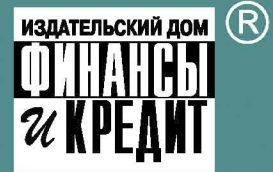


ISSN 2071-4688

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ
Журнал выходит 4 раза в месяц



ФИНАНСЫ®

и КРЕДИТ

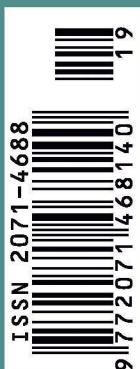
Теории дивидендной политики и российский рынок

Влияние кредитного и налогового факторов на развитие инвестиционной деятельности компаний

Инструментарий многокритериальной оценки перспективности процессных инноваций

Проблемы реформирования пенсионной системы Российской Федерации

Анализ затрат заемщика в корпоративных кредитах



19 (595) — 2014
МАЙ

ФИНАНСЫ и КРЕДИТ® — является зарегистрированным товарным знаком

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: post@fin-izdat.ru



ISSN 2311-8709 (Online), ISSN 2071-4688 (Print)

СОДЕРЖАНИЕ

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Федорова Е.А., Лукасевич И.Я. Теории дивидендной политики и их развитие на примере российского рынка 2

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ

Гютюкина Е.Б., Седаш Т.Н. Влияние кредитного и налогового факторов на развитие инвестиционной деятельности компаний базовых отраслей экономики..... 9

ИННОВАЦИОННОЕ РАЗВИТИЕ

Яшин С.Н., Охезина Г.М. Формирование и практическая апробация инструментария многокритериальной оценки перспективности процессных инноваций 17

ПЕНСИОННАЯ СИСТЕМА

Мамий Е.А., Новиков А.В. Актуальные проблемы реформирования пенсионной системы Российской Федерации..... 26

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

Жевняк А.В., Жевняк Г.А. Сравнительный анализ затрат заемщика в корпоративных кредитах 33

ФИНАНСЫ НАУЧНЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Аландаров Р.А. Финансовое обеспечение фундаментальных научных исследований в Российской Федерации в условиях преобразований в научной и бюджетной сферах..... 47

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Харин А.Г. Учет неэкономических форм капитала в практике финансового менеджмента 57

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ
Журнал выходит 4 раза в месяц
19 (595) – 2014 май

ПОДПИСКА ВО ВСЕХ ОТДЕЛЕНИЯХ СВЯЗИ
– индекс 71222 – каталог агентства «Роспечать»
– индекс 45029 – каталог УФПС РФ «Пресса России»
– индекс 34131 – каталог российской прессы «Почта России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала
www.elibrary.ru, www.dilib.ru

Журнал зарегистрирован в Комитете Российской Федерации по печати.

Свидетельство о регистрации № 013007

Учредители:

АООТ «Фининнова»
ООО НПП «Ареал»

Издатель:

ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

Главный редактор:

В.А. Цветков, доктор экономических наук, профессор,
член-корреспондент РАН

Зам. главного редактора:

В.В. Гаврилов, А.Ю. Садкус

Редакционный совет:

А.М. Батьковский, доктор экономических наук
Л.И. Гончаренко, доктор экономических наук, профессор
А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор
А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор
О.Г. Дмитриева, доктор экономических наук, профессор
В.Н. Едренова, доктор экономических наук, профессор
Г.Б. Клейнер, доктор экономических наук, профессор
В.Н. Костюк, доктор экономических наук, профессор
О.П. Овчинникова, доктор экономических наук, профессор
С.В. Ратнер, доктор экономических наук
А.Н. Сухарев, доктор экономических наук
Е.А. Федорова, доктор экономических наук
И.В. Шевченко, доктор экономических наук, профессор
Н.Г. Щеголева, доктор экономических наук, профессор

Верстка: Н.И. Бранделис

Корректор: А. М. Лейбович

Редакция журнала «Финансы и кредит»: 111401, Москва, а/я 10
Тел.: +7 (495) 989-96-10. Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>
E-mail: post@fin-izdat.ru

© АООТ «Фининнова»

© ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

Подписано в печать 18.04.2014. Формат 60x90 1/8. Цена договорная.
Объем 7,75 п.л. Тираж 10 200 экз. Отпечатано в ООО «КТК»,
г. Красноармейск Московской обл. Тел.: +7 (496) 588-08-66.

