управленческие решения, которые связаны с политикой заимствования. Другими словами, руководство компании может выстраивать стратегическую политику финансирования выплат с учетом внутреннего потенциала компании.

Используя совместно показатели устойчивого и внутреннего роста, можно проанализировать структуру капитала, разрешить проблему неблагоприятного отбора (поиска источника финансирования с учетом его стоимости).

Показатель g позволяет анализировать предупредительный (превентивный) мотив, то есть перестройку компании на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для последующего инвестирования в компанию). Более того, следуя логике превентивного мотива, российские компании создают внутренний денежный резерв, чтобы в дальнейшем справляться с меньшими потерями, связанными с шоками, влияющими на ликвидность и финансовые ограничения.

Данная контролирующая финансовая стратегия противоречит стратегии, которая была предложена Истербруком². В частности, он отмечал, что финансирование выплат может быть результатом контролирующей

¹DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. Corporate payout policy // Foundations and Trends in inance. 2008, vol. 3, P. 95; Farre-Mensa J., Michaely R., Schmalz M. Financing Payouts // Working paper. Harvard Business School. 2015, P. 1.

²Easterbrook F. Two agency-cost explanations of dividends // American Economic Review. 1984, vol. 74, P. 655.

стратегии, согласно которой инвесторы вынуждают менеджмент удерживать высокий уровень выплат так, что компании часто вынуждены привлекать долговое финансирование капитал. В нашем случае, напротив, компании могут реализовывать свою финансовую стратегию, следуя предупредительному мотиву, и, тем самым, соразмеряя потенциал компании с ожиданиями инвесторов.

Методология исследования и описание выборки. Рассмотрим регрессионные модели (спецификации), в которых зависимыми переменными являются общий уровень дивидендных выплат, а также уровень дивидендных выплат, профинансированных за счет изменения собственного капитала, и уровень дивидендных выплат, профинансированных за счет изменения долга. В качестве независимых (объясняющих) переменных были выбраны следующие: денежный поток от операционной деятельности, инвестиции, финансовый леверидж, осязаемость активов, показатель Q Тобина, показатель устойчивого роста G Хиггинса, чистый оборотный капитал, показатель внутреннего роста g и величина компании.

Для оценки влияния объясняющих переменных на политику финансирования выплат были отобраны 25 публичных российских компаний из 10 отраслей экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), металлургия (черная и цветная металлургия), машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), торговля (оптовая торговля металлами и металлическими рудами), транспорт (транспортная по трубам, морской транспорт), деятельность в области электросвязи.

Выборка компаний сформирована за пятилетний период 2011–2015 гг. среди крупных компаний с суммарным объемом полученных доходов более 2 миллиардов рублей и величиной активов более 100 млн руб. (Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@). При отборе обязательным условием являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны котироваться на фондовом рынке (условие, позволяющие компании выбирать и оценивать источники финансирования). Информация о коммерческих организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, а также данных на корпоративных сайтах. Необходимо обратить внимание на то, что количество наблюдений для каждой российской компании различно (для одних компаний наблюдения 2011–2014, для других 2013–2015, поэтому данные являются несбалансированными). Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

В некоторых исследовательских работах, посвященных финансированию выплат¹, в качестве независимых переменных рассматривается их стандартный набор: денежный поток от операционной деятельности, инвестиции, показатель Q Тобина, величина компании, финансовый леверидж.

В данном случае автор использует важные показатели устойчивого роста, внутреннего роста и осязаемость активов. Включение данных независимых переменных позволяет оценить реальный инвестиционный потенциал компании (привязать рост продаж к росту собственного капитала), вклад менеджмента в рыночную капитализацию компании, а также учесть влияние негативных шоков на выбор источника финансирования. В предыдущих работах по финансированию выплат данные показатели не учитывались. Показатель осязаемости активов отвечает за информационную асимметрию и позволяет оценивать стоимость капитала с учетом транзакционных издержек.