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Журнал реферируется в ВИНТИ РАН.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

FINANCE & CREDIT

ANALYTICAL AND PRACTICAL JOURNAL

4 issues per month
19 (595), May, 2014

SUBSCRIPTION AVAILABLE:

Subscription in all post offices

- index 71222 – catalog of Rospechat Agency
- index 45029 – catalog of Federal Department of Postal Service of Russian Federation Pressa Rossii
- index 34129 – catalog of Russian press Pochta Rossii (Russian Post)

Access and subscription to electronic version – www.elibrary.ru

Registration certificate № 013007 by the Committee of the Russian Federation on Press.

Founded by:

Fininnova JSC Areal, Ltd.

Published by:

Information center Finance and Credit, Ltd.

Editor-in-chief:

Valerii A. Tsvetkov, *Market Economy Institute RAS, Moscow*

Deputy editors:

Vladimir V. Gavrilov,
Aleksandr Iu. Sadku

Editorial council:

Aleksandr M. Bat'kovskii, *Central Research Institute of Economics, Control Systems and Information, Moscow*

Liubov' I. Goncharenko, *Financial Univ. under RF Govt, Moscow*

Al'bina V. Gukova, *Volgograd State Univ., Volgograd*

Alikhan Z. Dadashev, *Academy of Public Administration, Moscow*

Oksana G. Dmitrieva, *State Duma of Federal Assembly of Russian Federation, Moscow*

Valentina N. Edronova, *Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod – National Research Univ., Nizhny Novgorod*

Georgii B. Kleiner, *Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow*

Vladimir N. Kostiuk, *Institute for Systems Analysis RAS, Moscow*

Oksana P. Ovchinnikova, *Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow*

Svetlana V. Ratner, *Trapeznikov Institute of Control Sciences, RAS, Moscow*

Aleksandr N. Sukharev, *Tver State Univ., Tver*

Elena A. Fedorova, *Financial Univ. under RF Govt, Moscow*

Igor' V. Shevchenko, *Kuban State Univ., Krasnodar*

Natal'ia G. Shchegoleva, *Moscow Financial and Industrial Academy, Moscow*

Design: Marina S. Granil'shchikova

Corrector: Alla M. Leibovich

Editorial office:

Mail address 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russia

Telephone +7 (495) 989-9610

E-mail post@fin-izdat.ru, Website www.fin-izdat.ru

© **Fininnova JSC**

© **Information center Finance and Credit, Ltd.**

Signed to print 18.04.2014. Format 60x90 1/8. Circulation 10 200. Volume 7,75 printer's sheets. Printed by KTK, Ltd., Krasnoarmeisk, Moscow region. Telephone +7 (496) 588-0866.

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of the MPhil and DPhil theses.

The journal is reviewed by the VINITI of the Russian Academy of Sciences.

The journal is indexed in the Russian Science Citation Index Database.

All articles are peer-reviewed.

ISSN 2311-8709 (Online), ISSN 2071-4688 (Print)

CONTENTS

STOCK MARKET

Fedorova E.A., Lukasevich I.Ia Theories of dividend policy and their development (the Russian market case study)..... 2

INVESTMENT POTENTIAL

Tiutiukina E.B., Sedash T.N. Credit and tax factors influence on investment activity of key branches of economy..... 9

INNOVATION DEVELOPMENT

Iashin S.N., Okhezina G.M. Formation and practical approbation of tools of multi-criterion assessment of availability of process innovations..... 17

PENSION SYSTEM

Mamii E.A., Novikov A.V. Actual issues of pension reform of the Russian Federation..... 26

BANKING

Zhevniak A.V., Zhevniak G.A. Comparative analysis of borrower expenses in corporate credits 33

FINANCE FOR SCIENTIFIC RESEARCH

Alandarov R.A. Financial support of basic research in the Russian Federation in conditions of transformations in scientific and budgetary spheres..... 47

FINANCIAL MANAGEMENT

Kharin A.G. Accounting of not economic capital forms in practice of financial management..... 57

This publication may not be reproduced in any form without permission.

Not responsible for the authors' personal views in the published articles.

All rights reserved.

Printed in Russia.