Описание переменных представлено в таблице 1. Описательная статистика представлена в таблице 2. В среднем дивидендные выплаты финансируются в размере 18 коп. на каждый рубль собственного капитала. В условиях финансовых ограничений российские компании финансируют дивиденды в размере 5 коп. на каждый рубль долга. На каждый рубль активов приходится в среднем 13 коп. денежного потока от операционной деятельности. На каждый рубль активов приходится в среднем 2 коп. дивидендных выплат. Величина инвестиций в среднем составляет 9 коп. на рубль совокупных активов. Менеджмент компании стремится ежегодно сберечь денежные потоки в условиях финансовых ограничений (сберегая денежные средства в среднем на 3,5 процентных пункта ежегодно) для того, чтобы в дальнейшем выбирать наиболее важные инвестиционные проекты (по приоритетам инвестирования), а также регулировать структуру капитала компании.

Оценка и анализ моделей. Модель, рассматривающая влияние характеристик компании на контролируемую стратегию финансирования выплат:

$$\begin{aligned} (Dividends)_t = & a_0 + a_1(Cash_Flow)_t + a_2(Investment)_t + a_3(Q_Tobin)_t + a_4(Assets)_t + \\ & + a_5(D/A)_t + a_6(PPE/A)_t + a_7(NWC)_t + a_8(G_Higgins) + a_9(g) + \varepsilon_t; \end{aligned} \quad (1)$$

где t — период времени t для компании;

a_0 — свободный член регрессионного уравнения;

$a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6, a_7, a_8, a_9$ — коэффициенты регрессионного уравнения соответствующих переменных;

ε — ошибка регрессионного уравнения.

¹DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R., Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory // Journal of Financial Economics. 2006, vol. 81, p. 227; Dittmar A. Why do firms repurchase stock? // Journal of Business. 2000, vol. 73, p. 331; Farre-Mensa J., Michaely R., Schmalz M. Financing Payouts // Working paper. Harvard Business School. 2015, P. 1.

Таблица 1

Переменные регрессионных моделей

Переменная	Описание переменных и алгоритм расчета
<i>Dividends</i>	Общий уровень дивидендных выплат рассчитывается как отношение величины дивидендов к совокупной величине активов. Показатель характеризует финансовые ограничения компании.
<i>Dividends_Equity</i>	Дивиденды, которые были профинансированы с использованием собственного капитала. Рассчитывается как отношение дивидендных выплат к значению собственного капитала минус нераспределенная прибыль. Если нераспределенная прибыль имеет отрицательное значение, тогда его принимают равным нулю ¹ .
<i>Dividends_Debt</i>	Дивиденды, которые были профинансированы с использованием долга. Рассчитывается как отношение дивидендных выплат к значению совокупного долга минус ликвидные активы (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения).
<i>Cash_Flow</i>	Данный показатель рассчитывается как отношение денежных средств от операционной деятельности к совокупной величине активов. Он является источником финансирования выплат компании.
<i>Investment</i>	Инвестиции определяются как отношение величины приобретения основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов.
<i>Q_Tobin</i>	Данный показатель оценивает инвестиционные возможности организации и рассчитывается как отношение рыночной капитализации к стоимости собственного капитала по балансовой оценке.
<i>Assets</i>	Натуральный логарифм совокупной величины активов компании.
<i>D/A</i>	Финансовый леверидж определяется как отношение общей задолженности к совокупной величине активов.
<i>PPE/A</i>	Осязаемость активов рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов. Представленный показатель позволяет оценить уровень имущественного обеспечения компании при учете долгового финансирования. Кроме того, он связан с информационной асимметрией и позволяет идентифицировать цену капитала.
<i>NWC</i>	Чистый оборотный капитал находится как отношение разницы текущих активов и текущих обязательств к величине совокупных активов. Данный показатель может заменить денежные средства. Тем самым он может рассматриваться как источник финансирования.
<i>G_Higgins</i>	Темп устойчивого роста (является прокси-переменная инвестиционных возможностей), %, определяется как изменение собственного капитала к величине собственного капитала на начало периода. Этот показатель включает в себя не только доход от дополнительной эмиссии акций, но и нераспределенную прибыль (в том числе спекулятивный доход). Эмиссия акций (или внесение имущества в уставный капитал) направлена на увеличение чистых активов, привлечение инвестиций на развитие компании

Таблица 1 (окончание)

Переменная	Описание переменных и алгоритм расчета
	и является критерием финансового состояния. Кроме того, данный показатель позволяет соизмерять реальный инвестиционный потенциал в привязке роста собственного капитала к росту продаж.
g	Показатель внутреннего роста. За основу его расчета взята методология Даниэля и Титмана². Этот показатель позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы). Он представляет внутреннюю часть роста стоимости компании и позволяет оценить реальный вклад менеджмента в рыночную капитализацию. Рассчитывается этот показатель так: $g_{i,t} = \log \left(\frac{ME_{i,t}}{ME_{i,t-3}} \right) - r_{i,t-3;t} ,$ где ME – рыночная капитализация; r – логарифм среднего значения доходности акций. Поскольку российский фондовый рынок является неустойчивым, долгосрочный период рассматривается как три и более лет. Данный период позволяет учесть негативные шоки (сигналы), которые могут повлиять на доходность акций. Более того, с помощью данного показателя руководство компании может выбрать источник финансирования с учетом издержек корректировки (активности регулирования структуры капитала), а также следовать предупредительному мотиву.

¹ Farre-Mensa J., Ljungqvist A. Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints? // Working Paper. Harvard Business School. 2013, P. 1–30.

² Daniel K., Titman S. Market reactions to tangible and intangible information // Journal of Finance. 2006, vol. 61, P. 1605–1643.

Таблица 2

Описательная статистика

Переменная	Характеристика выборки			
	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
<i>Dividends</i>	0,022	0,037	0	0,22
<i>Dividends_Equity</i>	0,184	0,266	0	1
<i>Dividends_Debt</i>	0,053	0,093	0	0,6
<i>Cash_Flow</i>	0,126	0,077	–0,04	0,45
<i>Investment</i>	0,087	0,048	0	0,24
<i>Q_Tobin</i>	1,514	1,730	0,11	8,8
<i>Assets</i>	12,603	1,632	9,3	16,7
<i>D/A</i>	0,559	0,189	0,23	1
<i>PPE/A</i>	0,514	0,185	0,07	0,81
<i>NWC</i>	–0,037	0,125	–0,54	0,29
<i>G_Higgins</i>	–0,868	27,092	–87	75,3
g	–0,035	0,301	–0,62	0,9

Таблица 3

Модель, рассматривающая влияние характеристик компании на контролируемую стратегию финансирования выплат

Модель	Регрессия					
	сквозная		со случайным эффектом		с фиксированным эффектом	
	коэффициент	станд. ошибка	коэффициент	станд. ошибка	коэффициент	станд. ошибка
<i>Cash_Flow</i>	0,206 (4,57)*	0,045	0,206 (4,57)	0,045	0,182 (3,25)	0,056
<i>Investment</i>	0,249 (3,03)	0,082	0,249 (3,03)	0,082	0,315 (2,88)	0,109
<i>Q_Tobin</i>	0,008 (3,75)	0,002	0,008 (3,75)	0,002	0,010 (3,88)	0,003
<i>Assets</i>	0,002 (0,85)	0,002	0,002 (0,85)	0,002	0,001 (0,5)	0,003
<i>D/A</i>	−0,035 (−1,48)	0,024	−0,035 (−1,48)	0,024	−0,021 (−0,75)	0,028
<i>PPE/A</i>	−0,076 (−3,06)	0,025	−0,076 (−3,06)	0,025	−0,079 (−2,08)	0,038
<i>NWC</i>	0,056 (1,90)	0,029	0,056 (1,90)	0,029	0,056 (1,59)	0,035
<i>G_Higgins</i>	−0,001 (−2,11)	0,000	−0,001 (−2,11)	0,000	−0,001 (−0,89)	0,000
<i>g</i>	−0,03 (−2,65)	0,011	−0,03 (−2,65)	0,011	−0,023 (−1,93)	0,012
Константа	0,002 (0,08)	0,028	0,002 (0,08)	0,028	−0,008 (−0,21)	0,040
Количество наблюдений	87		87		87	
Коэффициент детерминации R^2 , %	59,71				54,05	
F-статистика	12,68				8,89	
Статистика Вальда (Wald χ^2)			114,12			

* В круглых скобках представлена $t(z)$ -статистика

Таблица 4

Выбор модели на предмет адекватности прогнозирования

Показатель	Тест Вальда	Тест Бройша–Пагана	Тест Хаусмана
Значение статистики (p-value)	0,97 (0,471)	0,00 (1,000)	8,55 (0,480)
Вывод	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии со случайным эффектом	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом

Для данной спецификации (регрессии) использовался анализ панельных данных, где оцениваются три вида регрессий: сквозная, регрессия со случайным эффектом и регрессия с фиксированным (установленным) эффектом. При сравнении регрессии на основе сквозной регрессии с моделью с фиксированными эффектами использовался тест Вальда. При сравнении сквозной регрессии с моделью со случайными эффектами использовался тест Бройша–Пагана. При сравнении модели со случайными эффектами с моделью с фиксированными эффектами использовался тест Хаусмана. Тестирование проводилось для отбора наиболее адекватной модели с точки зрения качества прогнозирования. Результаты тестирования представлены в табл. 3 и таб. 4.