Фондовый рынок

УДК 336.761.6

ТЕОРИИ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКИ И ИХ РАЗВИТИЕ НА ПРИМЕРЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА

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

В статье рассмотрены основные теории дивидендной политики и доказана их применимость в российской практике. Выявлено значительное влияние отраслевой принадлежности организации на ее дивидендную политику. Предложен подход к разработке моделей прогнозирования выплаты дивидендов для российских компаний. Разработана модель прогнозирования дивидендных выплат на основе пробит-моделирования и бинарного дерева классификации.

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

Дивидендная политика является одним из наименее изученных направлений развития финансовой науки в РФ. В настоящее время инвестиции в отечественные компании в целях получения дивидендов только начинают приобретать свою популярность.

Несмотря на значительные изменения, произошедшие за последнее десятилетие в области дивидендной политики в РФ, многие ее аспекты

остаются предметом многочисленных исследований и дискуссий среди ученых и практиков.

В частности, одной из проблем является наличие неопределенности относительно не только величины будущих дивидендов, но и самой возможности их выплаты.

Многие российские акционерные общества сравнительно молоды и не придерживаются какой-то системы при принятии решений о выплате дивидендов. Часто такие решения носят спонтанный характер, величина дивиденда определяется менеджментом либо мажоритарным акционером, которые действуют исключительно в своих интересах.

Современная финансовая наука предлагает множество теорий, объясняющих дивидендную политику компаний. Большая часть из них подтверждает зависимость величины дивидендов от результатов финансово-хозяйственной деятельности и других характеристик фирмы.

Весомый вклад в разработку теоретических основ дивидендной политики за рубежом внесли М. Миллер, Ф. Модильяни, С. Росс, М. Гордон,

Таблица 1

Основные теоретические подходы к дивидендной политике

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

Дж. Линтнер, Р. Литценбергер и др. Детальное изложение сущности предложенных ими теорий можно найти в соответствующей литературе, например в работе [1]. Краткие сведения об авторах и основные выводы теорий, получивших наибольшее признание, представлены в табл. 1.

Важнейший вклад в изучение дивидендной политики внесли М. Миллер и Ф. Модильяни [11]. В своих работах они доказали, что при соблюдении определенных условий дивидендная политика не влияет на увеличение стоимости акции и фирмы. Величина дивидендов зависит от проводимой инвестиционной политики и ее результатов. Теория Модильяни–Миллера (ММ) вызвала широкий резонанс в научных кругах. Среди ее недостатков, помимо жестких допущений и ограничений, была отмечена и безучастность самих инвесторов при выборе дивидендной политики.

Не менее известной является сигнальная теория дивидендов или теория «сигнализации», предложенная С. Россом [12]. Согласно этой теории выплаты дивидендов могут служить сигналами о будущей прибыли компании и ее истинной стоимости. Соответственно, объявление дивидендов является важной информацией для рынка, так как в отличие от других сигналов оно должно быть подкреплено наличием соответствующего объема денежных средств. Кроме того, выплата высоких дивидендов «сигнализирует» об устойчивости фирмы и ее доходов, а также о ее хороших перспективах в будущем. Поскольку значительные дивидендные выплаты ограничивают возможности развития компании за счет внутренних источников финансирования, она вынуждена прибегать к заемным средствам. Поэтому подобные компании часто имеют значи-

тельную долю займов в структуре капитала, т.е. характеризуются высоким уровнем финансового рычага. Необходимость своевременного и полного обслуживания займов, а также поддержки высокого уровня дивидендных выплат побуждает менеджмент к получению максимальной отдачи от используемых активов и генерации денежных потоков, достаточных для выполнения обязательств перед кредиторами и акционерами в будущем.

Прямыми оппонентами Модильяни и Миллера выступили Гордон и Линтнер, которые предложили теорию предпочтения дивидендов, именуемую как «синица в руках» [8]. Согласно данной теории инвесторы больше заинтересованы в получении дивидендных выплат сегодня, нежели дохода от прироста капитала в будущем.

Экономисты Р. Литценбергер и К. Рамасвами предложили подход, получивший название теории налоговых предпочтений [10]. Согласно данной теории при получении дивиденды подлежат немедленному налогообложению, в то время как налог на прирост капитала уплачивается только при продаже акций, долей, паев. Таким образом, налог на прирост капитала теоретически может быть отсрочен до бесконечности. Если налоги на дивиденды превышают налоги на прирост капитала, что актуально для большинства развитых стран (в России налог на дивиденды по юридическим и физическим лицам меньше, чем налог на прибыль), то компании должны минимизировать дивидендные выплаты и предоставить возможность инвесторам получить прибыль от роста стоимости акций в будущем.