Используя полученные результаты, мы можем заключить, что наиболее подходящей моделью при оценке влияния характеристик компании на финансирование выплат является сквозная модель (индивидуальные эффекты не связаны с выбранными независимыми переменными).

Денежный поток, инвестиции, осязаемость активов, темп устойчивого роста (G Хиггинса), показатель внутреннего роста и Q Тобина являются значимыми на 5%-м уровне значимости.

Положительная связь между денежными потоками и уровнем дивидендных выплат предсказывает, что более прибыльные российские компании будут производить больше выплат своим акционерам. При этом данные компании будут больше инвестировать в проекты (положительная связь между инвестициями и выплатами). Данное предположение расходится с позицией Фарре-Менса и др.¹, которые отмечают, что более прибыльные компании будут инвестировать меньше.

Но в отличие от позиции Фарре-Менса и др., мы конкретизируем, что российские компании будут инвестировать с осторожностью. В целом,

¹Farre-Mensa J., Michaely R., Schmalz M. Financing Payouts // Working paper. Harvard Business School. 2015, P. 19.

менеджмент стремиться действовать в логике предупредительного мотива. То есть сберегать денежные средства (учитывая негативные шоки на рынках капитала) и в дальнейшем направлять их на более приоритетные проекты независимо от их инвестиционной привлекательности (отрицательная связь внутреннего роста и выплат) или, напротив, погашая свой долг и регулируя тем самым свою структуру капитала.

Следуя логике Луценко¹, компании, которые находятся в полосе финансового кризиса (шоков) теряют часть своих активов (отрицательная связь между осязаемостью активов и уровнем выплат). Поэтому менеджмент стремится перенести часть денежных ресурсов на последующие проекты, с учетом их приоритета. Тем самым акционеры компании могут оценить вклад руководства в отношении эффективности или неэффективности управления. Компании сталкиваются с проблемой неблагоприятного отбора (выбора наиболее дешевого источника финансирования) и ограничением доступа к международным рынкам капитала (данное ограничение связано с экономическими санкциями в отношении ряда компаний, которые присутствуют в выборке). Поэтому, имущественное обеспечение является неким буфером, позволяющим смягчить негативные последствия. Кроме того, низкая информационная асимметрия позволяет компании следовать логике иерархической теории финансирования², то есть выбирать источник финансирования с учетом его стоимости.

Невысокое значение показателя G Хиггинса тем не менее позволяет отметить, что организации стараются сдерживать свои выплаты, чтобы создать внутренний денежный резерв (инвестиционный ресурс) для последующего выстраивания разумной стратегии финансирования выплат.

Тем самым российские компании, следуя логике предупредительных мотивов, стремятся разумно учитывать выплаты, в некоторых случаях ограничивая их с целью создания определенного денежного запаса — инвестиционного ресурса.

Модели, рассматривающие влияние характеристик компании на дивиденды, которые профинансированы с использованием собственного капитала и долга:

$$(Dividends_Equity)_t = a_0 + a_1(Cash_Flow)_t + a_2(Investment)_t + a_3(Q_Tobin)_t + a_4(Assets)_t + a_5(D/A)_t + a_6(PPE/A)_t + a_7(NWC)_t + a_8(G_Higgins) + a_9(g) + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$(Dividends_Debt)_t = a_0 + a_1(Cash_Flow)_t + a_2(Investment)_t + a_3(Q_Tobin)_t + a_4(Assets)_t + a_5(D/A)_t + a_6(PPE/A)_t + a_7(NWC)_t + a_8(G_Higgins) + a_9(g) + \varepsilon_t \quad (3)$$

¹Луценко С.И. Реперные точки корпоративной денежной политики // Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование. 2015, № 2, С. 78.

²Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984, vol. 13, P. 187.

Для оценки моделей автор использовал метод кажущихся несвязанных регрессий (Seemingly Unrelated Regressions – SUR) с целью учета коррелированности ошибок для разных субъектов (самостоятельных регрессионных уравнений, каждое из которых со своей зависимой переменной и объясняющими экзогенными переменными) в совпадающие моменты времени. Мерой качества оценки (наличие коррелированности ошибок между самостоятельными регрессионными уравнениями) в рамках метода SUR является тест Вальда, который основан на гипотезе незначимости регрессии в целом (то есть гипотезе о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных). Для проверки гипотезы (предположение о нормальности ошибок) был использован критерий Бройша–Пагана (статистическая независимость ошибок в разных уравнениях).

Результаты оценки с помощью метода SUR представлены в таблице 5.

Полученные результаты позволяют заключить, что статистика критерия Вальда имеет асимптотическое распределение хи-квадрат с q степенями свободы. На основе этого асимптотического распределения наблюдаемый уровень значимости соответствует наблюдаемому значению 167,50, равен $\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$, так что гипотеза о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. Модель SUR лучше подходит для описания данных, чем модель простой регрессии.

Для проверки статистической независимости ошибок (являются ли случайные ошибки независимыми) в разных уравнениях (модели SUR) автор использовал критерий Бройша–Пагана. Полученный результат ($\chi^2 = 8,470$, ($\text{Pr} = 0,004$)) позволяет нам сказать о качественной оценке коэффициентов при объясняющих переменных. В корреляционной матрице наблюдаются значимые корреляции – положительные и отрицательные. Тест Бройша–Пагана отклоняет нулевую гипотезу о независимости рядов остатков (ошибок) на 5%-м уровне значимости. Метод SUR является более адекватным в отношении описания данных и прогнозирования, чем метод простой регрессии.

Очень прибыльные компании скорее всего профинансируют свои дивидендные выплаты, увеличивая собственный капитал и долг. Данная позиция противоречит заключению Фарре-Менса и др.¹, которые отмечают, что прибыльные компании вряд ли будут выплачивать дивиденды, увеличивая собственный капитал и долг (положительная связь между денежными потоками и дивидендными выплатами за счет различных источников финансирования).

Кроме того, компании с высокими инвестиционными возможностями могут профинансировать свои дивиденды, увеличивая долг (положительная связь между инвестициями и дивидендными выплатами за счет увеличения долга).

¹ *Farre-Mensa J., Michaely R., Schmalz M. Financing Payouts // Working paper. Harvard Business School. 2015, P. 20.*

Таблица 5

Результаты тестирования модели с использованием метода кажущихся несвязанных регрессий (SUR)

Независимая переменная	<i>Dividends_Equity</i>		<i>Dividends_Debt</i>	
	Коэффициент	Стандартная ошибка	Коэффициент	Стандартная Ошибка
<i>Cash_Flow</i>	1,278 (3,47)	0,368	0,653 (6,09)	0,107
<i>Investment</i>	-0,156 (-0,23)	0,671	0,648 (3,32)	0,195
<i>Q_Tobin</i>	0,027 (1,49)	0,018	0,011 (2,16)	0,005
<i>Assets</i>	0,070 (4,71)	0,015	0,004 (0,95)	0,004
<i>D/A</i>	-0,520 (-2,67)	0,195	-0,159 (-2,79)	0,057
<i>PPE/A</i>	-0,530 (-2,62)	0,202	-0,232 (-3,95)	0,059
<i>NWC</i>	-0,266 (-1,11)	0,240	0,170 (2,44)	0,070
<i>G_Higgins</i>	-0,001 (-1,39)	0,001	-0,001 (-3,64)	0,000
<i>g</i>	-0,100 (-1,16)	0,086	-0,054 (-2,17)	0,025
Константа	-0,338 (-1,48)	0,228	0,057 (0,85)	0,066
Количество наблюдений	87		87	
Wald chi2(18)=167,50, Prob>chi2=0,000				

* В круглых скобках представлено Р-значение (z-статистика)

С другой стороны, выстраивая свою контролируемую стратегию, менеджмент будет стремиться накопить денежные запасы, чтобы затем погасить часть долга или использовать инвестиционный ресурс для последующего финансирования проектов с учетом их приоритета (отрицательная связь между показателем *g* и *Dividends_Debt*).