Перечисленные теории стали основой для дальнейших исследований таких ученых, как Ф. Блэк (интеграция налогов в модель ММ при-

водит к тому, что компании лучше отказаться от дивидендов [5]), М. Бреннан (уровень дохода до вычета налогов по акциям с высокими дивидендами должен быть выше, чем по акциям с низкими дивидендными выплатами [6]), К. Джон и Л. Лэнг (повышение дивидендных выплат не свидетельствует о долгосрочном увеличении стоимости компании [9]), Е. Фама и К. Френч (только размер компании, уровень рентабельности и инвестиционные возможности влияют на величину дивидендных выплат [7]), В. Айвазян (высокие долги снижают вероятность высоких дивидендных выплат [4]) и многих других.

Что касается российских исследований, то хотелось бы отметить работы И. Лукасевича [2], Н. Пирогова и Н. Волковой [3]. В данных работах представлены результаты исследований дивидендной политики российских компаний, а также Индии и Китая в докризисный период.

Результаты этих исследований свидетельствуют о том, что дивидендная политика компаний на развивающихся рынках имеет определенную специфику, а определяющие ее ключевые факторы различаются между собой. В целом в докризисный период дивидендная политика российских компаний определялась в основном финансовыми результатами ее деятельности.

В представленном исследовании авторы полагают, что Россия относится к странам с рыночной экономикой и дивидендную политику отечественных компаний можно объяснить с помощью ранее перечисленных общеизвестных теорий. Однако набор значимых факторов, влияющих на дивидендную политику, может меняться от страны к стране. Каждая страна уникальна, имеет свои политические, макро- и микроэкономические особенности, а также различия в законодательной базе.

Россия также имеет свои специфические отличия, поэтому те теории, которые применимы

для других стран, могут иметь свои особенности применительно к отечественным компаниям.

Эконометрический анализ дивидендных выплат в РФ с 2006 по 2012 г. подтвердил предположение, ранее высказанное одним из авторов в работе [2], о влиянии отраслевой принадлежности компании на ее дивидендную политику и о наличии существенных отраслевых диспропорций на отечественном фондовом рынке.

При этом основной объем выплат дивидендов приходится на нефтегазовый сектор, металлургию и телекоммуникации. Так, например, в 2012 г. 68,2% от всех дивидендных выплат приходилось на сектор нефти и газа, в то время как на потребительский сектор — только 0,3%.

В качестве эмпирической базы анализа были использованы данные российских публичных компаний с 2002 по 2012 г. Соответствующие показатели были взяты из базы данных Bloomberg и Ruslana.

В соответствии с рассмотренными ранее основными теориями был определен список факторов, которые будут анализироваться в исследовании (табл. 2).

Модель была оценена пробит-регрессией, результаты оценки которой представлены далее (табл. 3).

Таблица 2

Показатели, формирующие исходный массив для построения модели

Теория дивидендной политики	Параметры
Теория нерелевантности дивидендов (теория ММ)	Объем инвестиций в основной капитал
Сигнальная теория	Коэффициент Тобина. Финансовый рычаг
Теория предпочтительности дивидендов	Акционерный капитал. Совокупный капитал. Рыночная капитализация. Прибыль
Теория «налоговых предпочтений»	Суммарный размер уплаченного налога по итогам года

Таблица 3

Результаты оценки пробит-модели

Переменная	Коэффициент	Статистическая ошибка	z-статистика	Вероятность
Коэффициент Тобина	0,114957	0,038281	3,002954	0,0027
Капитализация	1,42E-12	3,55E-13	-4,006124	0,0213
Финансовый рычаг	0,072872	0,023201	-3,140869	0,0005
Совокупный капитал	1,35E-12	5,26E-13	2,275437	0,0100
Акционерный капитал	1,19E-11	3,81E-14	1,100863	0,0720
Уплата налогов	-1,67E-11	9,93E-12	-1,62529	0,0925
Инвестиции	-1,96E-09	9,91E-10	-1,979788	0,0477
Отрасль	0,034920	0,013102	2,665256	0,0077
C	-0,245820	0,134543	-1,827079	0,0677