В пользу сохранения денежных средств говорит и отрицательная связь между осязаемостью активов и *G* Хиггинса, с одной стороны, и *Dividends_Debt*, с другой стороны.

Кроме того, наличие транзакционных издержек, связанных с привлечением долга для финансирования выплат, делает его более дорогим¹.

¹ Kaplan S., Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? // Quarterly Journal of Economics. 1997, vol. 112, P 212.

С учетом негативных тенденций на рынке капитала стоимость долга и собственного капитала может отличаться существенно от альтернативных издержек в отношении внутреннего финансирования, произведенного через денежный поток и нераспределенную прибыль¹. В результате компании сократят свои выплаты прежде чем привлечь внешний капитал.

Компании с высоким уровнем финансового левериджа менее всего готовы профинансировать свои выплаты, прибегая к заимствованию или дополнительной эмиссии акций.

Другими словами, российские организации будут использовать финансирование выплат в качестве инструмента регулирования своей структуры капитала.

* * *

Итак, дивиденды обеспечивают менеджмент ценным сигналом, благодаря которому компании могут адекватно реагировать и, по возможности, предупреждать влияние негативных шоков, следуя логике предупредительного мотива. Представленная статья является первой, в которой комплексно рассматривается влияние отдельных компонентов на политику финансирования выплат. Автор использует одновременно показатели устойчивого, внутреннего роста и осязаемость активов, чтобы сконструировать контролирующую финансовую стратегию.

Российские компании стремятся сберечь денежные средства и направлять их на инвестиционные проекты с учетом их приоритетности. Кроме того, используя денежные резервы, менеджмент будет регулировать структуру капитала, выкупая акции или погашая долг. В условиях неблагоприятного отбора и ограничения доступа к международным рынкам капитала (ввиду экономических санкций в отношении ряда российских энергетических компаний), имущественное обеспечение может служить страховым механизмом, позволяющим несколько нивелировать негативные последствия. С другой стороны, столкнувшись с неблагоприятным отбором, компании будут следовать иерархической теории финансирования (выбор капитала с точки зрения его стоимости).

Литература

1. Луценко С. И. Реперные точки корпоративной денежной политики // Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование. 2015, № 2, С. 70–81.
2. Daniel K., Titman S. Market reactions to tangible and intangible information // *Journal of Finance*. 2006, vol. 61, P. 1605–1643.
3. DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. Corporate payout policy // *Foundations and Trends in Finance*. 2008, vol. 3, P. 95–287.
4. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R., Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory // *Journal of Financial Economics*. 2006, vol. 81, P. 227–254.

¹ Fazzari S. Hubbard G., Petersen B. Financing constraints and corporate investment // *Brookings Papers on Economic Activity*. 1988, vol. 1988, P. 142.

5. *Dittmar A.* Why do firms repurchase stock? // *Journal of Business*. 2000, vol. 73, P. 331–355.
6. *Easterbrook F.* Two agency-cost explanations of dividends // *American Economic Review*. 1984, vol. 74, P. 650–659.
7. *Farre-Mensa J., Ljungqvist A.* Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints? // Working Paper. Harvard Business School. 2013, P. 1–30.
8. *Farre-Mensa J., Michaely R., Schmalz M.* Financing Payouts // Working paper. Harvard Business School. 2015, P. 1–56.
9. *Fazzari S., Hubbard G., Petersen B.* Financing constraints and corporate investment // *Brookings Papers on Economic Activity*. 1988, vol. 1988, P. 141–195.
10. *Harford J., Mansi S., Maxwell W.* Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US // *Journal of Financial Economics*. 2008, vol. 87, P. 535–555.
11. *Kaplan S., Zingales L.* Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? // *Quarterly Journal of Economics*. 1997, vol. 112, P. 169–215.
12. *Myers S., Majluf N.* Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // *Journal of Financial Economics*. 1984, vol. 13, P. 187–221.
13. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.* The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // *Journal of Financial Economics*. 1999, vol. 52, P. 3–46.
14. *Ross S., Westerfield R., Jaffe J.* *Corporate Finance* // 10th Edition, New York: McGraw-Hill/Irwin. 2013, pp. 1072.
15. *Wruck K.* Financial policy, internal control, and performance: Sealed Air Corporation's leveraged special dividend // *Journal of Financial Economics*. 1994, vol. 36. P. 157–192.