Полученное уравнение регрессии имеет следующий вид:

$$\begin{aligned}
 FK = & (0,114957 \cdot \text{Коэффициент Тобина}) + \\
 & + (1,42 \cdot 10^{-12} \cdot \text{Капитализация}) + \\
 & + (0,072872 \cdot \text{Финансовый рычаг}) + \\
 & + (1,35 \cdot 10^{-12} \cdot \text{Совокупный капитал}) + \\
 & + (1,19 \cdot 10^{-14} \cdot \text{Акционерный капитал}) - \\
 & - (1,67 \cdot 10^{-11} \cdot \text{Уплата налогов}) - \\
 & - (1,96 \cdot 10^{-9} \cdot \text{Инвестиции}) + \\
 & + (0,034920 \cdot \text{Отрасль}) - 0,245820. \quad (1)
 \end{aligned}$$

Если $FK > 1$, то дивиденды будут выплачиваться в следующем периоде, если $FK < 0$, то дивиденды выплачиваться не будут.

Значение коэффициента R_{MF}^2 равно 0,52 — это свидетельствует о наличии значимой связи между объясняющими переменными и зависимой переменной, а также характеризует построенную модель как адекватную. Статистики Акаике и Шварца равны, соответственно 1,289 и 1,364. По результатам модели можно сделать вывод о влиянии входящих в нее значимых факторов на зависимую переменную.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что увеличение объема инвестиций оказало отрицательное влияние на величину дивидендных выплат, т.е. связь обратная. Иными словами, увеличение инвестиционной активности предприятия приводит к снижению величины дивиденда. Таким образом, вывод теории ММ о выплате дивидендов по остаточному принципу нашел свое подтверждение в российских условиях.

Для проверки сигнальной теории были рассмотрены два фактора: коэффициент Тобина и финансовый рычаг. На основании данных, представленных в табл. 3, следует, что коэффициент Тобина оказался значимым. Влияние второго фактора также подтвердилось. Это объясняется тем, что, привлекая дополнительные займы и вкладывая их в ключевые бизнес-процессы, организация расширяет свое производство, увеличивает выпуск продукции или объем оказываемых услуг, что приводит к росту доходов и, соответственно, дивидендов. Однако менеджеры компании должны придерживаться разумных пропорций между заемным и собственным капиталом. Чрезмерное увеличение заемных средств может привести к снижению финансовой устойчивости предприятия и даже к банкротству. Отсюда можно сделать вывод, что эффективное использование займов положительно сказывается на доходах акционеров, в том числе получаемых в форме дивидендов. Таким образом, сигнальная

теория также нашла свое подтверждение.

При исследовании факторов, значимых в теории Гордона, была выявлена прямая зависимость дивидендных выплат от всех трех параметров: величины акционерного капитала, общего объема капитала и рыночной капитализации.

Согласно этой теории инвесторы предпочитают получать дивиденды сегодня, чем прибыль от продажи акций в будущем. Такое предпочтение объясняется желанием избежать рисков в будущих периодах. Рынок акций не вполне стабилен, цена акции зависит от политических и экономических факторов, а также от внутренних процессов в самой компании. Отсутствие норм, регулирующих минимально гарантированную величину дивидендных выплат, приводит к тому, что их объем напрямую зависит от результатов деятельности компании. К долгосрочным результатам деятельности компании можно отнести ее рыночную капитализацию, величину акционерного капитала и совокупный объем используемого капитала.

Прежде чем приступить к рассмотрению результатов теории налоговых предпочтений, следует отметить, что все проводимые ранее исследования базировались на основе данных, взятых из зарубежной практики.

Главное отличие России применительно к данной теории заключается в том, что налоговое законодательство РФ гораздо мягче, чем в других странах. Налог на прибыль организации составляет 20%, налог на доходы физических лиц — 13%, налоги на дивиденды составляют 9% для физических лиц и 15% для юридических. Налог на дивиденды в России меньше, чем налог на прибыль. Поэтому согласно этой теории большинство инвесторов должны отдавать предпочтение дивидендам. За рубежом, как правило, ситуация обратная. Однако следует учесть, что получая прибыль, любая организация перед ее распределением должна выплатить налоги. Соответственно, логично предположить, что если сумма выплаченных налогов будет достаточно высокой, то у предприятия останется меньше средств для внутреннего использования, а также для выплаты дивидендов.

Именно данная зависимость и была исследована авторами. В качестве влияющего фактора был взят суммарный размер уплаченного налога по итогам года. Исследование показало прямую зависимость переменной от величины уплаченного налога.